

200200 / M414
v.2 c.2

DEUDA INTERNA Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Volumen II: Estudios de Casos

Carlos Massad
Roberto Zahler
(editores)

Ricardo H. Arriazu - Pedro Bodín de Moraes
Mauricio Carrizosa - Dionisio Dias Carneiro
Nicolás Eyzaguirre - Alfredo M. Leone
Ricardo López Murphy - Alfredo Mancero
Carlos Massad - Abelardo Pachano
Antonio Urdinola - Roberto Zahler
Richard Webb



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD)

GEL

Grupo Editor Latinoamericano

26247

Estos trabajos fueron preparados dentro del marco del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA-77-021 "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional". Su publicación se hace con la colaboración del Programa de Estudios Conjuntos sobre las Relaciones Internacionales de América Latina (RIAL) y cuenta con el apoyo de un Proyecto del PNUD y la CEPAL. Los trabajos son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de ninguna de las instituciones patrocinantes.

Colección

ESTUDIOS POLÍTICOS Y SOCIALES
212.121/1ª edición: 3.000 ejemplares

ISBN 950-694-020-7

© 1988 by Grupo Editor Latinoamericano S.R.L., Laprida 1183, 1º, (1425) Buenos Aires, Argentina, ☎ 961-9135.

Queda hecho el depósito que dispone la ley 11723. Impreso y hecho en la Argentina. Printed and made in Argentina.

Colaboraron en la realización de este libro: Pablo Barragán, en el diseño de tapa. Tipografía Pompeya S.R.L. en composición, armado y acetatos, tipos Aster 9:10 y 7:7. Edigraf, en la impresión de interior e Imprenta de los Buenos Ayres en la impresión de tapas, realizadas con películas provistas por Fotocromos Rodel e impresas sobre cartulina grano fino de 240 gs. Los trabajos de encuadernación se realizaron en Proa S.R.L. Para el interior se utilizó papel OESPE de 70 gs.

**DEUDA INTERNA Y
ESTABILIDAD FINANCIERA**

Volumen II: Estudios de Casos



INTRODUCCIÓN

CARLOS MASSAD
ROBERTO ZAHLER

En los últimos años el Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional" RLA/77/021 ha venido estudiando las consecuencias financieras internas que han tenido, por una parte, la entrada de capitales externos hacia América latina entre 1974 y 1981, y, por otra, el impacto de las reformas financieras implementadas en la mayoría de los países de la región.

En una primera etapa, el Proyecto RLA/77/021 investigó los principales aspectos analíticos que permiten explicar e interpretar los vínculos entre la deuda externa e interna y su impacto sobre la organización y conducta del sistema financiero interno. Estos estudios dieron origen al libro *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos analíticos*, editado en el marco de las actividades del Proyecto.

En una segunda etapa los trabajos estuvieron orientados al análisis de algunas experiencias nacionales en materia de endeudamiento interno. Actualmente existe consenso de que la mayoría de los países experimentan una situación de sobreendeudamiento tanto interno como externo. Las medidas propuestas para enfrentar este problema han sido objeto de discusión tanto en ámbitos académicos como políticos.

La presente obra reúne siete estudios de casos en que se exploran las características de la evolución de los sistemas financieros domésticos y la dinámica del proceso de la deuda interna, la interacción entre ambas —con especial énfasis en su impacto sobre la estabilidad y solvencia del sector financiero— y los vínculos entre el endeudamiento interno y la política macroeconómica financiera.

El primer artículo que se incluye en este libro, "Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna", de Carlos Massad y Roberto Zahler, destaca la creciente importancia de la deuda interna en la crisis económica por la que atraviesa América latina. Actualmente, este problema se ha transformado, en varios países de la región, en un serio obstáculo al crecimiento económico, y su posible solución puede en ocasiones ser contradictoria con los programas y políticas orientados a enfrentar el problema de la deuda externa.

El artículo analiza las características del actual proceso de endeudamiento interno, a la vez que discute los orígenes y evolución reciente de éste. Luego se describen cuáles son sus principales efectos y se desarrollan las consecuencias de posibles soluciones a este problema.

En lo que se refiere a las causas que determinaron los niveles de deuda interna que hoy se enfrentan, se destaca, por una parte, el boom de influjo de capitales externos hacia la región entre 1974 y 1981, y, por

otra, las políticas nacionales de desregulación y liberalización financiera, las cuales contribuyeron a estimular la demanda interna de financiamiento y a facilitar la disponibilidad de crédito interno por parte del sistema financiero.

Respecto a los efectos económicos del proceso de desregulación financiera, se argumenta que en la práctica los resultados en la mayor parte de los países de la región fueron muy diferentes a los esperados. Ello se debió fundamentalmente a la velocidad e inadecuada regulación de las reformas financieras, a la fuerte entrada de capitales externos y a la implementación de políticas internas que terminaron por incentivar el consumo y la fuga de capitales más que el ahorro y la inversión.

Finalmente, a la luz de la experiencia reciente de la región en materia de endeudamiento interno, se postula la necesidad de un manejo macroeconómico cuidadoso, en el cual las reformas financieras, comerciales o de precios deben implementarse de manera coordinada, teniendo presente sus posibles impactos según sea la velocidad y secuencia con que se ejecuten.

La legislación bancaria, la naturaleza de la supervisión, regulación y control del sector financiero, y las características de los seguros sobre depósitos y avales sobre la deuda externa deberían jugar un rol fundamental para lograr que una reforma financiera se oriente a mejorar la eficacia del proceso ahorro-inversión, sin ocasionar un sobreendeudamiento generalizado.

El segundo artículo que se incluye en esta obra, "El endeudamiento privado interno en Colombia 1970-1985", de Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola, examina la influencia de las políticas tributarias y del control de la tasa de interés sobre la evolución de la deuda interna. El trabajo busca identificar las causas que determinaron los altos niveles de la deuda —tanto en moneda nacional como en moneda extranjera— por parte del sector empresarial y financiero de Colombia.

A fin de evaluar la importancia de los recursos de deuda de las empresas, así como el aporte del mercado financiero interno a estos recursos, se cuantifica la evolución del endeudamiento a través del tiempo, distinguiendo entre empresas financieras y no financieras. Las cifras presentadas muestran un fuerte incremento de la relación deuda/capital del sector empresarial. Además se aprecia que las proporciones relativas entre deuda interna y deuda externa se han mantenido constantes a lo largo del período 1970-1985. También ha permanecido relativamente estable la proporción de la deuda de corto plazo dentro de la deuda total de las empresas no financieras.

Para explicar el movimiento de la relación deuda/capital, los autores elaboran un modelo teórico del costo de capital, que vincula los factores tributarios, de intereses y la inflación. Con base en este modelo se concluye que la demanda de crédito ha sido fuertemente estimulada por factores tributarios e inflacionarios. En especial, el impuesto a la renta de las sociedades, la inflación, y la facilidad de evasión de la tributación personal sobre los intereses han estimulado significativamente el endeudamiento.

Por el lado de la oferta de capital, se plantea que la reforma financiera, implementada a partir de los años setenta, se transformó en un estímulo al rápido crecimiento de la oferta de crédito basado en cuasidineros captados por las entidades financieras a tasas reales de interés relativamente altas.

En lo que se refiere a la distribución del crédito entre los agentes económicos, debido a los costos de colocación y a la fuerte concentración en conglomerados, el flujo del crédito se canalizó hacia las principales sociedades del país, lo que implicó que éstas incrementaran peligrosamente sus niveles de endeudamiento.

La creciente vulnerabilidad financiera del sector productivo, juntamente con la disminución del ritmo de crecimiento de la economía a partir de 1980, llevó a que desde comienzos de la década una parte importante de este sector no pudiera cubrir los altos costos financieros a los cuales estaba sujeto. Esta situación se tradujo en cuantiosas pérdidas por parte del sector financiero —el cual había facilitado los flujos de crédito—, lo que llevó a las autoridades gubernamentales a intervenir bancos y corporaciones y a la eventual estatización en ciertos casos importantes.

Las persistentes y elevadas tasas de inflación observadas en los países de la región han afectado, sin duda, las características del proceso de endeudamiento interno de éstos. El tercer artículo de este libro, "La inflación y la evolución del sistema financiero brasileño", de Dionisio Dias Carneiro y Pedro Bodin de Moraes, estudia la evolución del sistema financiero brasileño a la luz del proceso inflacionario de ese país. En él se presenta una revisión de la historia del sistema financiero brasileño de los últimos 20 años: desde las reformas de mediados de los años setenta, que introdujeron la indización, hasta los primeros resultados del Plan Cruzado. Contiene un examen de los efectos de numerosas medidas de política macroeconómica, monetaria y financiera, tomadas en esos años, sobre la estructuración del sistema de intermediación financiera en Brasil, el endeudamiento de las empresas y, en general, sobre la estabilidad e inestabilidad monetaria y financiera.

En el estudio se describen y analizan las principales reformas financieras implementadas en Brasil desde 1964 hasta mediados de la década de los años setenta. Luego se examina la evolución del sistema financiero brasileño hasta principios de los ochenta, a la luz de las limitaciones e inestabilidades impuestas por la política monetaria aplicada durante el período.

En lo que respecta a las reformas institucionales, y los cambios fundamentales de regulación ocurridos en el período, se postula que éstos han sido determinados en general por la forma de respuesta de la política económica a lo que se percibía como las principales fuerzas causantes de la inflación.

En el análisis de la evolución del sistema financiero los autores consideran, por una parte, las características de la organización operativa del sector, con énfasis en el alto grado de concentración y, por otra, los

efectos de las altas tasas de inflación sobre la dinámica de crecimiento del sector.

En relación a este último punto se sugiere que el desarrollo de las instituciones e instrumentos financieros, así como las características de la organización del sector (el tamaño de los bancos, el número de instituciones y su grado de concentración), han respondido no sólo al medio ambiente inflacionario sino también en numerosas ocasiones a las políticas correctivas aplicadas.

Finalmente el trabajo discute las reformas monetarias implementadas en 1986, a la vez que evalúa el impacto que ha tenido la implementación del Plan Cruzado en el primer semestre de 1986.

El cuarto trabajo incluido en este volumen, "Ecuador (1950-1985): Estabilidad, expansión, crisis y endeudamiento global", de Abelardo Pachano y Alfredo Mancero, busca caracterizar e interpretar el proceso de endeudamiento interno y externo de la economía ecuatoriana desde la posguerra hasta el advenimiento de la crisis de los años ochenta. Para ello, el trabajo examina la evolución del sistema financiero ecuatoriano juntamente con las políticas macroeconómicas implementadas durante el período —en particular las políticas seguidas a partir de los años setenta— a fin de proponer hipótesis sobre los principales determinantes de los altos niveles de deuda interna y externa que actualmente registra el país.

La primera sección del estudio contiene una revisión de las condiciones histórico-estructurales en que se ha realizado el desarrollo reciente de la economía ecuatoriana y su vinculación con el sistema económico internacional, así como un análisis crítico de las políticas económicas que, en materia fiscal, monetaria y cambiaria, habrían sido factores coadyuvantes en el desencadenamiento de la crisis de los años ochenta. El análisis de las políticas macroeconómicas aplicadas durante el período se hace a la luz del proceso de ahorro-inversión, el cual está estrechamente ligado a la evolución de variables tales como tasas de interés, tipo de cambio, expectativas de los agentes económicos, etcétera.

En una segunda instancia los autores presentan un análisis cuantitativo de la magnitud y tendencia del endeudamiento total de la economía, diferenciando entre las deudas externa e interna, y pública y privada.

En lo que respecta al examen de las causas que condujeron al sobreendeudamiento de la economía ecuatoriana, el énfasis recae, por una parte, en la liberalización parcial a que fue sometido el sistema financiero en los años setenta (lo que condujo a una multiplicación y proliferación de los intermediarios financieros) y, por otra parte, se enfatiza el rol jugado por la política económica, en particular la fijación del tipo de cambio nominal y de la tasa de interés nominal, de modo que el valor real de esta última era negativo. Lo anterior condujo a un gran abaratamiento del endeudamiento externo, produjo expectativas exageradamente optimistas sobre el futuro de la economía ecuatoriana y permitió financiar significativos déficits públicos y privados. A inicios de los años ochenta las nuevas condiciones internacionales recesivas, en lo comer-

cial y lo financiero, desatan la crisis de deuda externa ecuatoriana, su correlato de crisis de deuda interna con el sistema financiero y finalmente la crisis de éste.

Por último el trabajo discute las posibilidades de pago de la deuda tanto externa como interna por parte de los agentes económicos. En lo que se refiere a la deuda externa se sostiene que la capacidad de pago de ésta depende, de manera significativa, de la evolución de factores externos a la economía ecuatoriana y de la aplicación de una política económica que combine la promoción de exportaciones y la sustitución de importaciones. En relación a la deuda interna, el pago de ésta va a depender de cómo el Estado defina social y económicamente sus políticas de apoyo al sistema financiero y a los deudores bajo la premisa de minimizar las deseconomías externas y la implementación de políticas que favorezcan la reactivación de actividades productivas de alta rentabilidad económica y social.

El quinto estudio presentado, "Financiamiento interno y ajuste: Perú 1980-85", de Richard Webb, examina la experiencia financiera de las empresas peruanas durante el período 1980-1985 a la luz de las crisis de producción y de endeudamiento externo por las que ha atravesado el país.

El trabajo discute la evolución de la economía peruana desde comienzos de la década de los años setenta, con el fin de presentar un marco de referencia que permita analizar el comportamiento empresarial de los años ochenta, para luego examinar en qué forma la crisis económica afectó la liquidez, el endeudamiento, la rentabilidad y la solvencia del sector productivo.

Dentro de los principales factores que afectaron a las empresas durante el período se destaca, por una parte, el fuerte colapso de las ventas entre junio de 1982 y diciembre de 1983, las cuales cayeron un 22 % en términos reales para el sector privado no agrícola. Por otra parte, las finanzas empresariales se vieron fuertemente afectadas por la aceleración de la devaluación. El alza en el tipo de cambio real encareció significativamente el costo de la deuda mantenida en moneda extranjera, la cual aumentó 144 % en dos años y medio.

Paralelamente con lo anterior, la implementación de una política monetaria restrictiva afectó negativamente la disponibilidad de recursos financieros. La disponibilidad de créditos en soles al sector privado se redujo en 21 % entre junio de 1982 y fines de 1983. Si a esta restricción se suma la caída de los flujos externos, la restricción de crédito es aún mayor.

En términos generales, el trabajo concluye que el sector productivo se vio menos afectado por la crisis de lo que era razonable esperar. Esto se debió principalmente a la capacidad del sector de trasladar los costos del ajuste hacia otros sectores de la economía, al incremento de los ingresos financieros del sector (producto de las fuertes y persistentes distorsiones presentes en el mercado financiero a partir de 1982 y de la alta rentabilidad de la tenencia de activos en moneda extranjera) y, finalmente, al apoyo brindado por parte de la autoridad económica, el cual se materializó en tasas de interés reales negativas.

A pesar de que en el Perú, a diferencia de otros países latinoamericanos, el sector productivo logró sortear con relativo éxito la crisis, los mecanismos utilizados tuvieron un alto costo social y probablemente contribuyeron a agravar la crisis global de la economía. En particular, el sector productivo logró cierto equilibrio financiero a costa de una menor inversión, salarios y demanda global.

El sexto artículo, "Políticas macroeconómicas y endeudamiento privado. Aspectos empíricos", de Ricardo H. Arriazu, Alfredo M. Leone y Ricardo H. López Murphy, discute la evolución de los niveles de endeudamiento del sector privado argentino en general, y del sector empresario en particular, durante el período 1974-1983, a la vez que se analizan los factores que determinaron dicho comportamiento.¹

En primer lugar se presenta una evaluación empírica del endeudamiento privado argentino tanto en moneda nacional como extranjera. En él se examinan los cambios ocurridos en el patrimonio financiero neto o endeudamiento neto de los distintos sectores de la economía, así como los de los diversos activos y pasivos financieros que los componen y determinan.

En lo que se refiere a los factores explicativos de las variaciones en los niveles de deuda del sector privado, el análisis se centra en las variaciones en el ritmo de acumulación de capital físico en el país (inversiones), cambios en el nivel de los desequilibrios operativos (ingresos menos gastos corrientes), variaciones en la acumulación de capital físico en el exterior (compra de bienes reales), y en los cambios en las preferencias por la liquidez (endeudamiento para financiar la acumulación de activos financieros).

En segunda instancia se analiza la influencia de la política fiscal sobre el endeudamiento privado en general y sobre la rentabilidad y endeudamiento empresario en particular. Se destacan en el análisis los efectos de los desequilibrios fiscales y sus formas de financiamiento, la inflación y el impuesto inflacionario, y las transferencias patrimoniales.

Por último, el trabajo examina la evolución de la deuda externa y la balanza de pagos argentina durante el período de estudio, con el propósito de lograr una adecuada medición del volumen de deuda total del sector privado. Para ello, se discute la metodología utilizada en la configuración de las cuentas del sector externo, con el fin de precisar los niveles de endeudamiento de los distintos sectores de la economía.

Finalmente, el séptimo trabajo que se incluye en el presente volumen, "La deuda interna chilena 1975-1985", de Nicolás Eyzaguirre, argumenta que uno de los principales factores que motivaron la crisis financiera de 1982 se encuentra en la diferencia observada en Chile durante el período 1975-1985 entre el costo del crédito y la rentabilidad del capi-

¹ Es necesario destacar que este trabajo formaba parte originalmente de un documento de los mismos autores, el cual incluía una amplia sección analítica. Esta última fue publicada bajo el título de "Políticas macroeconómicas y endeudamiento privado: aspectos analíticos", en el libro "Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos", GEL, Buenos Aires, 1987.

tal. Por ello, el estudio examina la evolución de la crisis financiera a la luz de aquellos elementos económicos e institucionales que posibilitaron que la tasa de interés real promedio del período en el sistema financiero fuera significativamente superior a la mejor expectativa de rentabilidad promedio del capital productivo.

A fin de enmarcar la discusión analítica, se presenta una descripción de la evolución del sistema financiero desde 1975 hasta la crisis de 1982, así como del entorno económico e institucional en que se desenvolvió.

Luego el trabajo revisa lo que a juicio del autor fueron las principales causas que originaron el fracaso de la política de liberalización financiera aplicada. Dentro de los principales determinantes de este fracaso destaca, por una parte, la relación entre las tasas de interés y la rentabilidad del capital, y, por otra, el comportamiento seguido tanto por los acreedores e intermediarios financieros como por los deudores internos.

El autor concluye que la liberalización financiera implementada en Chile durante el período de análisis sólo tuvo éxito en lograr un notable incremento en la tasa de interés real y no logró los efectos esperados sobre el ahorro y la inversión.

La caída en la tasa de ahorro durante la liberalización financiera se debió principalmente a la expansión del consumo producida por expectativas generales de bonanza económica. La inversión, por su parte, se vio afectada por una orientación "cortoplacista", lo que implicó la canalización de los recursos hacia actividades productivas de bienes no transables, en función de rentabilidades de corto plazo. Esta "miopía" en la distribución de la inversión redundó en un deterioro de la calidad de la misma y, por ende, en una caída de la rentabilidad de los proyectos de inversión.

Los trabajos incluidos en este volumen presentan un examen sistemático de las experiencias que en materia de endeudamiento interno han tenido algunos países de la región. Las lecciones que pueden derivarse de este análisis constituyen un aporte a la discusión sobre el diseño de políticas económicas destinadas a enfrentar los aspectos financieros de la crisis que actualmente atraviesa América latina.

Para la elaboración de los trabajos aquí presentados, el Proyecto RLA/77/021 contó con la colaboración de especialistas en la materia y de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN), los que participaron activamente en los seminarios técnicos de discusión sobre el tema realizados en el marco de actividades del Proyecto (ver Lista de Participantes).

El primer seminario, sobre "Deuda interna", se realizó en la sede de la CEPAL el 26 y 27 de agosto de 1985. En él se analizaron los vínculos entre las deudas externa e interna y su impacto sobre la organización y conducta del sistema financiero.

El segundo seminario, sobre "Financiamiento interno y ajuste", tuvo lugar en la sede de la CEPAL, Santiago de Chile, el 30 y 31 de octubre de 1986. Esta reunión fue organizada en colaboración con

el Proyecto Conjunto CEPAL/Holanda "Políticas macroeconómicas y el ajuste en América latina". En ella se analizaron diversos estudios de casos sobre las experiencias de algunas economías latinoamericanas en materia de endeudamiento interno, juntamente con el análisis de los programas de ajuste externo implementados por algunos países.

SEMINARIO DEUDA INTERNA

CEPAL - Proyecto RLA/77/021 "Sistema monetario"
Santiago, 26-27 de agosto de 1985

Lista de participantes

Carlos Massad, CEPAL/PNUD
Ricardo Arriazu, Argentina
Nicolás Eyzaguirre, CEPAL/PNUD
Jacob Frenkel, Universidad de Chicago
Mohsin Khan, IMF
Alfredo Mario Leone, Argentina
Guillermo Le Fort, Chile
Tatjana Montes, CEPAL/PNUD
Patricio Silva, Chile
Andrés Solimano, Chile
Raúl Solís, México
Mario Valdivia, CEPAL/PNUD
Joaquín Vial, Chile
Roberto Zahler, CEPAL/PNUD

SEMINARIO SOBRE FINANCIAMIENTO INTERNO Y AJUSTE

CEPAL - Proyecto RLA/77/021 "Sistema monetario" y Proyecto
HOL/85/543 "Políticas macroeconómicas y el ajuste en América latina"
Santiago, 30-31 de octubre de 1986

Lista de participantes

Carlos Massad, CEPAL/PNUD
Julio Acevedo, Chile
Ricardo Arriazu, Argentina
Reinaldo Bajraj, ILPES
Ariel Buirá, México
Jorge Cambiaso, México
Dionisio Dias Carneiro, Brasil
Mauricio Carrizosa, Colombia
Nicolás Eyzaguirre, CEPAL/PNUD
Günther Held, Chile

Juan Eduardo Herrera, Chile
Patricio Meller, Chile
Pedro Bodin de Moraes, Brasil
Abelardo Pachano, Ecuador
Andrés Sanfuentes, Chile
Klaus Schmidt-Hebbel, Chile
Andrés Solimano, Chile
Daniel Titelman, CEPAL/PNUD
Oscar A. Trinchinetti, FELABAN
Mario Valdivia, CEPAL/PNUD
Joaquín Vial, Chile
Richard Webb, Perú
Roberto Zahler, CEPAL/PNUD

OTRO ANGULO DE LA CRISIS LATINOAMERICANA: LA DEUDA INTERNA

CARLOS MASSAD *
ROBERTO ZAHLER **

* Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Coordinador de "Proyectos Financieros" PNUD/CEPAL y Profesor de la Universidad de Santiago de Chile. Ex-Presidente del Banco Central de Chile.

** Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Asesor Regional en Política Monetaria y Financiera de la CEPAL.

I. ¿ES LA DEUDA INTERNA UN PROBLEMA?

La crisis de financiamiento externo que ha afectado a la región desde comienzos de los años ochenta ha ocupado de preferencia la atención de los organismos internacionales, de los analistas y de las autoridades económicas nacionales. Estrechamente vinculado a las dificultades de financiamiento externo de América latina existe otro aspecto crítico, menos estudiado y comprendido, que es el del financiamiento interno. En varios países este problema ha contribuido a retardar la reactivación económica y a desestimular la acumulación de capital, y en ocasiones las medidas tendientes a resolverlo se han contrapuesto con los programas y políticas orientados a enfrentar la deuda externa de la región.

Tal como ocurre en períodos normales con la deuda externa, los países habitualmente operan con ciertos niveles de deuda interna. Los diferentes acervos iniciales de recursos y capacidades de los agentes económicos, así como la distribución de la población por edades, la estructura de sus preferencias, y las potencialidades para generar proyectos de inversión, entre otros aspectos, hacen que las unidades acreedoras y las deudoras interactúen, básicamente a través de instituciones intermediarias (principalmente el sistema financiero), generándose así deudas y acreencias internas. Como sucede con la deuda externa, para que el endeudamiento interno sirva al proceso de desarrollo económico es necesario que haya cierta correspondencia entre los montos, plazos y ritmos de crecimiento de la deuda, por un lado, y el dinamismo de la economía (y de las exportaciones, en el caso de la deuda externa), por otro, así como entre la tasa de interés sobre los préstamos y la productividad del capital. Cuando estas relaciones no se cumplen, y los desequilibrios perduran durante períodos significativos, lo que en situaciones normales es un proceso habitual y útil para el desenvolvimiento económico puede transformarse en una seria traba.

En el análisis de la deuda interna se suele distinguir entre la deuda pública y la deuda privada. La deuda interna pública ha sido analizada extensamente en la literatura, porque forma parte de la política fiscal y porque se supone que el gobierno puede y suele tener conductas económicas diferentes a las del sector privado. Su estudio ha abarcado temas como las transferencias de bienestar entre el presente y el futuro (es decir la distribución intergeneracional del bienestar), el efecto de la deuda pública sobre el ritmo de acumulación de capital del sector privado, el desplazamiento o complemento del gasto privado por el gasto público, el efecto del endeudamiento del sector público sobre la tasa de interés y últimamente sobre la riqueza neta, y la reacción del sector privado. Estos fenómenos dependen de las expectativas que se creen acer-

ca de los mecanismos a los que recurrirá el gobierno para servir su deuda, y de la trayectoria esperada de ésta en el tiempo.

Cuadro 1

DEUDA INTERNA PRIVADA, 1975-1985^a
(como porcentaje del producto interno bruto)

	Argen- tina	Brasil	Colom- bia	Chile	Ecua- dor	México	Perú	Uru- guay	Vene- zuela
1975	8	25	12	5	12	5	10	14	19
1976	6	25	12	5	13	5	9	16	24
1977	10	24	11	9	13	6	8	18	29
1978	12	24	11	16	15	12	7	21	30
1979	15	21	10	19	16	14	5	23	28
1980	22	18	10	25	16	13	7	27	25
1981	26	14	12	39	18	14	9	33	26
1982	22	14	14	60	19	13	11	39	28
1983	18	12	15	57	20	10	10	46	30
1984		10	14	53	22	8	9	40	28
1985			14	52		9	8	38	30

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varios números mensuales hasta junio 1987.

^a Se refiere al crédito del sistema monetario al sector privado a fines del primer semestre de cada año.

La deuda interna privada, en cambio, se ha analizado mucho menos en la literatura, sobre todo desde una perspectiva macroeconómica, porque generalmente se ha supuesto que el efecto neto del comportamiento económico de acreedores y deudores tiende a ser nulo (ya que cada deuda tiene una acreencia equivalente). Esto implica confiar en que a través de mecanismos de mercado que traspasen derechos patrimoniales de algunos titulares a otros dentro del sector privado, se realizarán simples transferencias de activos, sin que se generen pérdidas netas de capital vinculadas a eventuales efectos negativos de la deuda interna sobre la asignación de recursos, los volúmenes de inversión u otros aspectos.

Sin embargo, lo sucedido en los últimos años sugiere que en un número importante de países el endeudamiento interno del sector privado presenta síntomas y características que hacen de él un importante obstáculo para lograr la reactivación económica y superar la crisis que afecta a la región desde comienzos de los años ochenta. El cuadro 1 muestra que el grado de endeudamiento interno de la Argentina, Chile, Ecuador y México creció con gran rapidez entre mediados del decenio

de 1970 y comienzos de los años ochenta. Resultados similares se advierten también para Uruguay y Venezuela. En los casos de Colombia y Perú, si bien se observa algún aumento en la relación deuda privada-producto, éste no es de gran magnitud. En Brasil, en cambio, se registra una disminución en dicha relación, la que se explica en parte por un efecto de desplazamiento (*crowding out*) debido a la presión del sector público sobre el sistema monetario.

Por la magnitud, la duración y el alcance (a diferentes campos de la actividad económica) del endeudamiento interno en la mayoría de los países de la región, el tiempo y el costo que ha significado realizar transferencias de activos entre acreedores y deudores han sido mayores que los supuestos tradicionalmente por la teoría. Además, la diversidad de agentes envueltos (deudores, intermediarios financieros, depositantes, banca extranjera, gobierno), y lo generalizado de la situación, ha demorado y dificultado los procedimientos jurídicos para redefinir y reasignar derechos patrimoniales.

Todo esto se ha traducido en más morosidad de los deudores bancarios, y más carteras vencidas y de alto riesgo en los sistemas financieros nacionales, los que se han visto severamente afectados en sus posiciones de liquidez e incluso de solvencia. La menor disponibilidad de recursos para otorgar préstamos a actividades rentables y dinámicas, y el encarecimiento del costo del crédito, han agravado aún más la situación de los prestatarios del sistema bancario y han mermado sus posibilidades de servir su deuda interna. Con esto se ha desestimado la expansión de la capacidad productiva, y se han complicado y entrado aún más las posibles vías de solución al problema.

La magnitud y generalización del endeudamiento interno privado y sus estrechos vínculos con los sistemas financieros nacionales, unidos a la recesión de los años recientes y a las elevadas tasas de interés internas, habrían exigido, para resolver el problema, una transferencia masiva de derechos de propiedad. Dicha transferencia fue imposible de realizar debido a los importantes costos políticos y económicos que hubiera tenido. Esto contribuyó a debilitar los sistemas financieros nacionales, a paralizar la inversión y la oferta de crédito bancario, y a estimular la fuga de capitales. Estos fenómenos, muy tangibles, han limitado de manera importante las posibilidades de reactivación y expansión futura del aparato productivo. No menos tangibles e importantes han sido los efectos redistributivos adversos derivados de la asignación de recursos públicos al sostenimiento de ciertas actividades económicas, incluidas por cierto las del sector financiero, en la búsqueda de una "solución" a sus problemas de endeudamiento.

Lo anterior justifica el intento que se reseña en las páginas siguientes, de comprender las características comunes del actual proceso de endeudamiento interno en la región, y sus consecuencias. Tras un breve análisis de los orígenes y de la evolución reciente del endeudamiento interno, se describen sus principales efectos y se exploran las consecuencias de posibles soluciones optativas a este problema, para,

finalmente, destacar las principales enseñanzas que ha dejado la experiencia reciente de excesivo endeudamiento interno en América latina.

II. PRINCIPALES CAUSAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO

A comienzos de los años ochenta, la deuda interna de la mayor parte de los países alcanzó una magnitud y extensión tales que, si los activos que representaban el valor presente de los ingresos esperados de los proyectos (de consumo o inversión) que se financiaron con dicha deuda hubieran tenido que venderse para pagar la deuda, lo que se hubiera obtenido no hubiera sido suficiente para pagarla y los acreedores hubieran tenido que enfrentar una pérdida de capital no cubierta. La magnitud del endeudamiento interno se originó en el altísimo nivel de gasto que exhibió América latina en el período de auge de la segunda mitad de los años setenta. Las condiciones externas e internas para ese auge fueron transitorias, de modo que al desaparecer dejaron al descubierto la precariedad de las economías nacionales, su nivel excesivo de endeudamiento interno y externo, y la debilidad de los sistemas financieros y productivos nacionales para recuperarse y expandirse.

Uno de los elementos que más fomentó ese gasto desmedido en la región fue la afluencia de capitales externos abundantes entre 1974 y 1981. Los cambios en el sistema monetario mundial y la privatización cada vez mayor de la liquidez internacional, las políticas macroeconómicas de los países industriales y el impacto del alza brusca de los precios de los hidrocarburos, unidos, en un comienzo, a la baja concentración de créditos de la banca privada internacional en América latina, explican la gran afluencia de crédito externo hacia la región, inicialmente a bajo costo. Esta mayor oferta de liquidez internacional amplió fuertemente las posibilidades de endeudarse directamente en el exterior —principalmente para gobiernos, empresas públicas y bancos— y acrecentó la capacidad de los sistemas financieros nacionales para hacer préstamos internos.

Las políticas internas estimularon también la demanda de financiamiento interno y externo. Las reformas financieras que en mayor o menor medida aplicaron casi todos los países de la región, contribuyeron más a fomentar el endeudamiento interno de los agentes domésticos cuanto mayor fue la rapidez con que se pusieron en práctica. La liberalización financiera interna, también denominada desregulación financiera, fue un proceso orientado a eliminar o aminorar algunas de las restricciones que afectaban a los sistemas financieros de la región. Entre ellas cabe destacar los controles sobre la tasa de interés, el monto y la composición de la cartera de activos y pasivos del sistema financiero, y las normas sobre el tipo y las características de los instrumentos financieros que los intermediarios financieros estaban autorizados a emitir y colocar en el mercado. Todas estas restricciones habían alentado la proliferación de mercados financieros informales.

Los vínculos entre el endeudamiento interno y la liberalización financiera interna fueron muy estrechos. En efecto, la desregulación rápida de la tasa de interés generó, en medio de políticas antiinflacionarias, altos niveles de las tasas de interés reales activas y también de las pasivas,¹ aunque no en todos los casos se alcanzaron tasas reales positivas (cuadro 2). Los niveles reales alcanzados superaron ampliamente los valores históricos de la tasa de interés.

Los depósitos en moneda nacional en los sistemas financieros nacionales crecieron muy fuertemente, en términos reales y también como porcentaje del producto interno bruto,² lo que permitió a esos sistemas ampliar su capacidad de otorgar préstamos, con el consiguiente incremento de los activos financieros.

Cuadro 2

TASAS REALES DE INTERÉS, 1975-1985^a

(porcentajes anuales)

	Argentina		Chile		Uruguay	
	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva
1975			114.8 ^b	18.6 ^b		
1976			51.3	0.0		
1977	15.9 ^b	— 6.3 ^b	39.2	5.1	5.3	— 12.1
1978	0.9	— 14.6	35.1	18.7	19.1	0.8
1979	— 2.2	— 9.4	16.6	4.4	— 9.6	— 21.7
1980	5.7	— 4.4	11.9	4.7	16.7	5.1
1981	19.3	9.3	38.7	28.5	23.9	12.8
1982	11.4	— 19.7	35.1	22.4	34.0	27.2
1983		— 30.2	15.9	3.9	28.3	12.3

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.

Chile: Robert Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

^a Se refiere a las tasas nominales de interés deflactadas por el índice de precios al consumidor.

^b Corresponde al segundo semestre anualizado, una vez iniciada la liberalización financiera.

¹ Las tasas pasivas expresadas en dólares registraron valores muy superiores a las tasas internacionales.

² En parte sustituyendo otras formas de mantención de riqueza, por lo que su efecto neto sobre el ahorro interno fue, por lo general, muy inferior al que tuvo sobre el ahorro financiero.

Además, la desregulación financiera en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector alentó a los intermediarios financieros a adoptar una conducta excesivamente audaz en sus intentos por incrementar sus préstamos. En efecto, habituados a actuar en el marco que imperaba con anterioridad a las reformas, los bancos basaron sus análisis de riesgo y solvencia en la historia de cumplimientos pasados de los clientes³ y en sus garantías reales⁴ más que en una evaluación técnica de la calidad de los proyectos y de los ingresos netos que se esperaba de ellos. Esto ayudó a que se expandieran imprudentemente las colocaciones bancarias. Expectativas muy optimistas para el futuro económico, la confianza en la estabilidad de las políticas macroeconómicas y el "exitismo" económico imperante contribuyeron a distorsionar la percepción de las posibilidades reales de crecimiento económico. No pocas veces este ambiente de euforia fue estimulado por las propias autoridades económicas nacionales y hasta por organismos financieros internacionales. Con ello se dio impulso a un sobreendeudamiento generalizado de los agentes domésticos y de sectores empresariales y a una sobreexpansión de los créditos aun de las instituciones financieras con mayor profesionalismo.

Un último aspecto vinculado a la liberalización financiera, y de fundamental importancia, fue la falta de una adecuada supervisión y fiscalización del sector financiero, unida a una institucionalidad concebida para un contexto mucho más regulado e intervenido. Esto facilitó, más por omisión que por acción, una excesiva permisividad financiera, estrechamente asociada al sobreendeudamiento interno.

La desregulación financiera, brevemente reseñada más arriba, desempeñó un papel especialmente importante en Argentina, Chile y Uruguay y, más recientemente, en Venezuela, Ecuador y Bolivia. La apertura financiera externa, que se dio con particular fuerza en los países del Cono Sur, amplió aún más la capacidad de los sistemas financieros nacionales para elevar sus colocaciones; al crear fuertes expectativas de bajas en las tasas de interés, estimuló el endeudamiento interno, a la espera de una caída rápida y significativa de su costo. Por otra parte, las mayores facilidades y estímulos para endeudarse en el exterior,⁵ otorgados especialmente a los intermediarios financieros, fomentaron la captación de recursos financieros de origen externo para su posterior intermediación en los mercados locales.

El proceso de desregulación financiera contribuyó así decisivamente a alentar la demanda interna de financiamiento (la que por la naturaleza misma del mercado de fondos prestables en países como los latinoamericanos tiende a presionar sobre el crédito bancario) y facilitó

³ Lo que, en presencia de reformas arancelarias, de precios, tributarias, etc., puede y suele verse radicalmente modificado.

⁴ Las que pueden sobredimensionarse como consecuencia de movimientos especulativos en algunos mercados de activos, o de políticas que contribuyan a la sobrevaluación cambiaria.

⁵ A través de fuertes diferencias entre las tasas de interés internas, ajustadas por expectativas de devaluación, y las internacionales, situación provocada en buena medida por el propio proceso de desregulación financiera.

la disponibilidad de fondos para crédito interno del sistema financiero, el que creció muy fuertemente.

En muchos de los países de la región, las políticas macroeconómicas, y en especial aquellas orientadas a detener y revertir los procesos inflacionarios, ayudaron también, sobre todo en combinación con las reformas financieras recién reseñadas, a fomentar el gasto y el endeudamiento interno.

La influencia del denominado enfoque monetario del balance de pagos se dejó sentir con fuerza en América latina en la segunda mitad de los años setenta, no sólo a través de las políticas de apertura financiera al exterior y de reservas de divisas sino también a través de los programas de estabilización. En efecto, se estimó, sobre la base de la teoría de la paridad del poder de compra y, anticipando la creciente importancia que tendrían los bienes transables internacionalmente en las economías nacionales, que la política cambiaria podría desempeñar un papel fundamental en la contención de la inflación. Se generalizó la idea de que el alza de los precios internos estaba íntimamente vinculada a la evolución futura del tipo de cambio nominal, a través del impacto directo del tipo de cambio tanto sobre los costos productivos y financieros (por su efecto en los bienes e insumos transables y en los precios y costos indexados característicos de las economías con alta inflación de la región) como sobre las expectativas inflacionarias. Porque se estimaba que la evolución presente y programada del tipo de cambio influiría fuertemente en el tipo de cambio esperado, se tendió, en la práctica, a ir devaluando a un ritmo menor que el que hubiera correspondido en relación con los movimientos de los precios y de otras variables claves de la economía.⁶ El atraso cambiario resultante fue especialmente notable en los casos de Argentina, Colombia, Chile, Uruguay y Venezuela, aunque se detecta también con claridad en México y Perú en distintos períodos (cuadro 3).

La tendencia a la sobrevaluación cambiaria, unida a una apertura financiera al exterior realizada por lo general en forma poco cuidadosa y sin una adecuada supervisión, alentó el excesivo endeudamiento interno a través de varias vías. Por una parte se estimuló fuertemente el gasto en bienes transables internacionalmente. Además, el atraso cambiario no sólo ayudó a acentuar el déficit en la cuenta comercial del balance de pagos, sino que empujó hacia arriba la tasa de interés interna en moneda local, a través de las expectativas de devaluación, al estimular la demanda de crédito interno intermediado por las instituciones financieras. Por último, y esto ciertamente tuvo gran importancia en varios países de la región, la sobrevaluación cambiaria y la apertura financiera al exterior, en ausencia de políticas macroeconómicas com-

⁶ Este manejo cambiario fue hecho posible, y en la mayor parte de los casos, estimulado por la abundancia de divisas disponibles, debido al espectacular incremento de liquidez internacional hacia la región, y a la proliferación de políticas de apertura financiera y comercial en América latina durante el período. Por otra parte, el aumento de las reservas de divisas gracias a la mayor entrada neta de capitales, y en algunos casos a un mayor control del déficit del sector público, reforzaron los argumentos en favor de la mencionada política cambiaria.

Cuadro 3

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO REALES, 1975-1986^a

(Índice: 1980 = 100)

	Argen- tina	Brasil	Colom- bia	Chile	Ecu- dor	México	Perú	Uru- guay	Vene- zuela
1975	196	71	120	131	109	102	76	108	112
1976	129	70	113	115	102	108	82	118	108
1977	166	69	101	111	98	119	90	116	103
1978	149	72	103	127	99	115	113	112	107
1979	111	82	99	114	100	109	107	98	109
1980	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1981	143	89	97	93	90	91	84	96	91
1982	170	86	91	112	92	135	87	102	84
1983	167	96	91	118	90	174	90	132	92
1984	163	91	97	118	121	128	86	122	101
1985	190	91	110	138	116	136	99	118	91
1986	191	88 ^b	133	147	130	155	78 ^b	114 ^b	99

Fuente: CEPAL, a base de información del Fondo Monetario Internacional.

^a Corresponde al promedio de los índices del tipo de cambio real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de los principales países desde los cuales importa, empleando ponderaciones según la estructura de importación.

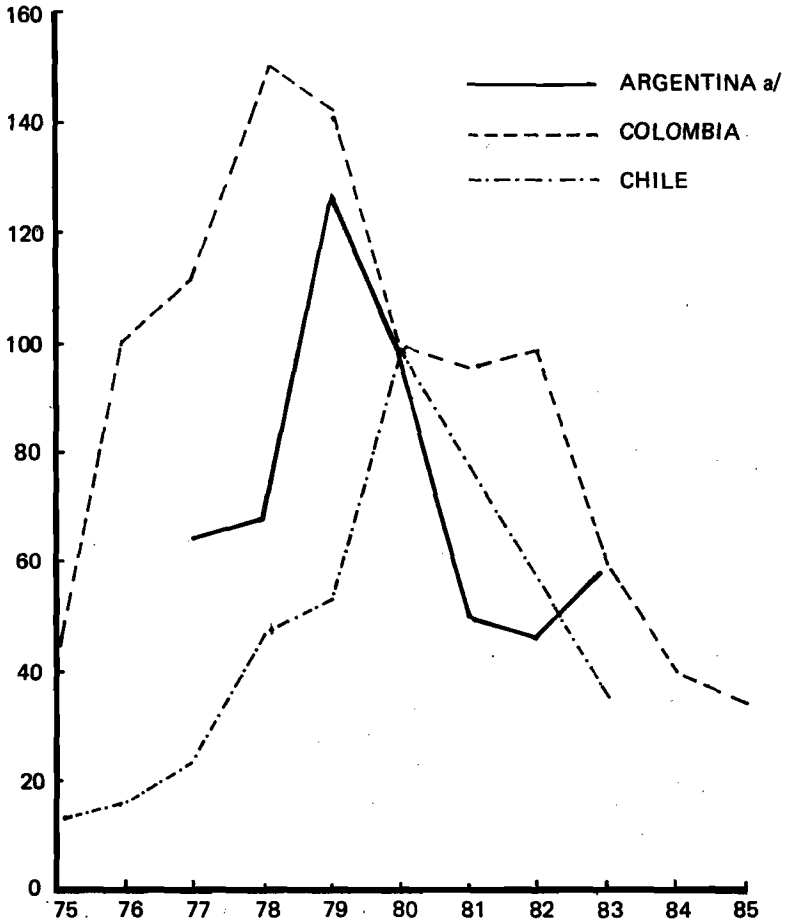
^b Cifras preliminares.

pensadoras o de un adecuado control o supervigilancia del endeudamiento externo, tendieron a autorreforzarse e indujeron un alza en el precio relativo de los bienes y acervos no transables internacionalmente. En varios países la inflación de los precios de los activos (la burbuja de precios) a niveles que posteriormente demostraron no ser los de equilibrio, generó un aparente incremento de la riqueza que alentó aún más el gasto y la demanda de financiamiento, a la vez que contribuyó a sobrestimar el valor real de las garantías bancarias, y, por lo tanto, a elevar la oferta de crédito bancario. El gráfico 1 muestra la evolución del precio real de las acciones en la Argentina, Colombia y Chile.

En algunos países de la región, las políticas tributarias contribuyeron a que la financiación de las empresas y la formación de capitales pasara a depender mucho más del sector financiero y del capital externo que de la colocación de acciones y de la participación directa en empresas. El incentivo tributario para incrementar el endeudamiento interno en relación a la capitalización surgió al considerarse los pagos

Gráfico 1

PRECIO REAL DE LAS ACCIONES
(Indice: 1980 = 100)



Fuente: Argentina: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986; Colombia: FMI, *Anuario de Estadísticas Financieras Internacionales*, 1986; Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

a/ Para Argentina el valor del año 1977 corresponde al precio del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

de intereses como costos que podrían ser deducidos de los ingresos tributables de las empresas. Esta franquicia no era extensiva a otras formas de financiamiento de la inversión (o de adquisición de viviendas) vinculadas a la emisión de acciones, aportes de capital propio, etcétera.

Por último, el sobreendeudamiento interno también fomentó en algunos países de la región la importante presencia de conglomerados económicos vinculados a la propiedad de los bancos. La acción de esos grupos, a través de la creación de "empresas de papel" o de aplicación de prácticas financieras reñidas con las técnicas de evaluación de riesgos y concentración crediticia, contribuyó decisivamente a acrecentar la morosidad y el monto de la cartera riesgosa, relacionada⁷ y vencida del sistema bancario, haciendo peligrar la solvencia de los intermediarios financieros, e incluso, en ocasiones, provocando su quiebra, o la intervención estatal, o ambas cosas.

III. EVOLUCIÓN Y EFECTOS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO

La evolución del endeudamiento interno y la persistencia de los elementos que lo estimularon tuvo un conjunto de efectos en la economía en general, y en el sector financiero en particular, cuya importancia ha sido grande en la crisis que ha afectado a varios países de la región desde comienzos de los años ochenta.

Los teóricos y los ejecutores de las reformas financieras confiaban, en esencia, en que tanto la "profundización financiera", consistente en último término en un incremento de los pasivos del sistema financiero de origen interno, como la contribución del ahorro externo al proceso de formación de capital, fomentarían mayores volúmenes de ahorro y una mejor asignación de los fondos prestables.

En la práctica, los resultados en la mayor parte de los países de la región fueron muy diferentes a los esperados. Esto se debió al ritmo muy rápido e inadecuada regulación de las reformas financieras, a la magnitud y velocidad de la entrada neta de capitales externos, así como a la simultánea implantación de otras políticas y reformas que terminaron por favorecer el consumo y la fuga de capitales más que el ahorro, la especulación más que la producción y las importaciones más que las exportaciones. Si bien en la región se generalizó la profundización financiera, también hubo profundización del endeudamiento interno, que no es más que la otra cara de aquélla, mirada por el lado de los activos (crédito interno) del sistema financiero. A la larga, el sobreendeudamiento interno, por su magnitud, corto plazo, concentración y excesivo riesgo, contribuyó a distorsionar y entorpecer el crecimiento eco-

⁷ La cartera relacionada es la constituida por préstamos otorgados por el sistema bancario a empresas cuyos propietarios están vinculados a la propiedad o gestión de los bancos que conceden los préstamos.

Cuadro 4

PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA, 1975-1985

(Como porcentaje del PIB)^a

	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		Ecuador		México		Perú		Uruguay		Venezuela	
	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂	Cuasi-dinero	M ₂
1975	6	15	1	15	7	11	4	16	4	20	3	12	4	22	3	12	10	28
1976	2	12	1	13	4	8	4	16	4	18	4	13	3	20	10	21	13	33
1977	7	17	1	12	7	11	5	17	4	20	5	13	3	18	14	24	16	38
1978	12	22	2	12	8	13	5	17	4	19	15	25	3	16	18	28	16	40
1979	12	20	2	11	10	14	4	16	4	19	15	25	4	14	23	33	15	35
1980	14	20	1	9	11	17	4	15	4	20	16	25	7	19	22	29	14	31
1981	15	19	1	7	17	23	6	18	4	19	18	27	8	18	30	38	14	31
1982	12	17	2	7	23	29	8	19	4	20	19	26	11	19	38	45	19	36
1983	10	14	2	6	18	24	7	18	3	18	17	23	11	19	40	46	21	41
1984			3	5	19	25	8	17	4	16	19	24	11	17	30	35	21	42
1985					22	26	8	17			17	22			30	35		

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varias revistas mensuales hasta junio de 1987.

^a Se refiere al cuasidinero y M₂ medidos a fines del primer semestre de cada año, como porcentaje del producto interno bruto.

nómico y la eficiente asignación de recursos, y a debilitar muy seriamente la estabilidad y solvencia de los sistemas financieros internos.

Los efectos de las reformas financieras, la falta de coherencia de las políticas macroeconómicas, la excesiva afluencia de crédito externo, la carencia de una adecuada fiscalización del sector financiero y el propio sobreendeudamiento interno, tendieron a reforzarse recíprocamente y se extendieron a diversos ámbitos de la economía. Con la excepción de Brasil y Ecuador, la mayor profundización financiera se reflejó en un incremento en los pasivos del sistema financiero (cuadro 4) pero no en aumentos concomitantes en el ahorro, el que incluso cayó en algunos países mientras crecía el ahorro financiero. Otras políticas estimularon fuertemente el consumo global.

La desregulación financiera permitió la presencia de una mayor variedad de activos financieros, orientados a captar recursos de diferentes estratos de ingresos y con variados incentivos para ahorrar. Sin embargo, las expectativas generadas por la apertura financiera externa en cuanto a una caída rápida y pronunciada de la tasa de interés interna hacia niveles internacionales contribuyeron, junto a las tasas de inflación altas y erráticas y a la incertidumbre sobre la estabilidad y duración de las reformas financieras, a que tanto los ahorros como los préstamos fuesen de muy corto plazo.

La creciente intermediación financiera, cuyo aumento en algunos casos fue explosivo, se tradujo en un fuerte incremento de la razón deuda-capital en la mayoría de los países, tanto en empresas financieras como en aquellas no financieras. Estas últimas se tornaron más vulnerables a posibles alzas en las tasas de interés, así como a bajas de la actividad económica y a otros cambios adversos para la rentabilidad empresarial, y las primeras quedaron más vulnerables a las dificultades de pagos y a la mayor morosidad de las primeras, así como a retracciones bruscas en los depósitos internos y en los préstamos externos. Debido a la importancia de los préstamos externos, las fluctuaciones cambiarias afectaron fuertemente a las empresas endeudadas en dólares, y, en muchos casos, al propio sistema financiero.

Al elevarse las tasas de interés reales, las empresas que habían tenido acceso al crédito bancario con anterioridad a la desregulación vieron incrementada su carga financiera. Por su parte, aquellos agentes que habían estado marginados del mercado financiero formal, y especialmente los consumidores, se vieron relativamente beneficiados con las nuevas tasas de interés por cuanto, a pesar de lo elevadas que llegaron a ser, fueron por lo general inferiores a las que predominaban en los mercados del crédito informal. Por el lado de los ahorros, como se señaló antes, el fuerte aumento del ahorro financiero no se reflejó en el ahorro global medido en las cuentas nacionales.

Desde otro ángulo, cabe destacar que, como lo ilustran los casos de la Argentina, Chile y Uruguay, a pesar de la afluencia de crédito externo, los niveles alcanzados por las tasas de interés internas expresadas en dólares fueron muy superiores a las correspondientes tasas internacionales (cuadro 5). Entre las causas de esos altos niveles se hallaban

elementos de riesgo como las situaciones nacionales; la presión gubernamental por fondos prestables; la fuerte expansión de la demanda de crédito interno, estimulada por la inflación de los precios de los activos y en algunos casos por la demanda artificial de grupos económicos vinculados a la propiedad de los bancos; el exceso de demanda de financiamiento existente con anterioridad a las reformas financieras, y los altos costos de la intermediación.

Cuadro 5

TASAS DE INTERÉS PASIVAS EN DÓLARES, 1975-1983 ^a

(Porcentajes anuales)

	Argentina	Chile	Uruguay	LIBOR ^b
1975		3,1 ^c		7,7
1976		44,3		6,1
1977	16,1 ^c	19,6	2,2	6,4
1978	37,2	32,7	12,9	9,2
1979	34,6	25,9	19,5	12,2
1980	45,7	37,4	26,8	14,0
1981	— 30,5	40,8	26,3	16,7
1982	— 62,9	— 20,4	— 30,0	13,6
1983	— 22,2	6,4	32,8	9,9

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.

Chile: Roberto Zohler, "Las tasas de interés en Chile, 1975-1982", *El desarrollo financiero de América latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

LIBOR: FMI, *International Financial Statistics*, Anuario 1986.

^a Se refiere a las tasas nominales ajustadas a base de la evolución del tipo de cambio.

^b Se refiere al interés medio anual de depósitos en dólares a seis meses.

^c Corresponde a la tasa anualizada del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

A los elementos señalados es preciso agregar el efecto de la política cambiaria y de la apertura financiera externa sobre las expectativas de devaluación, y, por esa vía, sobre los niveles alcanzados por la tasa real de interés en la mayor parte de los países de la región durante la segunda mitad de los años setenta. Como se señaló, la mayor disponibilidad de divisas a través de la cuenta de capitales del balance de pagos afectó al mercado cambiario al contribuir a la sobrevaluación de las monedas nacionales, la que se retroalimentó con el uso antiinflacionario

que en la mayor parte de los países se hizo de la política cambiaria. De esta forma, si bien durante algún tiempo el balance de pagos global no presentó problemas, e incluso mostró incrementos de las reservas de divisas, el déficit sostenido y a veces creciente en la cuenta corriente del balance de pagos alimentó expectativas de devaluación que se tradujeron en tasas de interés internas más altas.

Los efectos de las elevadas tasas de interés sobre los deudores internos fueron muy importantes. Con tasas de interés activas reales que sobrepasaban cinco, diez y hasta más veces el ritmo de crecimiento económico, los deudores internos se vieron en serias dificultades para pagar los intereses, sobre todo porque esas tasas se aplicaban también al acervo de deuda preexistente. El motivo, explícito o implícito, para que el proceso de endeudamiento interno continuara a semejantes tasas residía en perspectivas exageradamente optimistas sobre ingresos futuros, y expectativas de caídas rápidas y pronunciadas de la tasa de interés. Cuando estas esperanzas no se cumplieron, los deudores, ya excesivamente comprometidos, continuaron pidiendo prestado para tratar de aplazar indefinidamente la liquidación de los activos con los cuales habrían tenido que afrontar la deuda, pero cuyo valor ahora era insuficiente. Por esto mismo, los deudores no tenían ya nada que perder. Esto estimuló un mayor endeudamiento, a la espera de una mejoría en las condiciones mencionadas, con la cual se acentuó la presión alcista sobre las tasas de interés.

En la propia esencia del auge posterior al alza del precio del petróleo durante los años setenta, auge que se financió con la deuda externa y el sobreendeudamiento interno, estaba implícita su transitoriedad. En efecto, por lo dicho antes, el cambio en los precios relativos estimuló la producción, principalmente en el sector de bienes no transables internacionalmente, como la construcción y los servicios. Entre estos últimos se destacaron aquellos vinculados al comercio de importación (muy ligados a la creciente deuda externa financiada por la gran afluencia de capitales internacionales) y los servicios financieros (debido al enorme margen entre tasas de interés activas y pasivas), lo que se reflejó también en la mayor participación del sector financiero en el producto interno bruto. El gasto desmedido, al estimular excesivamente la producción de bienes no transables internacionalmente, la adquisición de bienes de consumo y las importaciones, estaba llamado a desaparecer una vez que la afluencia de capitales y de depósitos que lo alimentaba se detuviera. Hacia fines de los años setenta cambió la coyuntura internacional: se deterioró la relación de precios del intercambio, subió el dólar, se elevaron las tasas de interés en los mercados internacionales y despuntó la recesión en Estados Unidos y en Europa. El período de auge se truncó y el comienzo de la recesión vino acompañado por una fuerte alza de las tasas de interés reales internacionales, que se transmitió a la economía interna y contribuyó a hacer insoportable la carga de la deuda acumulada en los años de bonanza.

La recesión de inicios de los años ochenta trajo un incremento sostenido de la morosidad y un alto número de quiebras, lo que debi-

litó la cartera de activos del sistema financiero. Esto tuvo consecuencias particularmente adversas en aquellas economías en que el sector financiero y la relación deuda-capital global se habían expandido fuertemente. En esos casos el efecto de la recesión sobre la capacidad de pago de los deudores internos se amplificó, al dificultárseles gravemente el servicio de su deuda; también se afectó la capacidad del sistema financiero para enfrentar una menor recuperación de sus préstamos. El aval oficial sobre la deuda externa y la garantía estatal sobre los depósitos, ambos de hecho o de derecho, hicieron a los bancos menos vigilantes de la calidad y el riesgo de su cartera de activos, a la vez que los alentaron a alzar las tasas de interés activas efectivamente pagadas por los deudores más eficientes o más responsables (empeorándoles de paso su ya difícil situación), y las tasas de interés pasivas, para captar más depósitos y enfrentar así sus problemas de liquidez.

Con el debilitamiento general de la economía, unido a la menor entrada de capitales externos y la necesidad de devaluar las monedas locales, reventó la burbuja constituida por los precios inflados de activos en bienes no transables internacionalmente. La tendencia ascendente que habían exhibido esos precios, de fuerte carácter especulativo en muchos casos e insostenible en el mediano plazo, explica en parte la expansión de la oferta de crédito bancario y del endeudamiento interno de algunos sectores, a pesar de las elevadas tasas de interés. Al reventar esa burbuja, el valor de las garantías reales de los deudores del sistema financiero se deterioró, con lo cual empeoró aún más la situación de éste último. Internamente, la capacidad de los sistemas financieros de incrementar sus captaciones frente a las ya elevadas tasas de interés se hizo cada vez más difícil, por la creciente vulnerabilidad de los deudores internos y de los propios intermediarios financieros. Las expectativas de devaluación, bastante generalizadas a comienzos de los años ochenta, hicieron que las tasas de interés en moneda local, en términos reales, fueran creciendo, con lo cual se agravó el problema de endeudamiento interno; por otro lado, la depreciación efectiva de las monedas locales, que afectó a toda la región, multiplicó los problemas de los deudores en moneda extranjera.

La magnitud, el alcance generalizado y la duración de la crisis de los años ochenta agravó la situación de los deudores internos, con lo que la búsqueda de solución al problema de la deuda interna se fue aplazando persistentemente. El deterioro del valor real de los activos a su vez golpeó con particular fuerza al sistema financiero. Para evitar que esta situación empeorara, varias instituciones financieras tuvieron que ser fusionadas, liquidadas o intervenidas por las autoridades. El consiguiente costo económico ha afectado a la capacidad de recuperación de las economías de la región y, por lo general, ha tenido un marcado sesgo regresivo en el plano distributivo.

IV. ALGUNAS OPCIONES PARA BUSCAR SOLUCIÓN AL PROBLEMA DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO

La magnitud y el alcance generalizado del problema de la deuda interna y la fragilidad del sistema financiero interno forzaron a los gobiernos a buscar soluciones, que, en general, se tradujeron en ayuda oficial a los deudores y a los intermediarios financieros e indirectamente a los depositantes y acreedores internos y externos. Esta situación se generó, además, porque las autoridades económicas no previeron la gravedad del problema que se avecinaba ni sus efectos en la liquidez y solvencia de los bancos y la tasa de interés, ni permitieron que las quiebras de instituciones financieras afectaran seriamente a los depositantes, ni a los acreedores externos.

Las diferentes opciones para buscar solución al problema de la deuda interna tienen efectos también diferentes sobre los incentivos y la asignación de recursos, así como sobre la distribución de la riqueza, ya que el meollo del problema del endeudamiento interno radica en la transferencia de propiedad entre diferentes agentes económicos.

Una presentación esquemática del balance de un banco ayuda a comprender la naturaleza de este problema. La característica típica de los bancos es que trabajan con un elevado apalancamiento, es decir, que pueden realizar colocaciones mucho mayores que su capital pagado (10 a 20 veces superiores en la mayoría de los países de América latina). Para hacerlo, los bancos deben obtener depósitos y préstamos por un valor equivalente a la diferencia entre sus colocaciones e inversiones y su capital. En consecuencia, el capital pagado de los bancos es un porcentaje bajo en comparación con su cartera de préstamos y su deuda con terceros. Otra característica de los bancos es que el valor de su cartera de activos fluctúa según las condiciones que enfrenten sus prestatarios, pero no así el valor de su cartera de pasivos. La percepción de que habría una garantía estatal para los depósitos y un aval oficial para la deuda externa significa que, en la práctica, el valor de los pasivos bancarios tiende a ser bastante inflexible a la baja, lo que establece un límite inferior cuya rigidez puede generar serios desajustes si el valor económico del activo de los bancos cae por debajo del de su pasivo.

Hay varios factores que pueden tornar significativo un problema de endeudamiento interno. Una recesión, una asignación ineficiente del crédito, una concentración excesiva de préstamos bancarios, el desinflamiento de una "burbuja" de precios de activos (con la consiguiente caída del valor real de las garantías), el impacto de una devaluación sobre los deudores en moneda extranjera del sistema bancario, una caída en los términos de intercambio, o cualquier otro factor que incida negativamente sobre el valor presente del flujo de ingresos vinculado a los préstamos bancarios, produce una discrepancia entre el (menor) valor económico del activo bancario y el valor (rígido) de su pasivo. En términos de acervos, esa situación equivale a una pérdida de capital

del banco. Debido a los valores que en esas instituciones alcanza la relación préstamo-capital propio, cuando un porcentaje (aunque sea relativamente pequeño) del total de créditos se estima irrecuperable, se hace necesario definir un procedimiento para distribuir la pérdida entre los dueños del banco (que arriesgan el capital de éste), los depositantes y acreedores externos, los deudores de los bancos y, eventualmente, otros agentes económicos.

La generalización del problema del endeudamiento interno, unida a su duración y magnitud, hizo que en la mayoría de los países el capital propio y las reservas de los bancos fuesen insuficientes para enfrentar la pérdida de capital involucrada. El seguro de depósito o la decisión política de no permitir pérdidas significativas para los depositantes, el aval oficial de la deuda externa y el poder de los acreedores externos, así como otras características propias de la actividad bancaria, contribuyeron a que los depositantes y acreedores descuidaran el control sobre la administración y la evaluación de los resultados operacionales de los bancos. Además obligaron a la intervención estatal para capitalizar los bancos y/o distribuir la pérdida de capital y realizar las transferencias patrimoniales requeridas.

Los mecanismos utilizados han sido diferentes en los distintos países. En algunos, los menos, una parte de la pérdida la sufrieron los acreedores externos. En otros, como Argentina, los deudores internos se vieron beneficiados, principalmente, a costa de los depositantes, en el proceso denominado "liquidación de deudas", al reducirse fuertemente al valor real de los depósitos bancarios a través de controles de tasas de interés y la aceleración de la inflación.

En Chile, la intervención oficial del grueso de la banca privada no afectó mayormente ni a depositantes ni a acreedores extranjeros. La pérdida de capital se socializó a través de aportes oficiales a la banca liquidada y de la compra por el Banco Central de parte de la cartera vencida de la banca, con el compromiso por parte de los bancos de recomprar dicha cartera en el futuro con cargo a sus eventuales utilidades. También hubo una ayuda directa a los deudores en moneda extranjera (al igual que en Venezuela) al establecerse un subsidio para el "dólar deudor", cuyo precio quedó muy por debajo del valor de mercado de esta divisa. Más recientemente, en Chile se ha avanzado en la reprivatización de los bancos, con financiamiento proveniente del sector privado y con el estímulo de generosos incentivos fiscales.

En Uruguay, como consecuencia del deterioro en el valor real de los activos del sistema financiero, varios bancos tuvieron que ser vendidos. A efectos de facilitar la venta, el Banco Central intervino haciéndose cargo, en forma similar a lo ocurrido en Chile, de parte de las carteras pesadas de dichas instituciones.⁸

⁸ En otro tipo de operaciones, el Banco Central del Uruguay compró también carteras de dudoso cobro de los bancos privados que se comprometieron a aportar financiamiento externo fresco. Con ello trató infructuosamente de sostener su política cambiaria en un momento en que el acceso a los préstamos internacionales se había restringido fuertemente.

Los demás países de la región han enfrentado el problema de su deuda interna a través de una combinación de los mecanismos reseñados más arriba, siendo quizás Perú la principal excepción. En ese país la distribución de la carga de la deuda interna afectó a los acreedores extranjeros; por su parte, las empresas deudoras lograron transferir al resto de la sociedad la mayor parte del efecto de la recesión a través de caídas en los salarios reales y de menores pagos de impuestos a la vez que tasas de interés reales negativas mejoraron su situación patrimonial. Por estos motivos, en Perú el sistema financiero no se vio tan seriamente afectado como la mayor parte de los demás países de la región por un deterioro generalizado de su cartera de préstamos.

Los mecanismos descritos tendientes a "resolver" el problema de la deuda interna en la región se han complementado en general con medidas orientadas a dar mayores facilidades de pago a los deudores a través de la reestructuración de los vencimientos y de algunas reducciones en los costos financieros. Detrás de esta política está el supuesto de que las condiciones que crearon los problemas de los deudores internos cambiarán pronto; por lo tanto, responde al intento de ganar tiempo, trasladando a los deudores internos el alivio conseguido en las reprogramaciones o refinanciaciones obtenidas en las negociaciones que los países de la región han llevado a cabo desde fines de 1982 en materia de deuda externa. Quizás el principal aspecto negativo de este tipo de medidas es que no generan incentivos para que los deudores internos cumplan con sus compromisos financieros; éstos mantienen la expectativa de obtener facilidades similares en el futuro, lo que es cada vez menos probable si la morosidad no disminuye y el problema sigue siendo generalizado.

Mirada la situación desde otra perspectiva, cabe distinguir entre las empresas deudoras que son económicamente ineficientes y las que no son viables desde el punto de vista financiero. Las empresas que caen dentro del primer grupo —que generan pérdidas aun en las mejores condiciones posibles de operación— no tienen ninguna razón valedera, ni desde el punto de vista económico ni desde el financiero, para seguir existiendo, siendo su valor de mercado nulo (o negativo). Distinta es la situación de las empresas que son económicamente eficientes pero no son financieramente viables debido a la excesiva carga de la deuda. Dichas empresas cumplen una función social útil, dado que generan un beneficio económico aunque sus titulares estén sufriendo una pérdida financiera. El valor económico a precios sociales de tales empresas suele ser positivo; en condiciones normales su situación se resolvería con una pérdida de patrimonio de sus titulares, lo que no debería afectar mayormente su eficiencia desde el punto de vista económico ya que, en principio, la generación del producto no tiene por qué verse perjudicada por el precio al cual se transfieran los derechos de propiedad.

El razonamiento anterior parecería sugerir que en realidad no hay un "problema" vinculado al endeudamiento interno, ya que existirían mecanismos económicos para impedir que el exceso de endeudamiento afecte la eficiencia general del sistema económico. Sin embargo, cuando

la magnitud del endeudamiento interno es significativa, cuando este proceso es generalizado y de larga duración y cuando pone en jaque la estabilidad y solvencia del sistema financiero (condiciones todas que en mayor o menor grado se han presentado en América Latina en los últimos años), lo que en teoría puede concebirse como una simple transferencia de riqueza, en la práctica suele envolver cuantiosos costos económicos netos para la sociedad.

Estos costos derivan, en parte, de que bajo las condiciones recién anotadas las transferencias de riqueza y de propiedad entre empresas deudoras no resuelve la asimetría entre el valor de los activos y pasivos del sistema financiero. Ello ocurre por cuanto la caída en el valor de las garantías vinculadas a los préstamos de dudoso cobro no permite recuperar el valor original de éstos y porque, por lo general, los depositantes y acreedores del sistema financiero no sufren todo el impacto que les correspondería de la pérdida de capital envuelta. Además, la generalización del problema entorpece y retarda el proceso judicial de ejecuciones de empresas, el que, por lo demás, no está exento de costos y hasta puede contribuir a deteriorar aún más el valor de las garantías reales, y con ello, la calidad global de la cartera de los bancos.

En consecuencia, las soluciones al problema del sobreendeudamiento interno tienen costos económicos de importancia. Éstos incluyen desde la carga fiscal vinculada a los aportes directos de la Tesorería o del Banco Central para capitalizar el sistema financiero. También abarcan otros de carácter indirecto que se vinculan a las compras de carteras vencidas, a subsidios de las tasas de interés y del precio de las divisas (esto último para aliviar la situación de los agentes endeudados en moneda extranjera) y, en términos más generales, a recursos que se otorgan a los distintos grupos de presión que buscan resolver sus problemas de endeudamiento interno. El sobreendeudamiento genera además costos muy tangibles tanto por el efecto que la indefinición de los derechos de propiedad tiene sobre la inversión privada, como por las dificultades que impone al sistema financiero en el otorgamiento de préstamos a aquellas actividades que podrían recuperarse más fácilmente, o que presentan claras ventajas para iniciar el proceso de reactivación y el de crecimiento.

De todo lo anterior se concluye que el endeudamiento interno excesivo de la región se ha constituido en un serio problema que obstaculiza la reactivación y la expansión de la capacidad productiva, por sus efectos tanto sobre las empresas del sector real de la economía como sobre las instituciones financieras. Debido a rigideces institucionales y jurídicas y a la inflexibilidad a la baja del valor nominal de los pasivos bancarios, se hace necesario hacer transferencias de propiedad y reconocer pérdidas de capital, procesos cuyos efectos no son neutros en cuanto a consideraciones ni de eficiencia y de equidad.

Para minimizar los costos económicos, la experiencia sugiere que debe darse preferencia a soluciones rápidas, que dada la disparidad entre la magnitud del problema y los recursos disponibles, deben ser de carácter selectivo. Urge resolver los problemas jurídico-institucio-

nales que retardan la normalización del funcionamiento de la economía, para que el sector financiero pueda proveer de nuevos recursos a las actividades económicamente eficientes en función de la viabilidad de las empresas deudoras, y de la contribución al proceso de reactivación y crecimiento económico que se espere de ellas. En este mismo espíritu, las soluciones al problema de la deuda interna deberían premiar el cumplimiento de los pagos e incentivar la reducción de la morosidad, a la vez que desestimular expectativas de futuros perdones financieros.

En el plano distributivo, toda solución que no implique realizar la transferencia de propiedad correspondiente entre los agentes directamente involucrados (deudores, dueños, depositantes y acreedores de los bancos) lleva incorporada, en su esencia, un importante elemento de discrecionalidad o arbitrariedad. Y lo mismo puede suceder si se dan determinadas formas de transferencia de propiedad. A la vez, la orientación que dé la intervención oficial a la "solución" del problema envuelve un aspecto político innegable. En efecto, las decisiones que van desde la socialización de la banca hasta su reprivatización, pasando por medidas que afecten en grado y forma diferentes a depositantes, acreedores internos y externos, contribuyentes en general, asalariados, imponentes, o cualquier otro grupo o sector sobre el cual pueda recaer total o parcialmente el costo de financiar la pérdida de capital, escapan a consideraciones estrictamente económicas. Sin embargo, porque tienen diferentes efectos en los incentivos para ahorrar e invertir, en la fuga potencial de capitales, en la reducción de la morosidad, etc., merecen un estudio específico que tome en cuenta las peculiaridades propias de cada situación, para poder evaluar en su totalidad los méritos relativos de las opciones disponibles.

V. PRINCIPALES ENSEÑANZAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO DE AMÉRICA LATINA

La experiencia reciente de la región en materia de sobreendeudamiento interno ha dejado diversas enseñanzas, ciertamente útiles para la formulación de políticas en el área macroeconómico-financiera.

En primer lugar, parece existir un estrecho vínculo entre el sobreendeudamiento interno y algunas modalidades de desregulación financiera. Las reformas financieras abruptas y sin adecuada supervisión, si bien pueden contribuir a elevar apreciablemente el ahorro financiero (profundización financiera), también pueden llevar a un crecimiento explosivo de la deuda interna (profundización de la deuda) en relación a otras formas y fuentes de financiamiento de las actividades económicas. Esta situación, a su vez, hace más vulnerable el sistema económico a los cambios en las tasas de interés, en la relación de precios del intercambio, en la afluencia neta de depósitos y créditos (internos y externos) y en la actividad económica. Esto es particularmente válido cuando las tasas de interés son flotantes, ya que los cambios en ellas

afectarán tanto a los nuevos préstamos como al total de la deuda preexistente. En ese caso, los cambios en las tasas de interés tendrán repercusiones significativas porque modificarán directamente el patrimonio y la viabilidad económica de empresas existentes.

En segundo lugar, la desregulación de la tasa de interés, si bien puede equilibrar el mercado de fondos prestables, puede llevar a ésta a niveles tan desproporcionados respecto de variables con las cuales debería guardar cierta relación (como, por ejemplo, la productividad del capital y el ritmo de crecimiento económico), que tienda a generar significativos desequilibrios en otros mercados. Las tasas de interés extremadamente altas debilitan la situación de los deudores e incrementan el riesgo de la cartera de activos de los intermediarios financieros; además distorsionan el mercado de divisas al estimular artificialmente la entrada de capitales, sobrevalúan el tipo de cambio, aminoran el dinamismo del sector de bienes comerciables internacionalmente y deterioran la cuenta corriente del balance de pagos. Este último efecto tiende, a la larga, a desalentar la oferta de financiamiento externo, y contribuye a llevar a la práctica la devaluación cambiaria, lo cual afecta a los deudores en moneda extranjera y, a través de ellos, al conjunto del sistema financiero. Por lo tanto, si ciertos precios, por muy libres que sean, se desalinean de su trayectoria de valores razonablemente normales, este hecho debe ser tomado particularmente en cuenta para anticipar problemas en el funcionamiento del mercado correspondiente, o serios desequilibrios en algunos otros mercados.

En tercer lugar, la entrada masiva de financiamiento externo no basta para rebajar rápida y sostenidamente las tasas de interés internas. El incremento del riesgo vinculado a situaciones nacionales y las mayores expectativas de devaluación, asociados a la creciente deuda externa y a la sobrevaluación cambiaria, respectivamente, contribuyen a acentuar la disparidad entre la tasa de interés interna y la internacional. La segmentación de mercados, el acceso diferenciado al crédito externo, los grados disímiles de sustitución entre diferentes activos internos y aquéllos internacionales y la sobrevaluación de activos no transables internacionalmente, pueden contribuir más a generar activos sobrevaluados que a reducir las tasas de interés internas. El efecto de riqueza así generado tiende a fomentar el consumo más que el ahorro, a pesar de que simultáneamente tal vez se observe un aumento de las tenencias de activos financieros. La falta de correspondencia entre la afluencia masiva de capitales externos y la inversión interna, así como el impacto de la apertura financiera sobre el tipo de cambio, con efectos claramente contrapuestos a los esperados de la apertura comercial, contribuyen a minar las potenciales ventajas del proceso de apertura económica y afectan adversamente la eficiencia en la asignación de recursos que hacen los agentes económicos endeudados en moneda extranjera, y, muy particularmente, la calidad de la cartera de activos del sistema financiero.

En cuarto lugar, las reformas financieras, en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector, no bastan por

sí solas para garantizar una mejor asignación de los recursos financieros. Los criterios tradicionales de manejo de cartera y evaluación del riesgo por parte de los intermediarios financieros, unidos a la presencia legal o *de facto* de seguros sobre depósitos y de avales oficiales sobre la deuda externa, refuerzan la tendencia alcista de la tasa de interés y contribuyen a un manejo poco profesional y excesivamente arriesgado (tanto de la cartera de préstamos como de los intentos de incrementar las captaciones) por parte de los sistemas financieros internos. En particular, la combinación de una tasa de interés libre con el otorgamiento de garantía estatal sobre los pasivos del sistema financiero, una legislación bancaria atrasada y una inadecuada supervisión y regulación de la composición y calidad de la cartera de préstamos, así como de la competencia por captar depósitos a través de la manipulación de la tasa de interés, ha demostrado tener efectos muy perjudiciales. Dicha combinación estimula la hipertrofia del sector financiero, fomenta políticas de préstamos bancarios imprudentes y excesivamente riesgosas, y alienta el sobreendeudamiento interno; además, genera condiciones para una tasa de interés inestable, y torna muy vulnerable, cuando no directamente insolvente, a una parte significativa del sistema financiero.

En quinto lugar, la estructura y legislación tributarias pueden estimular un endeudamiento interno excesivo e indeseado en relación a otros mecanismo de capitalización. La tendencia a gravar dividendos y utilidades distribuidas y a restar de la base imponible los pagos de intereses introduce una clara distorsión que aconseja reexaminar las políticas tributarias a este respecto.

En sexto lugar, el manejo de algunos precios macroeconómicos claves, tales como el tipo de cambio, la tasa de interés y los salarios, debería llevarse a cabo en forma más flexible y coordinada. En particular, se debería intentar distribuir en diversos mercados el impacto de los cambios bruscos e inesperados a los que se ve sometida la economía, de modo de minimizar la presencia de precios desalineados e influir en la evolución de aquellas variables económicas que son fundamentales para una buena asignación de recursos. Esto apunta a la conveniencia de no rigidizar excesivamente ningún precio, porque tal rigidización aislaría al mercado del efecto de impactos externos, concentrando éstos en el resto de la economía.

Por último, debe intentarse desvincular la propiedad de las grandes empresas del sector real de la economía, de la propiedad del sistema financiero, con miras a reducir la concentración de la cartera de préstamos de este último, y con ello de su riesgo, a la vez que a desestimular el manejo especulativo y potencialmente desestabilizador del sector financiero.

**EL ENDEUDAMIENTO PRIVADO
INTERNO EN COLOMBIA
1970-1985**

MAURICIO CARRIZOSA *
ANTONIO URDINOLA **

* Master en Economía, Universidad de Chicago. Consultor económico.

** Doctor en Economía (cand.), Universidad de Harvard. Director de la Oficina de la CEPAL en Bogotá.

INTRODUCCIÓN

Uno de los aspectos más destacados del sector financiero colombiano ha sido el endeudamiento cada vez más acentuado de las empresas particulares y públicas. Muy buena parte del mayor apoyo en recursos prestados se origina de fondos de origen interno, y ha estado acompañado, como es lógico, de un desarrollo sin precedentes de los activos financieros en poder del público y de la intermediación. Al mismo tiempo, el otrora activo mercado de acciones está hoy prácticamente moribundo, como quiera que la gran mayoría de las acciones pertenecen a unos pocos grandes inversionistas, al tiempo que el inversionista pequeño destina sus ahorros a los activos emitidos por los intermediarios que suministran los recursos de deuda a las empresas. Éste no es un fenómeno particular de Colombia, de tal suerte que merece estudiarse en el contexto de varias economías latinoamericanas, como es el caso del seminario del cual hace parte este documento.

Los objetivos específicos que persigue el presente estudio son tres. En primer término, se trata de describir y analizar la evolución del endeudamiento del sector empresarial y financiero, haciendo un esfuerzo por distinguir el endeudamiento en moneda nacional de aquél en moneda extranjera, y enfatizando el análisis del primero, cuyo examen ha recibido menor prioridad que el segundo en las discusiones e investigaciones de los últimos años. Se busca entonces evaluar la importancia de los recursos de deuda de las empresas así como el aporte del mercado financiero interno a estos recursos. En segundo término, se estudian los vínculos del fenómeno del endeudamiento con la evolución de la actividad económica y el desempeño productivo de las empresas. Esta discusión examina tanto los efectos del endeudamiento como aquéllos del desempeño general de la economía sobre los resultados empresariales. Finalmente, el estudio se ocupa de analizar los efectos del endeudamiento interno sobre la vulnerabilidad del sector financiero colombiano. Como bien se sabe, los altos coeficientes de endeudamiento incrementan el riesgo de insolvencia empresarial, y en la medida que se trate de un fenómeno generalizado, ello limita la capacidad de las entidades financieras para mantener un nivel aceptable de riesgo por medio de la diversificación de la cartera. Parece claro, como se apreciará en la discusión, que éste fue el caso de los intermediarios financieros en Colombia durante el primer quinquenio de los años ochenta.

El desarrollo de los objetivos anteriores se hace en las cuatro secciones siguientes. La primera se ocupa de presentar las estadísticas fundamentales sobre la evolución del endeudamiento. La segunda sección contiene un modelo teórico sobre la determinación del costo de

capital y la interpretación correspondiente de las cifras observadas. Esta sección aporta entonces la explicación del creciente endeudamiento así como los vínculos del fenómeno con la actividad productiva real. La tercera sección aborda el examen de las consecuencias del endeudamiento sobre el sector financiero colombiano durante los años ochenta, describiendo e interpretando los indicadores de rigor. El documento termina con una breve sección de resumen y conclusiones.

I. EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR EMPRESARIAL

Esta sección busca presentar una descripción del endeudamiento a través del tiempo, que distingue las empresas no financieras de las financieras. Las razones que justifican esta distinción son obvias. De una parte, el endeudamiento de las entidades financieras está expresamente regulado por la legislación en función de su patrimonio. De otra parte, buena parte del endeudamiento empresarial tiene como fuente indirecta los recursos obtenidos por los bancos, de tal suerte que resulta impropio sumar la deuda de ambos tipos de entidades.

1. *Endeudamiento de las entidades no financieras*

Existen estadísticas que permiten apreciar la evolución del endeudamiento de las sociedades anónimas diferentes a los intermediarios financieros durante el período de 1950 a 1984. Estas cifras se presentan en el Cuadro 1 y muestran, como se anticipó en la introducción, una tendencia hacia la financiación del capital por medio de deuda. A comienzos de la década de los años cincuenta, la fracción financiada por deuda no superaba la cuarta parte de los pasivos totales. Hoy día, casi tres cuartas partes de estos pasivos son de carácter externo, o sea, no pertenecen a los propietarios de las sociedades. Existe, por supuesto el conocido sesgo introducido por la contabilización de activos fijos a costo histórico. Pero su corrección difícilmente anularía la tendencia creciente de la deuda, pues otros indicadores de la economía apoyan la hipótesis descriptiva enunciada. Uno de estos indicadores es la comparación del pago de intereses con el pago de dividendos por parte de las empresas, el cual puede observarse desde 1970, y registra una importancia cada vez mayor de los primeros (ver Cuadro 2). El segundo indicador pertinente es el significativo crecimiento de la relación de activos financieros diferentes de acciones al producto interno bruto, relación que muestra un desarrollo especialmente acentuado durante los años cincuenta y a partir de 1970. Finalmente, puede advertirse que la participación del valor *comercial* de una muestra de acciones que incluye las de todas las sociedades anónimas que alguna vez fueron abiertas, dentro del total que comprende además los otros activos fi-

Cuadro 1
SOCIEDADES ANÓNIMAS - COEFICIENTE
DE ENDEUDAMIENTO,¹ 1950-1983

<i>Periodo</i>	<i>Porcentaje</i>
1950	24,0
1951	27,0
1952	27,0
1953	32,0
1954	31,0
1955	29,0
1956	32,0
1957	32,0
1958	34,0
1959	35,0
1960	37,0
1961	37,0
1962	40,0
1963	40,0
1964	43,0
1965	43,0
1966	45,0
1967	44,0
1968	44,0
1969	46,0
1970	43,9
1971	47,4
1972	49,8
1973	53,7
1974	57,0
1975	60,5
1976	62,1
1977	61,6
1978	61,1
1979	65,1
1980	73,0
1981	71,2
1982	71,7
1983	71,2
1984	71,9

Fuente: 1950-1980: Restrepo, J. C., "La economía colombiana y el desarrollo de la sociedad anónima en los últimos treinta años", en Comisión Nacional de Valores, *Boletín Mensual*, mayo de 1983, pág. 14.

1981-1983: Superintendencia de Sociedades Anónimas, *Boletín Mensual*, núms. 3, 4 y 6.

¹ Pasivos externos / Pasivos totales.

nancieros no accionarios, desciende sustancialmente durante los años setenta.¹ Es, pues, claro que el fenómeno del creciente endeudamiento de las empresas tiene su contraparte financiera en el acelerado desarrollo de los activos financieros intermediados por los establecimientos de crédito, y en el estancamiento de las acciones como instrumento de movilización de recursos.

Cuadro 2

**GASTOS DE INTERESES Y DIVIDENDOS DE LAS SOCIEDADES
Y CUASISOCIEDADES PRIVADAS NO FINANCIERAS, 1970-1984**
(Millones de pesos)

Año	Intereses	Dividendos	Intereses ÷ Dividendos
1970	3.930	7.099	0,55
1971	5.347	8.022	0,67
1972	6.458	12.270	0,53
1973	8.748	16.770	0,52
1974	10.804	23.084	0,47
1975	17.364	26.803	0,65
1976	22.054	36.196	0,61
1977	27.010	46.564	0,58
1978	35.460	50.096	0,71
1979	44.916	56.029	0,80
1980	69.751	79.051	0,88
1981	104.461	92.362	1,13
1982	140.233	117.463	1,19
1983	163.421	133.756	1,22

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales de Colombia, 1970-1983, Cuadro 25, pp. 128-141.

Corresponde ahora examinar la distribución del endeudamiento entre moneda nacional y moneda extranjera. Desafortunadamente, este ejercicio no se puede efectuar de manera directa, como quiera que los estados financieros que se reportan a la Superintendencia de Sociedades Anónimas no discriminan los dos tipos de endeudamiento. Pero sí es posible y útil comparar el total de la deuda externa privada, del sector no financiero, con el total de cartera en moneda nacional del siste-

¹ Los dos últimos indicadores aparecen respectivamente en Carrizosa (1985) p. 140, y en Carrizosa (1986), pp. 94-96. El indicador sobre intereses y dividendos se obtiene a partir de las cuentas de ingresos y gastos de las empresas en las Cuentas Nacionales de Colombia preparadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística DANE.

Cuadro 3

ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INTERNO EN COLOMBIA
(Millones de pesos)

Año	Endeudamiento privado externo	Sistema Bancario: Colocaciones moneda nacional	(2) + (1)	Corporaciones financieras privadas Colocaciones moneda nacional	(4) ÷ (1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	10.065	12.922	1,28	2.339	0,23
1971	14.030	15.392	1,10	2.823	0,20
1972	16.203	18.125	1,12	3.819	0,24
1973	18.295	23.984	1,31	4.807	0,26
1974	28.922	32.951	1,14	5.813	0,20
1975	35.860	42.593	1,19	8.130	0,23
1976	43.447	54.085	1,24	11.884	0,27
1977	40.313	77.505	1,92	19.009	0,47
1978	48.093	95.413	1,98	25.134	0,52
1979	82.588	110.459	1,34	25.873	0,31
1980	20.782	165.541	1,37	42.184	0,35
1981	177.032	238.620	1,35	58.890	0,33
1982	251.357	286.946	1,14	62.817	0,25
1983	328.626	390.993	1,19	73.474	0,22
1984	415.812	477.206	1,15	79.783	0,19

Fuentes: (1) Banco de la República. (2) Asociación Bancaria de Colombia, "Estadísticas e indicadores de los bancos y corporaciones financieras, 1970-1985", Bogotá, 1985. (4) Igual que (2).

ma bancario y de las corporaciones financieras privadas. Esta comparación se presenta en el Cuadro 3 y no indica ninguna tendencia en el papel relativo de los dos tipos de deuda.² La importancia relativa de la deuda en moneda extranjera disminuye transitoriamente entre 1975 y 1978. De hecho, la deuda externa privada, expresada en dólares, permanece estancada alrededor de U\$S 1.100 millones hasta 1978, año después del cual muestra un vigoroso crecimiento hasta 1982. Luego, la deuda externa expresada en dólares se estanca, y el aumento de su valor en pesos desde 1982 obedece fundamentalmente a la acumulación del costo financiero originado en la devaluación.

Cuadro 4

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO¹ PARA UNA MUESTRA
DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985
(Porcentajes)

	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	33,4	30,7	57,5	58,8	77,0	51,8	43,6	—
Cervecería Unión	20,6	20,5	43,9	58,6	63,2	61,2	59,6	46,5
Proleche	N.D.	18,5	39,2	43,2	51,6	50,3	47,7	55,9
Cía. Colombiana de Tabaco	21,3	55,4	57,2	61,5	69,3	72,5	72,2	71,1
Cía. Molinera de Herrán	17,5	18,9	65,3	53,7	N.D.	—	—	—
Cía. Nacional de Chocolates	44,8	27,6	34,5	38,7	67,0	48,2	42,7	47,9
Industrias Alimenticias Noel	44,8	19,5	62,3	65,9	61,7	61,6	58,4	58,1
La Industria Harinera	25,0	13,7	46,2	61,4	66,4	76,1	73,4	74,9
Manuelita	39,5	20,3	52,1	62,6	81,4	79,3	79,9	78,2
Colcultidos	16,7	32,8	45,5	52,8	77,3	65,8	70,9	66,8
Coltejer	31,3	35,8	58,2	77,4	76,3	73,7	74,0	77,6
Fabricato	24,8	43,7	65,3	69,0	74,6	76,8	75,3	58,1
La Garantía - A. Dishington	21,6	51,7	79,6	68,2	99,0	159,4	234,1	—
Paños Vicuña Santa Fe	43,0	52,5	58,8	79,6	73,0	74,9	74,3	70,4
Sociedad Industrial Alicachín	23,6	36,9	53,3	78,1	92,1	127,7	156,9	—
Tejicóndor	41,2	44,5	57,9	69,5	80,6	84,9	70,2	69,4
Tejidos Única	55,3	59,3	55,9	66,8	67,7	78,3	—	47,1
Cartón de Colombia	N.D.	38,3	56,6	68,0	74,3	66,5	64,8	62,8
Cauchosol	36,8	43,2	61,3	73,0	68,2	—	—	—
Croydon	42,1	58,2	78,3	61,8	69,6	—	95,7	84,6
Cementos Argos	0,4	8,7	9,8	13,7	28,0	27,1	21,8	18,0
Cementos del Valle	20,1	76,8	71,8	70,4	71,1	69,5	70,8	70,9
Cementos Diamante	23,0	33,1	51,2	52,8	62,9	65,0	40,8	36,6
Manufacturas de Cemento	26,7	39,8	64,1	72,6	91,6	74,1	72,2	72,4
Eternit Atlántico	32,9	31,2	47,8	28,9	44,1	49,7	46,7	38,8
Eternit Colombiana	38,7	33,0	50,8	26,3	46,3	52,3	44,6	38,1
Eternit Pacifico	29,1	35,5	53,4	57,9	64,0	51,8	48,6	42,8
Ladrillera La Candelaria	15,0	31,4	51,5	70,9	73,9	72,5	67,6	—
Tubos Moore	13,4	31,1	73,6	74,3	71,9	75,3	83,4	88,3
Vidriera de Colombia	16,7	45,1	84,4	N.D.	N.D.	—	—	—

² Es posible, no obstante, que otros intermediarios no tradicionales, como por ejemplo las Compañías de Financiamiento Comercial hayan suministrado un volumen creciente de fondos. Estos, sin embargo, constituyen todavía una fracción pequeña de todo el mercado.

Acerías Paz del Río	6,1	38,5	53,0	73,7	94,3	73,5	80,6	85,6
Colmotores	N.D.	87,7	84,9	90,1	88,9	—	—	116,8
Distral	N.D.	71,7	81,2	80,2	80,6	76,8	64,1	72,5
Furesa	N.D.	25,8	78,7	71,6	80,5	78,3	82,3	79,5
Icasa	N.D.	81,7	92,9	85,8	88,1	66,3	69,5	72,3
Industrias Metálicas de Palmira	N.D.	23,4	63,5	58,1	70,0	—	—	94,9
Industrias Metalúrgicas Iderna	N.D.	24,1	65,0	65,4	79,8	76,2	67,7	67,2
Muebles Artecto	N.D.	57,0	73,0	88,3	89,1	92,6	97,0	123,3
Avianca	57,2	73,3	81,2	75,0	81,8	89,4	93,5	93,2
Cine Colombia	23,9	24,9	34,9	33,5	48,6	46,8	51,5	56,0
Urbanización David Puyana	23,0	33,3	73,9	68,2	79,1	81,9	83,3	72,7
Hipódromo de Techo	25,0	31,3	39,0	82,5	N.D.	—	—	—
Promedio ²	28,3	39,4	59,7	63,6	72,4	73,3	73,7	68,2

Fuente: Estados Financieros de las Empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas y Cámara de Comercio.

Pasivo Total con terceros

$$^1 \text{ Índice de Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total con terceros}}{\text{Activo Total}} \times 100$$

² Corresponde al Promedio Aritmético.

N.D. Información No Disponible.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Alejandro, "El Endeudamiento Interno y la Reactivación Económica de los Países de América Latina. - El caso de Colombia", en Banco de Bogotá, Boletín de Asuntos Económicos, noviembre-diciembre de 1983. Las cifras correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores

En resumen, entonces, las cifras agregadas muestran, primero, un incremento en los índices globales de endeudamiento empresarial y, segundo, una distribución sin cambios permanentes entre deuda de origen externo y deuda de origen interno. Al parecer la capacidad de intermediación interna de fondos creció aproximadamente en la misma forma que el acceso al endeudamiento en moneda extranjera, al menos durante la década de los años setenta.

Conviene detallar algo más la descripción del endeudamiento de las sociedades no financieras. Para el efecto, se tomó una muestra de sociedades anónimas con el fin de calcular coeficientes de endeudamiento total y según tipo de acreedor, así como índices de liquidez y endeudamiento de corto plazo, indicativos de un cambio en las características globales del endeudamiento. El Cuadro 4 presenta los índices de endeudamiento para las diferentes sociedades de la muestra. El promedio calculado en la última fila confirma la tendencia creciente del endeudamiento, con excepción del último año, cuando desciende de manera no despreciable. Pueden apreciarse casos extremos de endeudamiento superior al activo total, indicativos de patrimonio negativo. El endeudamiento más bajo observado (en 1985) es de 36,6 %, cifra relativamente alta frente a los patrones observados al comienzo del período analizado en el cuadro.

El Cuadro 5 muestra que la participación del pasivo de corto plazo en el pasivo externo total ha permanecido, en promedio, constante a lo

largo del período analizado. El pasivo corriente (de corto plazo) representa una fracción más o menos constante, cercana al 60 %, del endeudamiento total. Sin embargo, como el crecimiento en el endeudamiento total no estuvo acompañado por un aumento similar de los activos líquidos, la relación de activos corrientes a pasivos corrientes descendió de manera significativa. Como se aprecia en el Cuadro 6, este descenso se registró durante los años sesenta y setenta. El índice promedio de liquidez de las sociedades anónimas se estableció alrededor de 1,5. En comparación con los años sesenta, estas sociedades presentan hoy día un mayor riesgo de no poder atender sus obligaciones corrientes oportunamente. No sorprende entonces que, como se analizará más adelante, la cartera vencida de las entidades financieras haya aumentado también de manera significativa.

Cuadro 5

EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN PASIVO CORRIENTE A PASIVO TOTAL CON
TERCEROS PARA UNA MUESTRA DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS
1960-1985
(Porcentaje)

	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	48,9	59,2	45,5	30,3	24,3	29,8	32,0	—
Cerveceria Unión	78,5	83,9	75,3	71,9	66,5	62,9	53,3	60,7
Proleche	N.D.	30,4	71,1	80,3	60,6	73,9	79,9	87,9
Cía. Colombiana de Tabaco	88,2	68,1	53,8	60,9	62,8	61,6	52,9	56,2
Cía. Molinera de Herrán	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Cía. Nacional de Chocolates	66,5	55,1	75,5	57,8	62,2	63,9	45,9	53,7
Industrias Alimenticias Noel	94,5	70,4	71,9	78,7	78,8	70,4	60,0	74,6
La Industria Harinera Manuelita	43,3	6,4	79,3	90,0	89,6	89,7	92,1	91,4
Colcultivos	76,4	67,1	26,9	53,7	25,7	27,5	36,0	36,6
Coltejer	77,7	41,8	63,1	65,0	69,0	61,9	66,9	69,2
Fabricato	57,1	64,5	51,6	50,6	42,7	28,8	31,6	30,1
La Garantía - A. Dishington	74,2	59,9	55,6	52,8	61,5	57,5	60,4	28,2
Paños Vicuña Santa Fe	100,0	42,3	56,0	58,7	61,5	61,3	66,9	—
Sociedad Industrial Alicachín	51,3	71,4	35,7	55,7	54,9	54,9	55,8	62,9
Tejicóndor	71,4	20,9	55,7	56,3	67,8	72,6	75,9	—
Tejidos Única	59,7	77,5	46,4	45,9	34,2	20,9	26,6	26,2
Cartón de Colombia	50,8	67,0	68,5	63,9	74,2	86,5	—	100,0
Cauchosol	N.D.	81,7	63,7	67,4	61,0	62,5	65,4	58,7
Croydon	68,0	15,1	95,7	94,2	91,5	—	—	—
Cementos Argos	74,5	62,9	72,7	69,5	65,0	—	70,2	70,8
Cementos del Valle	42,8	33,7	74,7	68,3	65,0	64,3	63,7	67,6
Cementos Diamante	66,6	N.D.	55,9	53,6	40,3	33,9	28,7	31,2
Manufacturas de Cemento Eternit Atlántico	72,6	79,8	60,6	62,1	60,7	66,9	60,9	53,2
Eternit Colombiana	58,3	20,0	52,7	61,0	33,7	37,5	60,4	57,9
Eternit Pacífico	17,3	48,3	54,8	60,0	69,8	77,0	69,9	60,9
Ladrillera La Candelaria	55,1	43,3	62,9	67,0	59,2	81,1	75,6	64,9
Tubos Moore	47,8	40,8	52,3	61,0	77,9	65,7	55,7	57,3
Vidriera de Colombia	—	43,2	53,7	22,4	31,9	44,0	40,0	—
	57,1	30,5	35,2	30,9	26,1	39,5	34,5	36,7
	50,0	43,3	74,3	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

Acerías Paz del Río	57,5	27,3	42,7	30,2	38,2	38,3	37,9	47,2
Colmotores	N.D.	66,2	74,8	70,3	76,9	—	—	98,0
Distral	N.D.	43,9	38,5	37,9	53,1	62,0	53,7	52,5
Furesa	N.D.	44,3	67,9	21,8	18,5	14,4	18,2	18,6
Icasa	N.D.	69,9	67,5	68,6	68,5	63,9	68,7	67,8
Industrias Metálicas de Palmira	N.D.	47,5	67,6	88,2	82,2	N.D.	N.D.	94,6
Industrias Metalúrgicas Iderna	N.D.	75,3	82,2	79,9	89,1	85,8	73,5	82,5
Muebles Artecto	N.D.	89,5	80,3	76,5	82,1	60,0	69,8	41,9
Avianca	58,5	34,3	22,3	37,6	33,6	64,3	77,2	80,7
Cine Colombia	79,2	56,6	62,8	49,9	44,9	40,4	55,7	62,1
Urbanización David Puyana	16,9	24,0	95,8	95,5	96,8	97,6	95,7	56,1
Hipódromo de Techo	39,2	48,5	81,6	96,9	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Promedio ¹	59,4	51,4	61,6	61,0	59,0	57,7	57,4	59,9

Fuente: Estados Financieros de las Empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas y Cámara de Comercio.

¹ Corresponde al Promedio Aritmético.

N.D. Información No Disponible.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Alejandro, "El Endeudamiento Interno y la Reactivación Económica de los Países de América Latina. - El caso colombiano", en Banco de Bogotá, Boletín de Asuntos Económicos, noviembre-diciembre de 1983. Las cifras correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

2. Distribución del endeudamiento global

En las secciones anteriores se ha analizado el incremento del endeudamiento global del sector empresarial colombiano; en esta sección se estudiará con quién ha sido dicho endeudamiento, en lo atinente al sector real.

El Cuadro 7 resume cómo ha variado la composición del pasivo con terceros (deuda) de las empresas que conforman la muestra presentada en la sección anterior, para el período 1971 a 1985. Entre 1971 y 1978, disminuye el endeudamiento con el gobierno, del 14,6 % al 6,9 % del total, debido en buena parte a sucesivas amnistías tributarias para las empresas que se pusiesen a paz y salvo en sus impuestos. En cambio, se observa un incremento en el pasivo financiero, de 36,1 % a 39,4 %, por razones explicadas en la sección siguiente, y muy especialmente en el pasivo laboral, que asciende de 18,0 % a 23,2 %; este último pasivo está representado básicamente en jubilaciones por cuenta de las empresas, y en cesantías³ acumuladas del personal empleado. Los otros pasi-

³ La cesantía es una presentación establecida por la Ley colombiana, que equivale a un sueldo mensual por cada año trabajado, pagadera al retiro del trabajador, y cuyo valor acumulado se actualiza en función del último salario devengado.

vos permanecen relativamente estables, como sería de esperar dada su característica eminentemente comercial (e.g., crédito de proveedores).

Entre 1978 y 1983 hay una tendencia clara al incremento en el endeudamiento con el sector financiero que pasa del 39,4 % al 43,6 % del total, mientras que el pasivo laboral descende del 23,2 % al 21,3 %, ⁴ el oficial (gobierno) del 6,9 % al 5,3 % y el comercial (otros) disminuye ligeramente también. La crisis financiera de 1982 a 1983 se refleja en una dramática disminución relativa del endeudamiento financiero, de 43,6 % en 1983 a 37,3 % en 1984, con lo que se aumenta la participación de las deudas laborales y comerciales; el sistema financiero tuvo dificultades para sostener el ritmo de crecimiento de nuevos créditos

Cuadro 6

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE LIQUIDEZ ¹ PARA UNA MUESTRA
DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985

	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	3,1	1,2	1,3	3,0	2,9	2,3	2,2	—
Cervecería Unión	2,0	1,9	0,8	1,1	1,6	1,9	1,9	1,9
Proleche	N.D.	2,9	1,2	1,1	1,9	1,3	1,3	1,1
Cía. Colombiana de Tabaco	2,5	1,7	1,2	1,6	1,8	1,3	1,3	1,4
Cía. Molinera de Herrán	9,7	6,5	2,0	1,8	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Cía. Nacional de Chocolates	2,4	3,0	1,9	2,0	1,6	1,7	2,5	2,1
Industrias Alimenticias Noel	1,4	1,4	1,4	1,4	1,9	1,4	1,8	1,7
La Industria Harinera	6,2	3,8	1,8	1,4	1,9	1,2	1,1	1,1
Manuelita	1,8	4,3	1,7	1,3	1,9	1,4	1,2	1,3
Colcultidos	2,7	2,4	2,5	1,8	1,4	1,6	1,9	1,6
Coltejer	2,4	1,8	2,1	1,4	1,2	1,3	1,4	1,4
Fabricato	2,1	1,5	1,6	1,8	1,1	1,1	1,3	3,2
La Garantía - A. Dishington	3,3	2,2	1,6	1,9	0,9	0,4	0,2	N.D.
Paños Vicuña Santa Fe	3,1	2,2	3,2	2,6	1,8	1,7	1,7	1,5
Sociedad Industrial Alicachín	4,3	9,2	4,1	1,7	1,5	1,0	0,9	N.D.
Tejicóndor	1,8	1,9	1,7	1,8	1,8	3,2	2,9	3,2
Tejidos Única	1,8	2,0	1,3	1,5	1,0	0,8	N.D.	1,9
Cartón de Colombia	N.D.	1,3	1,6	1,3	1,3	1,2	1,2	1,8
Cauchosol	2,5	3,3	1,4	1,3	1,4	N.D.	N.D.	N.D.
Croydon	2,2	1,0	1,4	1,6	1,6	N.D.	1,1	1,4
Cementos Argos	20,0	1,9	0,9	1,1	0,8	0,9	1,4	1,1
Cementos del Valle	2,8	7,1	1,2	1,3	1,9	1,9	2,5	2,5
Cementos Diamante	1,4	2,3	2,0	1,0	0,7	0,7	0,9	0,9
Manufacturas de Cemento Eternit Atlántico	2,1	2,9	1,6	1,6	2,6	2,4	1,1	1,2
Eternit Colombiana	10,0	4,0	2,6	2,7	2,3	1,5	1,7	2,4
Eternit Pacífico	3,0	2,3	1,9	2,2	2,5	1,3	1,9	2,4
Ladrillera La Candelaria	5,0	3,5	2,8	2,2	1,6	1,6	2,1	2,3
Tubos Moore	—	0,7	1,6	1,8	1,2	0,6	1,0	N.D.
Vidriera de Colombia	2,0	1,5	1,2	2,9	2,9	1,9	1,5	1,2
	6,5	2,6	1,0	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

⁴ Debido a que el Instituto de Seguros Sociales comienza a asumir una proporción creciente de las jubilaciones.

Acerías Paz del Río	8,2	3,0	2,3	1,9	1,1	0,9	0,9	0,6
Colmotores	N.D.	1,4	1,2	1,2	1,1	N.D.	N.D.	0,5
Distral	N.D.	2,0	2,4	2,1	2,0	1,8	2,0	1,9
Furesa	N.D.	N.D.	1,1	3,7	2,6	3,7	2,7	2,9
Icasa	N.D.	N.D.	1,5	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3
Industrias Metálicas de Palmira	N.D.	N.D.	1,7	1,6	1,4	—	—	0,3
Industrias Metalúrgicas Iderna	N.D.	2,2	1,3	1,4	1,1	1,1	1,7	1,5
Muebles Arctecto	N.D.	1,5	1,5	1,4	1,1	1,5	1,1	1,2
Avianca	1,4	1,0	2,6	1,5	1,7	0,9	0,7	0,6
Cine Colombia	0,9	2,3	1,0	1,8	1,3	1,6	0,9	0,8
Urbanización David Puyana	15,3	2,3	2,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,9
Hipódromo de Techo	0,8	1,8	1,8	1,2	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Promedio ²	4,1	2,6	1,8	1,7	1,5	1,5	1,5	1,8

Fuente: Estados Financieros de las Empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas y Cámara de Comercio.

Activo Corriente

$$^1 \text{ Índice de Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

² Corresponde al Promedio Aritmético.

N.D. Información No Disponible.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Alejandro, "El Endeudamiento Interno y la Reactivación Económica de los Países de América Latina. - El caso colombiano", en Banco de Bogotá, Boletín de Asuntos Económicos, noviembre-diciembre de 1983. Las cifras correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

al sector real en ese año, especialmente por el cierre de líneas de crédito por parte de corresponsales extranjeros.

En 1985 se observa un regreso a cifras similares a las de 1982, con el pasivo financiero representando el 41,9 % del total.

3. El endeudamiento del sector financiero

La década de los años setenta presenció unas reformas financieras importantes, que se tradujeron en la creación de nuevos intermediarios (corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y sociedades fiduciarias) y en la elevación de las tasas reales de captación de las entidades financieras, al eliminarse en 1972-1974 los topes legales que las mantenían a niveles negativos en términos reales.

Como resultado, los cuasidíneros (cuentas de ahorro, depósitos a término) ganaron importancia rápidamente, como lo muestra el Cuadro 8. Las tendencias son claras. Entre 1970 y 1985, M1 desciende ininterrumpidamente, de representar el 86,3 % de la oferta monetaria ampliada (M2) a sólo el 39,8 % en 1985, lo que significó entre otras cosas que la composición de recursos del sistema financiero variara radicalmente entre los gratuitos (las cuentas corrientes no se remuneran en

Cuadro 7

COMPOSICIÓN PROMEDIO DEL PASIVO CON TERCEROS DE UNA MUESTRA DE EMPRESAS DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA 1971-1985

(Porcentaje)

Año	Financiero	Laboral	Gobierno	Otros ¹	Total
1971	36,1	18,0	14,6	31,3	100
1978	39,4	23,2	6,9	30,5	100
1980	40,0	22,7	6,6	30,7	100
1982	41,3	21,3	6,7	30,7	100
1983	43,6	21,3	5,3	29,8	100
1984	37,3	25,3	5,0	32,4	100
1985	41,9	22,1	5,9	30,1	100

Fuente: Para 1971, 1978, 1980 y 1982, A. Figueroa, *Op. cit.*

Para 1983, 1984 y 1985, cálculos de los autores.

¹ Incluye deudas comerciales y extrabancarias.

Colombia) y los pagados en favor de estos últimos, aumentando así su vulnerabilidad a problemas de liquidez por deterioros en su cartera.

Similarmente, se observa que la disponibilidad relativa de crédito en la economía se incrementó apreciablemente, al pasar la relación de M2/PIB de 18,9 % en 1970 a 34,1 % en 1985. El sector financiero se encontró, entonces, con tres hechos fundamentales: un mayor volumen relativo de recursos que colocar, un mayor costo promedio de sus recursos al aumentar la proporción de los pagados a las cuentas corrientes, y una fuerte alza de las tasas de interés pagadas y cobradas.

Cuadro 8

RELACIÓN DE M2 CON EL PIB Y CON M1, 1970-1985

(Porcentaje)

	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1985
M1/M2	86,3	83,7	69,5	62,7	57,2	50,0	43,8	41,7	39,8
M2/PIB	18,9	18,8	20,6	23,8	25,9	27,1	29,8	32,6	34,1

Fuente: M1 y M2 = Banco de la República.

PIB = DANE.

M1: Efectivo más cuentas corrientes.

M2: M1 más cuasidineros (oferta monetaria ampliada).

Cuadro 9

ENDEUDAMIENTO DE LOS BANCOS COMERCIALES, 1970-1985
(millones de pesos y porcentajes)

	<i>Pasivos Totales</i>	<i>Recursos de Crédito Externo</i>	<i>Patrimonio</i>	<i>Pasivos Externos terceros</i>	<i>Pasivos Externos terceros</i>	<i>Recursos de Crédito Interno</i>	<i>Recursos de Crédito Interno</i>	
				(1) - (3)	<u>Pasivos Total</u>	(4) - (2)	<u>Pasivos</u>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(%)	(6)	Externos	
							(%)	
							(7)	
1970	Junio	21.365	n.d.	2.870	18.496	86,6	n.d.	n.d.
	Diciembre	22.996	n.d.	3.302	19.694	85,6	n.d.	n.d.
1971	Junio	25.348	7.022	3.632	21.716	85,7	14.694	67,7
	Diciembre	25.533	7.071	3.860	21.673	84,9	14.602	67,4
1972	Junio	29.544	8.901	4.243	25.301	85,6	16.400	64,8
	Diciembre	31.684	9.011	4.561	27.123	85,6	18.112	66,8
1973	Junio	38.029	10.090	4.992	33.162	87,2	23.072	69,6
	Diciembre	44.568	10.114	5.367	39.201	88,0	29.087	74,2
1974	Junio	50.523	12.537	6.072	44.451	88,0	31.914	71,8
	Diciembre	58.363	20.191	6.740	51.623	88,4	31.432	60,9
1975	Junio	66.466	21.341	7.429	59.037	88,8	37.696	63,9
	Diciembre	73.992	22.228	8.485	65.507	88,5	43.279	66,1
1976	Junio	86.925	24.610	9.964	76.961	88,5	52.351	68,0
	Diciembre	99.008	27.169	11.115	87.893	88,8	60.724	69,1
1977	Junio	127.021	24.199	12.780	114.241	89,9	90.042	78,8
	Diciembre	138.151	27.483	14.073	124.078	89,8	96.595	77,8
1978	Junio	170.212	29.735	16.193	154.019	90,5	124.284	80,7
	Diciembre	178.181	29.725	19.566	158.615	89,0	128.890	81,2
1979	Junio	251.047	31.092	22.005	229.042	91,2	197.950	86,4
	Diciembre	252.376	49.412	25.714	226.662	89,8	177.250	78,2
1980	Junio	300.178	57.967	29.771	270.407	90,1	212.440	78,6
	Diciembre	362.281	73.579	35.697	326.584	90,1	253.005	77,5
1981	Junio	409.873	79.590	40.187	369.686	90,2	290.096	78,5
	Diciembre	491.634	91.026	47.227	444.407	90,4	353.381	79,5
2982	Junio	558.496	108.783	51.181	507.315	90,8	398.532	78,6
	Diciembre	594.176	118.438	60.292	533.884	89,8	415.446	77,8
1983	Junio	685.682	161.181	61.466	624.216	91,0	463.035	74,2
	Diciembre	758.026	167.331	68.872	689.354	90,9	522.023	75,7
1984	Junio	837.968	195.579	71.039	766.929	91,5	571.350	74,5
	Diciembre	909.494	206.824	71.563	837.931	92,1	631.107	75,3
1985	Junio	1.018.559	232.355	75.996	942.563	92,5	710.208	75,3
	Diciembre	1.182.232						

Fuente: (1): Revista del Banco de la República, Cuadro 3.1.2, 1970-1985.

(2): Cálculos con base en datos de Asociación Bancaria de Colombia, Estadísticas e Indicadores de Bancos y Corporaciones Financieras, 1970-1985; Cuadro 5, p. 22.

(3): Igual que (2) pero con base en datos del Cuadro 4, p.

La mayor disponibilidad de recursos internos cambió también las proporciones del endeudamiento del sector financiero entre interno y externo. Los únicos intermediarios colombianos autorizados para endeudarse en moneda extranjera son los bancos comerciales y las corporaciones financieras (bancos de inversión).⁵

Dado que el endeudamiento global (o pasivo con terceros) de los intermediarios financieros es regulado por la ley en Colombia, no es de extrañar [Cuadro 9, columna (5)] que la relación de endeudamiento de los bancos comerciales haya mostrado un aumento pequeño, pero sostenido, en el período 1970-1985, al pasar de 86,6 % a 92,5 % (meses de junio).

La participación de los recursos internos en el endeudamiento total de los bancos tuvo un comportamiento cíclico [Cuadro 9, columna (7)], dependiendo de la mayor o menor apertura al crédito externo determinada por el gobierno mediante el control de cambios que rige en Colombia desde 1967 en forma continua. Entre 1975 y 1979 hay un fuerte aumento en la participación de los recursos nacionales, de 60,9 % a 86,4 %, al coincidir la expansión del ahorro financiero nacional atrás descrita con una bonanza cafetera que llevó a frenar el acceso al crédito externo. Entre 1979 y 1983 hay una tendencia a la baja, a 74,2 %, en el peso relativo de los recursos internos, por una mayor flexibilidad del gobierno frente al endeudamiento externo, que es cancelada por la crisis internacional de 1982-1983, a partir de la cual la renuencia de la banca extranjera a aumentar su exposición en el Tercer Mundo ha mantenido el coeficiente en 75 %, aproximadamente, en el caso de los bancos comerciales.

Otra manera de visualizar la creciente dependencia del sistema bancario de los recursos internos pagados, se presenta en el Cuadro 10. Ahí se comprueba de otra manera la creciente dependencia de los bancos comerciales de recursos pagados, con efectos que se iban a manifestar en la crisis de los años ochenta.

Las corporaciones financieras muestran una evolución similar a la de los bancos comerciales en lo referente a su nivel global de endeudamiento, que se eleva de 77,8% en 1970 a 88,3% en 1985, en forma constante (Cuadro 11, columna [5]). La composición de este endeudamiento, sin embargo, se mantiene relativamente estable hasta 1978; entre 1970 y 1978, los recursos internos representaron un 85,9 % del endeudamiento total de las corporaciones; posteriormente, esta proporción ha seguido descendiendo, hasta llegar a 61,5% en 1985. Las corporaciones financieras han venido perdiendo capacidad para captar ahorro interno, y han pasado a depender cada vez más de recursos externos canalizados a través del Banco de la República para financiar importaciones de equipos. Esta dependencia tendría serias consecuencias para ellas al

⁵ Dado que, como se aprecia en la sección anterior, la distribución de la deuda empresarial entre obligaciones en moneda nacional y obligaciones en moneda extranjera no presenta cambios permanentes, se colige que las empresas han acudido cada vez más a endeudamiento directo.

acelerarse la devaluación iniciada a finales de 1984, como parte del programa de ajuste convenido con el FMI.

Al depender para su endeudamiento en un 100% de recursos pagados, las corporaciones están en la misma situación de los demás intermediarios no bancarios; las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Por tanto, la crisis del sector real iba a afectar seriamente la liquidez y, eventualmente, la solvencia de varias de ellas, como se analizará en la sección III.

Cuadro 10

RELACION DE RECURSOS INTERNOS PAGADOS¹ A ACTIVOS PRODUCTIVOS DEL SISTEMA BANCARIO² 1970-1984

<i>Año</i>	<i>Porcentajes</i>
1970	25.5
1971	30.6
1972	31.4
1973	32.2
1974	39.7
1975	47.3
1976	49.3
1977	54.0
1978	60.7
1979	60.2
1980	60.0
1981	63.6
1982	74.0
1983	70.8
1984	76.2

Fuente: Carrizosa, M. "Las Tasas de Interés y el Ahorro Financiero en Colombia", 1985, pp. 110-111.

¹ Depósitos de Ahorro, Certificados de Depósito a Término y Recursos del Banco de la República.

² Préstamos, descuentos, deudores varios e inversiones.

Cuadro 11

ENDEUDAMIENTO DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS, 1970-1985
(millones de pesos y porcentajes)

	<i>Pasivos Totales</i>	<i>Recursos de Crédito Externo</i>	<i>Patri- monio</i>	<i>Pasivos Externos (1) - (3)</i>	<i>Pasivos Externos Total (%)</i>	<i>Recursos de Crédito Interno (4) - (2)</i>	<i>Recursos Internos Pasivos Externos (6) / (4) (%)</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970	8.891	813	1.975	6.916	77.8	6.103	88.2
1971	11.241	1.271	2.323	8.918	79.3	7.647	85.7
1972	14.052	1.352	2.533	11.519	82.0	10.167	88.2
1973	15.899	1.694	3.173	12.726	80.0	11.032	86.7
1974	19.353	2.221	3.681	15.672	81.0	13.451	85.8
1975	24.481	2.731	4.415	20.066	82.0	17.335	86.4
1976	31.908	2.965	5.220	26.688	83.6	23.723	88.9
1977	44.997	4.218	6.080	38.917	86.5	34.699	89.1
1978	57.619	6.878	8.938	48.681	84.5	41.803	85.9
1979	70.039	9.774	10.696	59.343	84.7	49.569	83.3
1980	105.536	18.678	13.463	92.073	87.2	73.395	79.7
1981	142.919	25.561	16.711	126.208	88.3	100.647	79.7
1982	182.537	37.056	27.952 ¹	154.585	84.7	117.529	76.0
1983	220.846	44.790	31.686	189.160	85.6	144.370	76.5
1984	265.391	75.189	35.593	229.798	86.6	154.609	67.5
1985	385.261	130.985	45.094	340.167	88.3	209.182	61.5

Fuente: (1): 1970 - 1977 Informe del Gerente, anexo estadístico, pp. 80 y 64.
1978 - 1985 Revista Banco de la República.

(2): 1970 - 1977 Informe del Gerente, anexo estadístico.
1978 - 1985 Informes anuales del Gerente a la Junta Directiva.

(3): 1970 - 1971 *Ibid.* (1), Patrimonio = Capital pagado + Reserva legal + Reservas eventuales + Utilidades ejercicio.
1972 - 1977 Patrimonio = Capital pagado + Reserva legal + Reservas eventuales.
1978 - 1985 Revista e Informes del Gerente.

¹ El aumento se explica por el aporte del gobierno a la Financiera Eléctrica Nacional.

II. FACTORES QUE EXPLICAN EL ENDEUDAMIENTO INTERNO

Corresponde ahora proponer una interpretación de las tendencias del endeudamiento identificadas en la sección anterior y examinar las consecuencias sobre el sector productivo. Con este objetivo en mente, se presentan a continuación las consideraciones fundamentales que rigen la elección entre deuda y capitalización, y la composición de la deuda según su origen sea interno o externo. Luego se utiliza este modelo para analizar el posible comportamiento de la demanda y la oferta de crédito interno. La sección concluye identificando los efectos del crecido endeudamiento sobre el sector productivo, incorporando el papel que ahí jugó el incremento de las tasas de interés a finales de los años setenta y la recesión del primer quinquenio de la década de los ochenta.

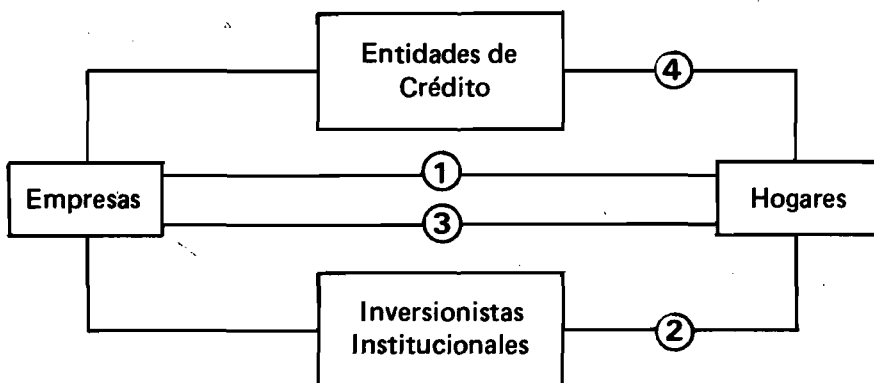
1. *Determinación de la Estructura de Financiación del Capital*

El aspecto más extensamente analizado en la literatura sobre estructura financiera de las empresas es la distinción entre capital propio y endeudamiento. La esencia de esta distinción radica en los derechos de propiedad que le corresponden a cada forma de financiación. El valor y el rendimiento del capital propio dependen expresamente del desempeño de la empresa. En contraste, las condiciones que rigen el valor y el rendimiento de la deuda son principalmente función de la oferta y demanda en el mercado de crédito, y son relativamente independientes de la suerte que registre la empresa. El nexo existente entre las condiciones financieras de la deuda y la empresa deudora es una prima de riesgo, que consigna la expectativa de insolvencia para atender obligaciones con terceros. Pero, de todas maneras, resulta significativo que las condiciones pactadas de rendimiento y valor del principal de la deuda son relativamente independientes de los resultados que arroje la empresa, los cuales afectan más bien el valor de los dividendos o el precio de la acción. Es decir, el interés que una empresa debe pagar o el principal que debe amortizar no disminuyen si los resultados de la empresa se deterioran, aspecto que le imprime inflexibilidad al manejo financiero.

Las dos grandes opciones citadas de estructura de los pasivos de las sociedades reflejan en el fondo las maneras alternativas como los hogares pueden financiar el capital empresarial. Este punto se ilustra en el Diagrama I. La cartera o portafolio financiero de los hogares puede consistir alternativamente de acciones o de bonos. A su vez, estos bonos o acciones pueden ser directamente emitidos a los hogares por las empresas, o, alternativamente, pueden estar titulados a favor de intermediarios financieros e inversionistas institucionales. Esquemáticamente, entonces, se tienen cuatro vías principales de financiación. En la primera, los hogares mantienen acciones de sociedades anónimas; en la segunda, mantienen títulos de inversionistas institucionales, quienes a su vez invierten en acciones de sociedades; en la tercera, los hogares son titulares de deuda de las empresas; y en la cuarta, los hogares son titulares de bonos y depósitos en entidades financieras, las cuales prestan directamente a las empresas. Hay, por supuesto, otros canales de financiación del capital que no aparecen en el Diagrama (e.g., los inversionistas institucionales pueden adquirir bonos en lugar de acciones). Pero los citados son los más importantes para fines del análisis del presente estudio.

Al interior de la deuda o la propiedad empresarial hay otras distinciones que conviene señalar. Existen diferentes tipos de acciones (comunes o preferenciales, por ejemplo), diferentes tipos de accionistas (personas naturales, personas jurídicas privadas, entidades del sector público), diferentes tipos de deuda (interna o externa, de largo o corto plazo) y diferentes tipos de deudor. Este estudio enfoca fundamentalmente la deuda interna de las empresas. Para fines analíticos, conviene

Diagrama I
ALTERNATIVAS PRINCIPALES
DE FINANCIACION DEL CAPITAL



desarrollar el análisis teórico de dos etapas, preguntándose primero por los determinantes del endeudamiento global de las empresas, y luego por la distribución de este endeudamiento entre deuda externa y deuda interna.

a) *Emisión de acciones vs. Endeudamiento*

El enfoque convencional para analizar la estructura de los pasivos de una empresa, según se trate de patrimonio o endeudamiento invoca la conocida teoría del costo del capital. Este enfoque analiza los determinantes del costo de capital de las dos opciones de financiación, con el fin de establecer el incentivo relativo a hacer uso de cada una. El concepto del costo del capital permite responder a la pregunta de cuánto le cuestan a una empresa los recursos de deuda y cuánto los recursos provenientes de emisión de acciones. El análisis más elemental a esta pregunta señala a la tasa de interés como la variable fundamental, pero esta respuesta simplifica indebidamente un problema que presenta muchas complicaciones, cuando se incorporan los efectos de la tributación, la inflación y la repartición de utilidades.

Para evaluar el papel que juegan las variables anteriores, conviene presentar primero un ejemplo elemental y práctico que da origen al concepto del costo de capital. Para el efecto, se toma el caso de un empresario que debe decidir si le conviene adquirir una maquinaria para incrementar su capacidad de producción. Al suponer que no hay inflación ni impuestos, que nuestro empresario se reparte a sí mismo todas sus utilidades, que no tiene posibilidad de colocar acciones en el mercado y que su capital físico no se deprecia, se concluye que el costo de capital es sencillamente la tasa de interés en el mercado de crédito. Este costo indica el mínimo adicional que debe producir la nueva maquinaria para que se justifique la operación de endeudamiento que permite ampliar el nivel de operación. Si la maquinaria no produce este mínimo, más le vale a nuestro empresario mantener su nivel actual de producción o buscar una línea de actividad más rentable.

Cuando se incorporan al análisis los efectos de la tributación (personal y de sociedades), y de la inflación, el cálculo del costo de capital para la emisión de acciones (X_a) es:

$$X_a = \frac{r - q + q c}{f} \quad (1)$$

donde r es la tasa de interés nominal, q es la tasa de inflación, c es la tarifa de impuesto sobre ganancias de capital, y

$$f = (1 - t) [1 - (pu + (1 - p) c)] \quad (2)$$

donde t es la tarifa de impuesto a la sociedad, u es la tarifa de impuesto a las personas naturales, y p es la proporción repartida de las

utilidades. De otra parte, el costo de capital financiado por endeudamiento es: ⁶

$$X_d = \frac{r - q}{1 - u} + q \left(\frac{1}{1 - u} - \frac{1}{1 - t} \right) \quad (3)$$

Se esperaría que en el margen las dos alternativas de financiación presenten el mismo costo. No es claro, sin embargo, cuál es la variable (o el conjunto de variables) que se ajusta para igualar estos costos, cuando varían los parámetros tributarios o la tasa de inflación. En el modelo expuesto, las posibilidades se limitan a la tasa de descuento o la proporción de utilidades repartidas. Para dar un ejemplo, un aumento de la tarifa a las sociedades eleva X_a y disminuye X_d . Suponiendo repartición total de utilidades (e.i., $p = 1$), el efecto de un aumento en r sería mayor sobre X_a que sobre X_d , de tal suerte que la igualación de los dos requeriría una disminución de r . Sobre este punto, sin embargo, no es indispensable profundizar para los efectos del presente estudio. Basta señalar que, retomando el ejemplo, el aumento en t estimularía el endeudamiento, y ésta sería la implicación que correspondería cotejar de las cifras presentadas en la sección anterior.

Conviene señalar los efectos esperados de cambios en la tasa de interés, en el ritmo de inflación, y en las tasas de tributación. Para facilitar la presentación, se supone, como más adelante, que las sociedades reparten la totalidad de las utilidades. También se simplifica el análisis suponiendo además que las ganancias de capital originadas en la inflación no tributan. Bajo estos supuestos, un aumento de la tasa de interés, permaneciendo constante el ritmo de inflación, elevaría el costo de emitir acciones más que el costo del endeudamiento. La razón es que parte de este aumento es deducible como costo, en el caso del endeudamiento, en tanto que no puede deducirse cuando la remuneración al capital se paga en calidad de dividendos. Visto de otra forma, las utilidades tributan doblemente en tanto que los intereses tributan solo una vez, de tal suerte que el efecto de un aumento en la tasa de interés real eleva más el costo de la emisión de acciones.

En segundo término, el efecto de un aumento de la inflación, manteniendo constante la tasa de interés real (e.i., $r - q$), depende de los valores asumidos por las tarifas de tributación sobre las sociedades y las personas. Si la tarifa de la sociedad es superior a la tarifa de las personas, se reduce el costo del endeudamiento. Lo contrario ocurre si la tarifa de las personas es superior a la de la sociedad. El aumento en la tasa de inflación, bajo los supuestos señalados, no tiene efecto sobre el costo de capital por emisión de acciones, en la medida en que,

⁶ Véase Auerbach, Allan, "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXI (3), setiembre 1983, pp. 905-940. En esta fórmula se supone que todos los intereses sean deducibles en tanto que los intereses no lo son.

como se supuso, las ganancias de capital originadas en la inflación no están efectivamente gravadas.

Un aumento en la tributación de las sociedades eleva menos el costo del endeudamiento puesto que también genera en este caso una deducción a la sociedad. En cambio, la mayor tributación acentúa aún más el doble gravamen de las utilidades repartidas como dividendos. De otra parte, un aumento en la tarifa personal de tributación eleva más el costo del endeudamiento puesto que grava, al nivel personal, el componente inflacionario de los intereses. La validez de esta última conclusión depende, por supuesto, de que los intereses realmente tributen a nivel personal. Este supuesto es discutible en el caso colombiano donde la evasión tributaria sobre los ingresos por intereses parece ser mayor que la evasión sobre los ingresos por dividendos.

b) *Endeudamiento interno vs. Endeudamiento externo*

La discusión anterior enfocó la distribución de los pasivos empresariales entre endeudamiento y capitalización. Implícitamente se supusieron alternativas homogéneas de endeudamiento. Sin embargo, uno de los propósitos centrales del presente estudio es precisamente examinar el comportamiento del endeudamiento interno. Para el caso de la economía colombiana, la distribución entre endeudamiento interno y externo corresponde virtualmente a la distinción entre endeudamiento en moneda nacional y deuda en moneda extranjera, si bien existen algunas operaciones de crédito en moneda nacional con recursos externos, en donde el riesgo cambiario es asumido por el Banco de la República.

Ahora bien, en un mercado crediticio sin restricciones artificiales o institucionales de precios (e.i., tasa de interés) o cantidades, con proyecciones totalmente ciertas del movimiento del tipo de cambio e igual tratamiento tributario, un empresario sería indiferente entre deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera. La tasa de interés en moneda nacional sería igual a la suma de la tasa de interés externa y la devaluación perfectamente anticipada. Sin embargo, sólo basta que la devaluación no se anticipe con certidumbre para que no resulte equivalente para una empresa endeudarse en uno u otro tipo de deuda. En el caso de una empresa con un producto cuyo precio no tenga ajuste cambiario, existe un riesgo mayor de pérdida por endeudamiento externo que en el caso de una empresa con un producto comercializable internacionalmente. De otra parte, pueden existir restricciones importantes que pesan sobre el acceso a los diferentes tipos de crédito. Este aspecto es de la mayor importancia en el caso colombiano. En algunas épocas, factores institucionales han determinado el acceso al crédito en moneda nacional. En otras la política cambiaria o la política crediticia de las entidades internacionales de crédito ha limitado la utilización de recursos externos. Conviene pues, repasar tanto el régimen de devaluación en Colombia como las diferentes políticas que de alguna forma u otra han restringido el mercado durante las últimas dos décadas.

Como bien se sabe, Colombia practica el sistema de devaluación gradual (*Crawling Peg*) desde 1967. El ritmo de devaluación se ajusta según la escasez o abundancia de divisas. Así, hasta 1975, la devaluación, en términos reales, fue relativamente acelerada y buscó aumentar la oferta de divisas, a partir del agudo deterioro cambiario registrado a mediados de los años sesenta. Durante el segundo quinquenio de los años setenta, la devaluación real fue lenta (de hecho, negativa), como quiera que el café y otros productos (incluidos los estupefacientes) generaron una abundante oferta de moneda extranjera. Finalmente, desde 1983, se viene devaluando de manera acelerada, como resultado de la crisis cambiaria ocurrida en ese año. El año de devaluación más agudo dentro de este último proceso fue 1985, con un alza del 50% en el tipo de cambio, sin precedentes en la historia del régimen gradual. Este episodio estaba muy probablemente anticipado por las empresas de tiempo atrás, si bien existía incertidumbre sobre el momento preciso en el cual se llevaría a cabo.

Un segundo aspecto se refiere a las restricciones de tipo institucional. Aquéllas de origen interno corresponden a la política monetaria generalmente preocupada por el impacto monetario resultante de las divisas provenientes del crédito externo. Éste fue el caso durante el segundo quinquenio de los años setenta, cuando puede suponerse que el bajo ritmo de devaluación estimuló la demanda por crédito en moneda extranjera, pero resultó limitado por las restricciones introducidas por la Junta Monetaria. En los años ochenta, las restricciones se originaron más bien en las entidades de crédito externo, las cuales intentaron disminuir sensiblemente su expansión crediticia en el área latinoamericana en general. Colombia resultó afectada por este cambio de percepción del riesgo, si bien resultó mejor librada que algunos otros países de la región.

Finalmente, conviene señalar una asimetría importante en el tratamiento tributario del costo de la deuda externa vis à vis el tratamiento del costo de la deuda interna. Hasta el año 1978, el reajuste cambiario de la deuda externa incurrida para capital de trabajo no es aceptado como deducción. En contraste, los intereses sobre crédito en moneda nacional siempre son deducibles en su totalidad. Ello crea una asimetría en la determinación del costo de la deuda, según ésta se denomine en moneda extranjera o en moneda nacional.

2. *Estímulos a la demanda por crédito*

En base a las ecuaciones (1) y (3) puede calcularse la evolución del costo teórico del capital para sociedades anónimas en Colombia, financiado por endeudamiento y emisión de acciones. Este cálculo fue efectuado en Carrizosa (1986) y sus resultados, para el caso de la distribución total de utilidades de una sociedad anónima, se presenta en el Cuadro 12. Ahí puede apreciarse que el costo de capital por emisión de acciones ha sido en general superior al costo del endeudamiento.

Cuadro 12

**COSTO TEÓRICO DEL CAPITAL EN COLOMBIA PARA UNA
SOCIEDAD ANÓNIMA SEGÚN LA RENTA DEL ACCIONISTA**
Suponiendo distribución total de utilidades
(Porcentajes)

Año	Emisión Acciones			Deuda		
	§ Millones de Renta del Accionista ¹			§ Millones de Renta del Accionista		
	1.0 (1)	2.5 (2)	10.0 (3)	1.0 (4)	2.5 (5)	10.0 (6)
1953 A	4.18	4.18	4.18	1.40	1.98	3.08
1953 D	5.02	5.41	6.48	-0.31	0.77	3.77
1960 A	5.40	6.20	7.03	-0.21	2.40	4.69
1960 D	5.60	6.44	8.06	-1.17	1.00	5.16
1967 A	10.48	12.83	14.09	3.28	7.51	9.78
1967 D	10.88	13.22	14.57	4.00	8.22	10.65
1974 A	9.16	9.61	11.06	5.86	8.07	15.18
1974 D	8.93 (20.83)	11.79 (27.52)	14.20 (33.14)	-0.60	12.58	23.67
1982	28.25	32.68	37.88	17.66	26.96	37.88
1983 D	16.67	18.71	19.58	3.82	10.94	13.41
1985	16.67	18.70	19.58	4.59	11.18	14.54

Fuente: Carrizosa (1986), p. 75.

Los porcentajes entre paréntesis suponen una tributación de 20% sobre ganancias de capital.

A: Antes de la reforma.

D: Después de la reforma.

¹ Pesos constantes de 1985.

Corresponde analizar las razones que explican esta permanente discrepancia.

Antes de 1953 no existía doble tributación de las utilidades en Colombia. Los accionistas de las sociedades anónimas no tributaban sobre los dividendos que recibían, en tanto que las sociedades anónimas sí tributaban sobre sus utilidades de acuerdo a una tarifa creciente. De otra parte, las sociedades de responsabilidad limitada no tributaban, al tiempo que sus socios sí pagaban impuestos de renta sobre las participaciones que les correspondían en estas sociedades. Tanto las sociedades anónimas como las personas naturales eran además sujetos gravables del impuesto sobre los excesos de utilidades y otras sobretasas que hacían parte de la tributación a la renta.

Pese a la ausencia de la doble tributación antes de la reforma de 1953, el costo de la deuda era inferior al de las acciones. Ello se explica por la presencia de inflación, fenómeno que aumenta la ventaja tributaria de la deuda, cuando los intereses son deducibles en su totalidad, y por el bajo nivel nominal de éstos hasta 1974. Con la reforma de 1953, la conveniencia relativa del endeudamiento aumentó de manera significativa, como quiera que esta reforma, además de introducir la doble tributación, también elevó las tarifas tributarias de la sociedad anónima en mayor medida que las tarifas de las personas naturales. La introducción de la doble tributación disminuyó la ventaja tributaria de los dividendos; el mayor aumento de las tarifas a la sociedad elevó el efecto que sobre los impuestos de la sociedad tiene la deducibilidad de los intereses.

Entre 1953 (después de la reforma) y 1960 (antes de la reforma tributaria de ese año) la inflación aumentó las tarifas tributarias que se aplicaban a cada nivel de renta real de personas naturales y de sociedades. Un aumento en la tarifa de las sociedades eleva la ventaja relativa del endeudamiento: un aumento de la tarifa a las personas naturales disminuye esta ventaja, puesto que este aumento recae sobre la totalidad de los intereses, en tanto que no afecta la porción de las utilidades que ya tributó en cabeza de la sociedad anónima. El efecto neto de estas fuerzas disminuyó la ventaja relativa del endeudamiento para rentas altas de personas naturales, puesto que el efecto de la inflación sobre las tarifas en rentas bajas fue poco significativo.

La reforma tributaria de 1960 bajó las tarifas de personas naturales (excepto en rentas altas) y aumentó las de sociedades, de tal suerte que nuevamente aumentó la ventaja relativa del endeudamiento. El efecto positivo de la inflación acumulada sobre las tarifas reales aplicables a las personas naturales disminuyó esta ventaja entre 1960 y 1967, lo mismo que los aumentos en estas tarifas que fueron promulgadas en 1967. Entre 1967 y 1974, la inflación y las tasas de interés aumentaron, y la inflación acumulada elevó nuevamente las tarifas tributarias aplicables a cada nivel de renta real de las personas naturales. Este último efecto disminuyó nuevamente la ventaja del endeudamiento, si bien el mayor aumento de la inflación respecto del registrado en las tasas de interés compensó parcialmente el impacto de la mayor tributación personal sobre el costo del endeudamiento. La reforma tributaria de 1974 elevó tarifas aplicables a rentas medianas y altas disminuyendo aún más la ventaja del endeudamiento, excepto para rentas bajas; este efecto hubiese sido mayor si al mismo tiempo no se hubiese dictado un aumento de las tarifas sobre las utilidades empresariales. Entre 1974 y 1982, el efecto de la inflación acumulada sobre las tarifas personales disminuyó de nuevo la ventaja tributaria del endeudamiento, pero el aumento en las tasas de interés tuvo un impacto mayor sobre el costo de capital por emisión de acciones puesto que la alternativa de deuda permite deducir los intereses. En neto se mantuvo la ventaja del endeudamiento. La reforma de 1983 alivió la doble

tributación de los dividendos y la tributación personal de los intereses, con un resultado neto favorable al endeudamiento.

Las cifras del Cuadro 12 muestran que, en general, el costo teórico de la emisión de acciones se ha mantenido por encima del costo teórico de la deuda. Si a ello se añade que la tributación personal de los intereses se evade más fácilmente que la tributación personal de los dividendos, la superioridad de la deuda sobre las acciones resulta todavía mayor. Esta superioridad es uno de los factores fundamentales que explica por qué las sociedades en Colombia buscaron endeudarse en la forma como se describió en la sección anterior.

Otro aspecto menos comentado del problema es el papel que juega el endeudamiento como mecanismo para cerrar las sociedades, y aislarlas del control de los ahorradores pequeños. Este mecanismo es estimulado por los aumentos en las tarifas tributarias ya que a través de sociedades cerradas, se facilita la evasión.

Si bien la información sobre la distribución de la deuda empresarial entre moneda legal y moneda extranjera es muy limitada, las cifras del Cuadro 3 sugieren que esta distribución no presenta cambios de carácter permanente. El análisis de la elección entre las dos modalidades de deuda debe consultar tanto los cambios en el grado de riesgo cambiario como el acceso a los dos tipos de recurso. Además, la devaluación *ex post* afecta el costo efectivo de la deuda externa, aspecto que se refleja en los cambios del endeudamiento observado. El Cuadro 2 mostró cómo la importancia relativa del endeudamiento externo privado disminuyó entre 1975 y 1978. Ello obedeció principalmente a dos factores. En primer término, el menor ritmo de devaluación del período disminuyó el crecimiento del valor en pesos de la deuda externa vigente. En segundo término, pese a que este menor ritmo de devaluación elevó la demanda por crédito externo, la política financiera limitó el acceso a estos recursos, como instrumento para detener la acumulación de reservas internacionales, fenómeno que estaba amenazando la estabilidad monetaria.

El otro período interesante de analizar es 1982-1985. Las cifras disponibles indican que la deuda en dólares se estancó y luego cayó. A ello contribuyó tanto el mayor riesgo percibido de devaluación abrupta, como el progresivo endurecimiento de los mercados de crédito externo hacia Latinoamérica. Sin embargo, el valor en pesos de esta deuda creció más rápido que la deuda contraída en moneda legal debido al acelerado ritmo de devaluación. No es mucho más lo que puede decirse a partir de las cifras agregadas disponibles. Parece claro, no obstante, que la distribución de la deuda entre moneda extranjera y moneda legal es muy sensible a las disposiciones de política financiera, al ritmo efectivo de devaluación, y al acceso que brindan las entidades de crédito externo. Por lo demás, no deja de sorprender que, en promedio, la importancia relativa de los recursos externos no se haya modificado en forma permanente.

3. Aspectos institucionales de la oferta de crédito por el sector productivo

Las reformas financieras de la primera década de los años setenta incrementaron grandemente la captación de ahorro financiero y el número y clase de entidades dedicadas a la intermediación. Se presenció una explosión en la actividad financiera y proliferaron toda clase de empresas, unas vigiladas por la Superintendencia Bancaria y otras sin ninguna clase de controles, dedicadas a atraer ahorros personales ofreciendo altas tasas reales de interés; éstas, como se ha indicado, "no son una novedad en Colombia",⁷ ya que con anterioridad a los años setenta ya existían altas tasas reales en el mercado libre de dinero. La novedad consistió en permitir, inicialmente a las corporaciones de ahorro y vivienda en 1972 y posteriormente a todo el sistema financiero, pagar tasas reales de interés *positivas* por el ahorro financiero. Como resultado, como ya se vio en el Cuadro 9, la relación de M2 al PIB aumentó espectacularmente, prácticamente doblándose en el curso de los últimos quince años.

El gran aumento en la captación de los intermediarios financieros de recursos del ahorro tuvo una serie de consecuencias importantes:

a) Al no existir en el país un mercado de acciones integrado por grandes inversionistas institucionales capaces de apreciar el impacto de los asuntos patrimoniales o de rentabilidad en el valor intrínseco de las acciones, el precio de éstas pasa a depender de la capacidad de la sociedad anónima de pagar al ahorrador pequeño o mediano un dividendo competitivo con las tasas de interés ofrecidas por los intermediarios financieros.

Al elevarse después de 1972 las tasas de interés reales ofrecidas al ahorrador por las entidades financieras, el impacto sobre las acciones fue demoledor: "En 1965 les correspondía el 59 % del valor de las transacciones en la Bolsa de Bogotá; en 1970 la participación todavía estaba en 57 %; en 1975, 24 %; en 1980, 14 %, y en 1982, 5,5 %".⁸

Las sociedades anónimas trataron de defenderse aumentando la proporción repartida de sus utilidades netas, que pasó de 64,4 % en 1970 a 77,3 % en 1982 para la muestra estudiada. "A pesar de ello, y como era de esperar, los dividendos no pudieron darle por sí solos una rentabilidad competitiva a las acciones. Por ello, el índice de cotización de acciones deflactado por el de precios implícitos del PIB muestra un deterioro secular a partir del establecimiento de la doble tributación en los años cincuenta."⁹

A partir de 1970, el proceso de depreciación del valor real de las acciones se agudiza hasta 1975, cuando se estabiliza en una proporción entre 23 % y 33 % del que existía en 1970, como reflejo de los nuevos

⁷ M. Carrizosa, *op. cit.*, p. 5.

⁸ A. Figueroa, *op. cit.*, p. 6.

⁹ A. Figueroa, *op. cit.*, p. 6.

niveles de tasas de interés pagados por el sistema de valor constante desde 1972, y por el sistema financiero en su conjunto a partir de 1974

La depreciación real de las acciones llevó su precio de bolsa a situarse muy por debajo de su valor intrínseco, lo que atrajo el interés de grupos empresariales que vieron aquí una buena oportunidad para adquirir las grandes sociedades anónimas abiertas del país a un bajo costo, aprovechando que las acciones de tales sociedades se hallaban en manos de un amplio número de pequeños y medianos inversionistas, interesados únicamente en los dividendos, cada vez menos competitivos con los intereses ofrecidos por el sector financiero.

Colombia vivió a partir de los años setenta un intenso proceso de concentración de la propiedad de sus principales sociedades anónimas.

Muchas de las tomas de sociedades que se realizaron en este período fueron hechas por conglomerados industrial-financieros con base en recursos tomados del público a altas tasas reales de interés. Se suponía que la toma iba a permitir obtener un nivel de utilidades mayor que el simple dividendo, al concentrar en el grupo toda una serie de beneficios tales como los seguros, depósitos, etcétera..., lo que, unido con utilidades ocasionales por la venta de activos fijos de las empresas tomadas, permitiría al grupo pagar los intereses de los ahorristas y hacer una buena ganancia en el proceso.

En conclusión, lo estrecho e inadecuado del mercado nacional de acciones hizo que el valor real de éstas se resintiera por medidas tales como la doble tributación y la liberación de las tasas de interés, lo que a su vez estimuló operaciones especulativas de alto riesgo con base en ahorro del público.

El gobierno, preocupado por las implicaciones de todo este proceso, creó en 1979 la Comisión Nacional de Valores con el fin de regular las adquisiciones de las sociedades en bolsa y la oferta pública de valores en general, pero era tarde puesto que ya había culminado una gigantesca concentración de activos bajo el control de unos cuantos conglomerados, cuyo nivel consolidado de endeudamiento, vía la conocida piramidación, era muy elevado. Tales conglomerados, lo mismo que las empresas independientes que comenzaron la década del ochenta con altos niveles de endeudamiento, probaron ser incapaces de resistir la desaceleración que ha venido sufriendo la economía a partir de dicho año, como se verá después.

b) La abundancia de recursos y de intermediarios financieros creó una fuerte competencia por prestar a los clientes más "atractivos", o sea aquellos capaces de mostrar "contablemente" márgenes de rentabilidad operacional suficientes como para poder pagar los altos niveles de intereses cobrados por los intermediarios. Muchos de éstos carecían de redes bancarias extensas que les facilitasen distribuir ampliamente sus créditos entre consumidores, pequeñas y medianas empresas o geográficamente, y como resultado se presenció una concentración de créditos en las empresas del sector real más dinámicas y atractivas. Como los activos fijos de éstas se encontraban hipotecados a las entidades que habían servido de intermediarias para su adquisición (bancos o corpo-

raciones), los nuevos créditos les fueron acumulados generalmente sin garantías reales, lo que iba a tener un efecto devastador en el futuro, como se verá más adelante.

El problema de mostrar niveles de endeudamiento demasiado altos en los balances de las empresas productivas fue solucionado por contadores ingeniosos mediante el mecanismo de los reavalúos "comerciales" de los activos fijos, de tal manera que al incorporarse al patrimonio como superávit de valorización, rebajaban considerablemente el endeudamiento aparente de las sociedades. Este método, también utilizado por las entidades financieras, como se verá después, demostró sus peligros cuando hubo que recibir posteriormente muchos de tales activos en dación de pago, y se comprobó lo irreal de los avalúos "comerciales".

Más grave aún, la competencia entre los intermediarios por colocar rápidamente y al por mayor sus abundantes recursos costosos les llevó a aceptar la práctica del "rollover" permanente de los créditos de corto plazo, de manera tal que en el estudio de las solicitudes de crédito sólo se consideraba la capacidad del cliente de pagar los intereses mas no la de amortizar el principal. Cuando la economía se desaceleró, al culminar el ciclo cafetero de 1979, y los bancos comenzaron a notar dificultades en sus clientes para pagar los intereses oportunamente, comprobaron con alarma que menos posible aún les sería amortizar el principal, y que el alto endeudamiento hacía que los propietarios de las empresas deudoras tuviesen poco interés en rescatarlas con aumentos de capital. En otras palabras, que al concentrar sus créditos en un número relativamente pequeño de empresas, el sector financiero iba a terminar como dueño de ellas cuando la destorcida cafetera afectase los niveles de rentabilidad del sector real en los años ochenta.

c) La proliferación de intermediarios y el número de oficinas de éstos terminó imposibilitando un control efectivo de sus actividades por la Superintendencia Bancaria. Esta entidad había sido creada en 1923 con el fin de practicar un auditaje amplio, detallado y frecuente en un número relativamente pequeño (20) de bancos y compañías de seguros. Con el correr de los años se le fueron acumulando toda clase de funciones de vigilancia para entidades tan disímiles como las urbanizadoras y los corredores de bolsa.

A mediados de los años setenta, la Superintendencia vigilaba más de 300 entidades, con 2.500 oficinas. Sin embargo, sus mecanismos de visita, análisis y control seguían siendo los de 1930, pese a la creciente sistematización de las entidades financieras. Como resultado, la Superintendencia no pudo controlar los abusos, autopréstamos y robos que una serie de empresarios inescrupulosos cometieron con el ahorro del público, fuera de los que ocurrieron en empresas no vigiladas por la Superintendencia y que también se dedicaron a captar del público masiva e irresponsablemente, a altísimas tasas reales de interés, del orden del 20 % y más. Ello llevó a que el gobierno estableciera en 1982, por decreto, el delito de la captación masiva y habitual de ahorro del público por entidades no autorizadas especialmente para ello, pero ya era tarde, y a la Superintendencia le ha correspondido en estos años inter-

venir y administrar en liquidación 32 entidades financieras, tarea para la cual tampoco estaba preparada. Sólo ahora ha abocado el gobierno la reforma profunda de la Superintendencia, que incluye disminuir el número de entidades vigiladas y los informes requeridos, una sistematización total del manejo de la información y un programa de capacitación y remuneración más adecuada de su personal, hoy en su mayoría joven y de alta rotación. No cabe duda de que buena parte de los problemas del sector financiero (e.i., la laxitud en los préstamos, los auto-préstamos ilegales, los robos, ...) se hubieran podido evitar si la Superintendencia Bancaria se hubiese modernizado hace diez años.

d) Así como no existieron controles adecuados sobre las entidades financieras, tampoco había en el país una reglamentación clara y completa de cómo llevar la contabilidad de las empresas del sector productivo; existían grandes vacíos en la interpretación de las regulaciones contables en temas tan críticos como el tratamiento de los efectos de la inflación sobre los balances y estados de pérdidas y ganancias, como la presentación de las cuentas de orden, etcétera..., que dejaban un margen de interpretación muy grande a los contadores y revisores fiscales; esto llevó a que empresarios inescrupulosos buscaran y sobornaran contadores y revisores de "manga ancha" cuando no abiertamente tramposos, como lo pudieron comprobar los acreedores cuando les tocó revisar la realidad de los estados financieros de sus deudores morosos, lo que culminó en no pocas demandas penales.

La insuficiencia administrativa de la Superintendencia de Sociedades, encargada de la vigilancia y control de las sociedades anónimas y de las limitadas más grandes, fue, junto con lo inadecuado de las normas contables, otro factor crítico en los engaños que tuvo la banca al prestar con base en estados financieros amañados. Igual que en el caso de la Bancaria, la Superintendencia de Sociedades no se ha tecnificado ni ha capacitado su muy mal pagado personal suficientemente para enfrentar el enorme aumento en el número y complejidad de las empresas bajo su vigilancia; ello explica en buena parte la desconfianza de los inversionistas sobre la realidad de los patrimonios declarados por las sociedades y sobre lo genuino de las valorizaciones como un elemento para determinar el valor de las acciones, en adición a los dividendos repartidos.

Recientemente el gobierno expidió el decreto 2.160, de este año, sobre normas de contabilidad, con el fin de corregir los vacíos más obvios de este campo, aunque sin darle soluciones de fondo al espinoso problema del tratamiento contable de la inflación.

4. *Consecuencias sobre el sector productivo*

Una de las inquietudes interesantes que suscita el aumento observado y analizado del endeudamiento se refiere a sus relaciones con el desempeño del sector productivo. El aspecto que corresponde examinar es el efecto del endeudamiento sobre el riesgo de insolvencia de las empresas. Un alto nivel de endeudamiento incrementa el riesgo de insolven-

cia que puede resultar de una recesión o de un aumento en las tasas de interés. Puede suponerse que la frecuencia observada de insolvencia está inversamente relacionada con la participación de las utilidades en las rentas de capital, para la economía en general. Cuanto más baja sea esta participación, mayor es el número probable de casos insolventes. En el Cuadro 13 [columna (1)] se presenta el valor de la citada

Cuadro 13

DISTRIBUCIÓN DE LAS RENTAS DE CAPITAL, TASA DE INTERÉS REAL Y PIB RELATIVO, 1970-1983
(Porcentaje)

Año	<i>Dividendos y participaciones/ Renta de la propiedad (empresas privadas)</i> (1)	<i>Tasa de interés real</i> (2)	<i>Desviación del PIB respecto de tendencia poblacional</i> (3)
1970	60,0	2,5	(5,5)
1971	57,1	5,2	(4,3)
1972	63,3	2,3	(1,4)
1973	63,9	(1,1)	1,0
1974	66,7	0,4	2,8
1975	59,6	0,2	1,2
1976	61,1	3,1	2,0
1977	62,4	1,7	2,2
1978	57,7	3,8	6,7
1979	54,6	8,4	8,2
1980	52,7	9,6	8,6
1981	46,5	12,4	7,2
1982	45,1	13,0	4,5
1983	44,5	8,8	1,8

Fuente: (1): DANE, Cuentas Nacionales de Colombia: Cuenta de Ingresos y Gastos de las Empresas Privadas no Financieras.

(2): Carrizosa (1985), p. 96.

(3): Regresión del logaritmo del PIB en función de la población.

participación desde 1970 hasta 1983. La segunda columna del cuadro muestra el estimativo de la tasa de interés real. La tercera columna indica la relación entre el valor observado y la tendencia de largo plazo del Producto Interno Bruto. Durante el período analizado hubo dos lapsos de actividad económica vigorosa (1970-1974 y 1976-1980), una recesión breve en 1975 y otra prolongada de 1981 en adelante. Esta última es el caso interesante de analizar. Las cifras de la primera columna son indicativas tanto del elevado endeudamiento alcanzado como del

impacto de la recesión económica y de las altas tasas de interés sobre las utilidades después de 1980. Para muchas empresas la recesión se tradujo en pérdidas que las inhabilitó para responder por sus acreencias con el sistema financiero. La coincidencia de aguda recesión, altas tasas de interés reales y elevado endeudamiento, configuró el escenario propicio para que parte del sector productivo no pudiese permanecer solvente y trasladara sus pérdidas a las entidades de crédito, haciéndoles efectivo el riesgo que asumieron al prestar sin la debida prudencia y con el respaldo por omisión de una Superintendencia Bancaria inhabilitada para evaluar la relación de capital a activos de riesgo en dichas entidades.

En contraste, puede afirmarse que los índices relativamente bajos de endeudamiento registrados en décadas anteriores les permitieron a las empresas absorber los golpes recesivos con menores traumatismos financieros. La economía colombiana ha registrado recesiones profundas anteriormente (e.g., 1967) y, sin embargo, nunca antes se habían advertido efectos tan extendidos y generalizados de insolvencia. Nunca los índices de cartera bancaria vencida o de dudoso recaudo habían mantenido niveles tan altos desde 1950. Esto se analiza en la sección siguiente.

Desde otro punto de vista, puede preguntarse si el fenómeno de la insolvencia financiera presenta a su vez efectos de retroalimentación (*feedback*) sobre el sector productivo. Una empresa que no puede pagar sus obligaciones bancarias, y "se va a la quiebra", deja de producir, a pesar de que su *operación* puede continuar siendo rentable, pero no es institucionalmente viable, dado el conflicto de derechos de propiedad que la quiebra protocoliza. En una empresa bien capitalizada, el resultado bien podría ser diferente, puesto que las pérdidas se internalizan en los accionistas, para quienes la disminución en el valor de la acción puede ser transitoria si se trata de una empresa viable en el largo plazo. Es muy difícil establecer cuántas empresas hoy insolventes en Colombia habrían podido continuar funcionando de haber contado con una base más sólida de capital, pero que se convirtieron en chatarra o bienes raíces cesantes y en reclamo prendario, a la espera del desarrollo de todo el trámite legal e institucional que conlleva el proceso de bancarrota.

III. PAPEL DEL ENDEUDAMIENTO EMPRESARIAL EN LAS DIFICULTADES DEL SECTOR FINANCIERO DURANTE LOS AÑOS OCHENTA

1. *Evolución de la cartera de las entidades financieras*

En secciones anteriores se ha visto cómo de la conjunción de una demanda ilimitada por crédito de parte del sector real, y un gran aumento de las disponibilidades de recursos en manos del sector financiero a raíz de las reformas de 1972-1974, el nivel de endeudamiento de las principa-

les empresas no financieras del país llegó a niveles muy elevados a comienzos de los años ochenta.

Se ha visto también que los márgenes de utilidad de las empresas del sector productivo comenzaron a mostrar una caída como consecuencia del menor ritmo de crecimiento, lo que significó que su capacidad para pagar las altas tasas de interés real prevaletientes en el país no se pudo conservar. Las empresas sobre-endeudadas comenzaron entonces a atrasarse en el pago de sus intereses, lo que inicialmente fue resuelto por las entidades financieras con una refinanciación continua del principal e intereses, aumentando aún más los niveles de endeudamiento de los clientes. Esto se explica por la necesidad de no dejar vencida la cartera, evitando el tener que llevar esas deudas a dudoso recaudo, lo que según las normas legales colombianas implica que contra las deudas no amparadas con garantías reales hay que crear unas provisiones para protección de cartera equivalentes al 100% del valor de éstas, más sus intereses causados y no percibidos. Lo mismo debe hacerse sobre aquella parte de las deudas de dudoso recaudo que no esté plenamente amparada por una garantía real (hipotecas, prendas, etc...).

Atrás se explicó cómo, en el caso de muchas empresas sobre-endeudadas, las entidades financieras les habían concedido grandes montos de crédito sin garantías reales, ya que éstas generalmente estaban comprometidas con los acreedores que financiaran la construcción o importación de los activos fijos. De allí la reacción inicial del sector financiero ante la crisis del sector real, que puede resumirse en taparse los ojos y refinanciar, con la esperanza de una recuperación de la economía. Ésta no se produjo, y en su lugar los empresarios acosados seguían pidiendo más crédito para pagar sus intereses, para no hablar del rollover permanente del principal.

Eventualmente los bancos tuvieron que enfrentar el problema de una vez por todas, dejando vencidas las obligaciones, para coaccionar así a los empresarios a buscar alternativas de recapitalización con el castigo de los intereses de mora y las amenazas de ejecución.

En el Cuadro 14 se observa cómo en junio de 1980 la cartera vencida de los bancos comerciales cruza por primera vez el límite del 7%, sin que ello se refleje inicialmente en la cartera de dudoso recaudo. Esa señal de alarma no bastó, sin embargo, dada la realidad de la economía, y desde ese año la cartera vencida en los bancos aumentó continuamente hasta 1983; en ese año, el problema se había convertido ya en una acumulación de cartera de dudoso recaudo, como lo indica su rápido incremento a partir de 1982, llegando a un tope del 18.7% en junio de 1985.

Razón fundamental para que los problemas se trasladaran al dudoso recaudo, y, por tanto, al estado de pérdidas y ganancias del sector financiero en virtud de las provisiones obligatorias en ese caso, fue la explosión de concordatos en el sector productivo.

En efecto, cuando la banca presionó a los empresarios sobre endeudados, negándoles la refinanciación de intereses y el rollover del principal, éstos se negaron a capitalizar sus sociedades, dado el peso enorme

de la deuda y las incertidumbres sobre el desarrollo de la economía, y prefirieron recurrir a la fórmula del concordato preventivo para protegerse de las entidades financieras y de los otros acreedores.

Cuadro 14

**PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA VENCIDA Y DE LA DE DUDOSO
RECAUDO EN LA CARTERA TOTAL
(Porcentaje)**

Año		Bancos Financieras		Corporaciones Financieras		Compañías de Financiamiento Comercial		Corporaciones de Ahorro y Vivienda	
		C.V.	D.R.	C.V.	D.R.	C.V.	D.R.	C.V.	D.R.
1970	Junio	n.d.	3.1		n.d.				
	Diciembre	n.d.	2.6		n.d.				
1971	Junio	6.6 ¹	2.6		n.d.				
	Diciembre	6.2 ¹	2.5		n.d.				
1972	Junio	5.3 ¹	2.7		n.d.				
	Diciembre	5.3 ¹	2.9		n.d.				
1973	Junio	5.4 ¹	3.1	1.9	n.d.				
	Diciembre	4.6 ¹	3.5	1.6 ¹	6.5				
1974	Junio	4.6 ¹	3.5	1.6	n.d.				
	Diciembre	6.0 ¹	3.0	2.3	5.9				
1975	Junio	5.4 ¹	4.0	2.5	5.6			4.9 ²	0.1
	Diciembre	4.8 ¹	4.1	n.d.	6.1			5.1 ²	0.2
1976	Junio	4.9 ¹	5.8	3.8	6.1			9.4 ²	0.4
	Diciembre	4.5 ¹	4.0	2.3	5.6			10.6 ²	0.8
1977	Junio	5.0 ¹	4.8	2.3	5.6			8.4 ²	0.6
	Diciembre	4.5 ¹	4.1	2.4	4.0		0.1	11.6 ²	1.3
1978	Junio	5.2 ¹	4.2	3.0	3.7		n.d.	11.5 ²	2.8
	Diciembre	4.3	4.2	2.3	3.6		0.4	5.3 ²	2.3
1979	Junio	6.1 ¹	3.5	5.1	4.2		n.d.	6.1	2.2
	Diciembre	5.2 ¹	4.5	4.7	5.6		0.9	7.8	2.9
1980	Junio	7.1	3.7	5.5	6.5		n.d.	8.0	2.3
	Diciembre	6.2	3.2	3.8	4.8		1.3	7.2	2.3
1981	Junio	8.1	3.8	4.1	5.6	9.8	1.1	8.8	1.8
	Diciembre	7.6	3.7	n.d.	4.1	7.8	1.4	n.d.	1.4
1982	Junio	10.1	5.0	5.4	4.7	8.2	1.4	10.4	1.4
	Diciembre	11.5	7.5	6.6	7.3	10.0	5.0	9.5	1.8
1983	Junio	13.1	8.8	7.5	8.2	13.4	13.8	8.5	1.6
	Diciembre	11.4	7.5	10.0	14.4	9.7	15.7	6.6	1.6
1984	Junio	12.2	10.0	5.4	14.2	n.d.	n.d.	8.5	2.4
	Diciembre	9.5	15.2	7.4	14.2	n.d.	n.d.	5.8	2.5
1985	Junio	12.2	18.7	5.4	14.6	n.d.	n.d.	8.5	3.4
	Diciembre	6.9	16.8	5.2	21.4	n.d.	n.d.	4.9	3.6

Fuente: Superintendencia Bancaria.

¹ Se refiere al sistema bancario, no incluye Caja Agraria ni BCH.

² Se refiere a los préstamos vencidos / Total préstamos y descuentos C.A.V. Superintendencia Bancaria.

n.d.: No disponible.

La ley colombiana establece que una vez que se ha solicitado por la empresa un concordato preventivo con sus acreedores, éstos no pueden embargarla ni hacer efectivas sus garantías reales mientras que no se tome una decisión sobre el futuro de la empresa por una mayoría que represente no menos del 70% del valor de las acreencias. Estas últimas tienen que ser previamente aceptadas por la empresa, o, en caso de conflicto, homologadas por un juez.

Mientras avanza todo este proceso, los dueños conservan el control y dirección de la empresa. En muchos casos, ellos mismos complican los trámites (disputando la validez de las deudas, por ejemplo) de tal manera que pueden pasar años sin poder reunir una asamblea concordataria de acreedores capaz de tomar decisiones sobre el futuro de la empresa: liquidarla o administrarla directamente los propios acreedores.

En algunos casos, el tiempo ganado por los empresarios es aprovechado para saquearla por dentro, dejando luego a los acreedores un cascarón lleno de pasivos.

La práctica generalizada del concordato ha tenido enormes efectos sobre el sector financiero, ya que, según normas de la Superintendencia Bancaria, tan pronto una empresa solicita el concordato, las deudas, *vencidas o no*, pasan a dudoso recaudo, con el agravante de que, aun en el caso de las obligaciones amparadas por garantías reales, hay que constituir una provisión del 50% del valor de los intereses causados y no cobrados.

De allí que, a partir de 1983, el incremento de la cartera de dudoso recaudo de los bancos es más acelerado que el de la cartera vencida.

Fenómenos similares a los descritos para la banca ocurrieron a las Corporaciones Financieras, a partir de 1979, cuando su cartera vencida comienza a incrementarse hasta llegar a un tope de 10% del total en diciembre de 1983, cuando comienza de nuevo a descender (ver Cuadro 14). Tal como ocurre con los bancos, la cartera de dudoso recaudo cruza la línea del 7% por primera vez en diciembre de 1982, cuando la Superintendencia Bancaria comenzó a exigir una mayor severidad en el tratamiento de la cartera vencida; tras un período de estabilización en 14%, la cartera de las corporaciones en dudoso recaudo aumenta a 21,4 % por razón de nuevos y cuantiosos concordatos que, como antes se explicó, afectan directamente este rubro, aun sin estar las obligaciones vencidas.

Es importante resaltar que las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, merced a su régimen especializado que sólo les permite colocar en préstamos hipotecarios de primer grado, no tuvieron los problemas de los demás intermediarios financieros, como se nota en el Cuadro 14, y que su cartera de dudoso recaudo sólo comienza a afectarse a partir de 1984, cuando las políticas de ajuste de corte recesivo golpean la capacidad de pago de los asalariados para atender el servicio de los préstamos de vivienda, problema que ha venido agravándose.

Las Compañías de Financiamiento Comercial, que en muchos casos concentraron sus créditos de manera similar a la banca, y sin garantías reales en la mayoría de ellos, dado lo corto de los plazos a que usualmente colocan, vivieron problemas muy similares a los de la banca comercial, como lo muestra el fuerte aumento de la cartera de dudoso recaudo a partir de diciembre de 1982. Sus dificultades se han visto agravadas porque, a diferencia de los otros intermediarios financieros, carecen de cupos directos de liquidez en el Banco de la República, lo

que tiende a convertir sus problemas de este tipo en crisis de solvencia que llevan a intervenciones y liquidaciones.

Cuadro 15

**MARGEN FINANCIERO BRUTO DE BANCOS
Y CORPORACIONES FINANCIERAS PRIVADAS CON RELACIÓN
A ACTIVOS PRODUCTIVOS, 1970-1985**

(Junio de cada año en porcentaje)

<i>Año</i>	<i>Bancos</i>	<i>Corporaciones financieras</i>
1970	7.8	3.8
1971	6.9	3.8
1972	6.7	3.7
1973	8.9	3.7
1974	7.0	3.9
1975	7.1	4.6
1976	6.9	4.8
1977	6.6	3.5
1978	6.3	3.2
1979	6.9	2.9
1980	8.2	4.9
1981	7.5	6.1
1982	6.6	7.6
1983	6.2	6.2
1984	3.8	1.8
1985	3.0	-1.2

Fuente: Asociación Bancaria de Colombia, estadísticas e indicadores de los bancos y corporaciones financieras, 1970-1985, pp. 26 y 44.

2. *Evolución de la rentabilidad de las entidades financieras*

Los problemas contables que se han descrito antes sobre el tratamiento de los activos fijos por efectos de la inflación, hacen que el concepto de patrimonio de las sociedades colombianas sea una base precaria para hacer cálculos de rentabilidad; por ello, hemos preferido trabajar con el concepto de margen financiero bruto como proporción de los activos productivos, con lo cual se excluyen del denominador los activos improductivos de toda clase, como las daciones de pago y las inversiones en activos fijos. Esta relación está diseñada para mostrar cómo el deterioro de la cartera de las entidades financieras, que las obligó a crear provisiones para intereses y principal de sus acreencias en dudoso recaudo, fue minando la rentabilidad en forma progresiva. En el Cua-

dro 14 se aprecia cómo, en el caso de los bancos comerciales, el margen bruto de rentabilidad de las colocaciones comenzó a bajar en 1980 de un nivel muy alto de 8.2% hasta el 3% en 1985.

Las Corporaciones Financieras, con más garantías reales en el total de su cartera por lo largo de los plazos a que colocan buena parte de sus recursos, tardaron más en ver su rentabilidad afectada, pero la racha de quiebras y concordatos de 1983 en adelante finalmente tuvo un impacto aún más dramático sobre ellas; para 1984 el margen de rentabilidad era de 1.8%, y en 1985 se había vuelto negativo, de -1.2%. Su mayor endeudamiento relativo en moneda extranjera fue grave cuando se aceleró la devaluación real desde 1984.

La caída de los márgenes financieros no fue más que el reflejo contable en los estados de pérdidas y ganancias de la crisis de la cartera generada por la incapacidad del sector real de pagar sus deudas, como antes se explicó; el resultado fue la eventual iliquidez de muchas entidades financieras, complicada con pánicos de ahorradores al revelarse malos manejos o diversos tipos de préstamos ilegales en varias de ellas, que llevó desde mediados de 1982 a intervenciones masivas por parte del gobierno, y a crear un régimen jurídico especial que permitía nacionalizar una empresa financiera con celeridad y reduciendo prácticamente a cero el valor de los aportes de los anteriores dueños. Por este procedimiento el gobierno adquirió el control de las empresas financieras del Grupo Grancolombiano, el más grande del país, y de una serie de bancos, corporaciones financieras, etc., todo lo cual ha significado que el estado controla en la actualidad más del 70% de los activos bancarios.

Las dificultades de otros bancos obligaron al gobierno a crear Fondos de Capitalización en el Banco de la República, a través de los cuales se ha emitido una cantidad importante de dinero para subsidiar la capitalización del sector financiero, pero complicando el manejo de los medios de pago y con resultados regresivos sobre una distribución del ingreso de por sí altamente desigual.

Hay que añadir que, si bien las nacionalizaciones y la entrega en fiducia al Estado de algunas entidades financieras importantes las salvó de la quiebra y con ello se impidió que miles de ahorradores perdieran sus depósitos ante la insuficiencia de los activos de tales entidades para responder por sus pasivos, ello ha tenido un costo alto para la Nación. En otros casos, la Superintendencia Bancaria simplemente ordenó la liquidación de las entidades financieras insolventes, como atrás se explicó; pero al no estar preparada para manejar las 32 entidades que le correspondió administrar, la Superintendencia ha tenido graves dificultades para controlar eficientemente a sus propios liquidadores, y se han cometido ilícitos en perjuicio de los ahorradores. Hay que advertir que en Colombia no existe un seguro de depósitos, y que, cuando una entidad financiera entra en problemas, las únicas alternativas siguen siendo su intervención o estatización. El año pasado entró en funcionamiento el Fondo Nacional de Garantías de las Instituciones Financieras, que tiene por objeto resolver los problemas de solvencia de éstas antes de que se vuelva inevitable su liquidación o nacionalización;

en la práctica, se ha tenido que continuar con el proceso de estatización de la intermediación financiera, dada la crítica situación del sector, vía aportes de capital masivos del Fondo, con recursos del Banco de la República y con los ahorros del Fondo Nacional del Café.

Aunque el Fondo de Garantías tiene facultades para crear un sistema de garantías a los depósitos, hasta ahora no lo ha hecho por la magnitud de los problemas existentes y la incertidumbre sobre la real situación de muchos intermediarios.

3. *Descapitalización y concentración*

Las pérdidas de las entidades financieras deben cargarse contablemente contra el capital pagado y las reservas que tengan constituidas. No es de extrañar, entonces, la radical variación sufrida por la estructura del patrimonio de los bancos del país (ver Cuadro 16). En 1970, el capital pagado representó el 57.7% del patrimonio de la banca, la reserva legal el 33%, las reservas eventuales el 3%, el superávit por valorizaciones el 6.1% y el de ajuste de cambios 0.02%. En otras palabras, cerca del 94% del patrimonio bancario en 1970 se originaba en aportes en efectivo o en utilidades retenidas, mientras que sólo un 6% provenía de valorizaciones contables de activos fijos o en moneda extranjera.

Para 1985, las proporciones se habían alterado radicalmente, como consecuencia de la caída de la rentabilidad de las acciones que se explicó en secciones anteriores; el gobierno autorizó en 1978 que el superávit por valorización de activos se incluyese dentro del patrimonio a efectos de cumplir con las relaciones legales de endeudamiento, con lo cual se repitió en el sector financiero el fenómeno contable que ya hemos descrito en el productivo. Los accionistas lógicamente buscaron hacer uso de este mecanismo antes que aportar dineros frescos, cuya rentabilidad era mayor en títulos de renta fija después de 1972, tal como se vio atrás. Como consecuencia, en 1985 el capital pagado y las reservas constituyeron menos del 40% del patrimonio bancario, contra 61% de las valorizaciones, cuyo significado real es muy incierto.

Lo impresionante del caso es que, aun con estos mecanismos contables, las pérdidas rebajaron el valor real del patrimonio bancario, de un tope de 4.706 millones de pesos de 1970 en 1983, a 3.864 millones en 1985. Aun en el año tope de 1983, el incremento con relación a 1970 es de sólo 46% (2.95% anual compuesto) en términos reales sobre un periodo de 13 años, en el cual se ha visto que M2 aumentó vertiginosamente con relación al PIB.

Pero no sólo hubo una descapitalización real de los bancos a partir de 1983, sino que culminó en ese periodo un proceso de concentración accionaria que, según anotamos, comienza a observarse en todas las grandes sociedades anónimas del país en la década de los setenta.

Una muestra de cuatro grandes bancos privados y dos compañías de seguros (ver Cuadro 17 sobre concentración) deja ver que en todos ellos aumentó el índice de concentración de las acciones entre 1974 y 1983; en todos menos en un banco disminuyó el número de accionistas, ya que

Cuadro 16

PATRIMONIO DEL SISTEMA BANCARIO
(Millones de pesos de 1970)

<i>Fin de</i>	<i>Capital pagado</i>	<i>Reserva legal</i>	<i>Reservas eventuales</i>	<i>Superávit por valorizaciones</i>	<i>Ajuste de cambios</i>	<i>Total</i>
1970	1.856,3	1.064,1	94,8	195,9	5,7	3.216,9
1971	1.795,9	1.141,9	131,5	175,8	10,3	3.255,3
1972	1.636,2	1.171,7	165,0	193,8	13,2	3.179,9
1973	1.341,2	1.147,1	111,5	191,9	15,9	2.807,8
1974	1.182,8	1.067,2	89,3	220,6	24,3	2.584,3
1975	1.154,6	1.164,1	79,0	273,3	37,4	2.708,4
1976	1.194,2	1.222,4	87,4	266,5	40,9	2.811,5
1977	1.306,1	1.294,4	89,5	296,6	56,3	3.042,9
1978	1.286,7	1.333,1	143,3	625,9	62,6	3.451,6
1979	1.102,8	1.313,0	107,2	956,5	81,8	3.561,3
1980	1.066,6	1.440,9	113,2	1.231,8	126,7	3.979,1
1981	910,4	1.381,5	161,3	1.673,0	194,4	4.320,4
1982	844,9	1.235,9	159,6	1.987,3	271,7	4.499,4
1983	755,3	1.151,3	109,5	2.235,5	454,9	4.706,5
1984	671,0	868,5	100,0	2.106,7	344,2	4.090,4
1985	720,0	694,3	91,8	1.752,7	605,7	3.864,4

Fuente: Balances de los bancos y cálculos Asociación Bancaria.

NOTA: Las cifras se deflactaron por el índice de precios al por mayor del comercio.

Cuadro 17

COEFICIENTES DE GINI DE LA DISTRIBUCIÓN DE LA
PROPIEDAD ACCIONARIA EN SEIS SOCIEDADES
ANONIMAS FINANCIERAS

	<i>Banco de Colom- bia</i>	<i>Banco de Bogotá</i>	<i>Compa- ña Sura- mericana de Seguros</i>	<i>Colsegu- ros</i>	<i>Banco Comer- cial Antio- queño</i>	<i>Banco del Comer- cio</i>
1970						
1971						
1972						
1973						
1974		0.80		0.80	0.61	0.91
1975	0.82	0.80		0.81	0.66	0.92
1976						
1977	0.84	0.85	0.84	0.81	0.66	0.92
1978	0.86	0.82	0.91	0.88	0.69	0.91
1979	0.88		0.90	0.89	0.78	0.90
1980	0.84		0.93	0.90	0.76	0.93
1981	0.85		0.94	0.94	0.88	0.94
1982	0.79		0.73	0.84	0.84	0.78
1983	0.94	0.94	0.90	0.94	0.88	0.94
1984						

Fuente: Manual del Mercado Bursátil.

la concentración se efectuaba a través de sociedades que compraban a los accionistas individuales sus aportes, y que éstos los invertían luego en títulos de renta fija. El cierre de las sociedades, como es sabido, iba seguido de la explotación de ellas a través del mecanismo del grupo o conglomerado, con la resultante concentración de créditos y beneficios.

Los esfuerzos del pasado gobierno para democratizar las entidades financieras, a través de decretos que fijan plazos obligatorios para ello, han tenido que ser prorrogados una y otra vez ante la falta de fe del público en el sector y su baja rentabilidad; en cambio, los créditos subsidiados de los Fondos de Capitalización que se crearon para llevar nuevos inversionistas al sector financiero y al productivo sólo han acentuado el proceso de concentración, ya que en la práctica las emisiones de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en éstas sólo han sido suscritas por los mismos accionistas que ya controlaban la sociedad emisora.

La meta del pasado y del actual gobierno de capitalizar a los sectores productivo y financiero, democratizándolos en el proceso, no sólo no ha sido lograda, sino que no se ve posible mientras no se resuelvan los gran-

des problemas estructurales que se anotaron en capítulos anteriores sobre el desarrollo del mercado nacional de capitales, no mejore la baja rentabilidad actual de la mayoría de las sociedades anónimas en comparación con las tasas de interés pagadas al ahorrador, y no se elimine la desconfianza de éste sobre la calidad moral de muchos de los administradores y empresarios.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El presente trabajo ha mostrado claramente la tendencia al mayor endeudamiento en el sector empresarial colombiano, financiero y no financiero, desde 1950 hasta 1985. Este endeudamiento se hizo con proporciones relativamente constantes entre deuda interna y deuda externa a lo largo del período transcurrido desde 1970, en el cual ha estado vigente el régimen de control de cambios actual. También ha permanecido relativamente estable la proporción de la deuda a corto plazo dentro de la deuda total de las empresas no financieras de una muestra analizada en detalle.

A través del período estudiado las empresas aumentan su endeudamiento con el sector financiero y con el laboral, aunque este último ha permanecido relativamente estable desde mediados de los años setenta. La explicación del creciente endeudamiento del sector real se encontró entonces en el campo financiero.

Para explicar este fenómeno, se recurrió a un modelo teórico del costo de capital, que vincula los factores tributarios, de intereses y la inflación, y con el cual se puede inferir que la demanda de las sociedades anónimas por crédito ha sido fuertemente estimulada por lo menos desde 1950 por factores tributarios e inflacionarios. En especial, el impuesto de renta a las sociedades, la inflación y la mayor facilidad de evasión de la tributación personal sobre los intereses, han estimulado el endeudamiento.

Por el lado de la oferta de capital, ésta se dirige básicamente hacia acciones hasta fines de los años sesenta, debido a la congelación a niveles reales negativos de las tasas de interés que podían ofrecer los intermediarios financieros. Las reformas de los años setenta cambian esta situación y aumentan rápidamente la oferta de crédito basado en cuasidineros, captados a tasas reales altas por las entidades financieras.

Por razones de costos de colocación y de concentración en conglomerados, se produce una acumulación de créditos que facilita el endeudamiento hasta niveles peligrosos de las principales sociedades del país, bajo la convicción de que sus utilidades brutas eran suficientes para cubrir los gastos financieros, y de que la oferta de crédito seguiría haciendo posible el rollover permanente de las deudas.

La disminución del ritmo de crecimiento de la economía colombiana a partir de 1980, sorprende a parte importante del sector productivo con altos costos financieros, cada vez más difíciles de cubrir; vienen las moras e incumplimientos en los pagos, que finalmente se traducen en

concordatos empresariales, y en carteras de dudoso recaudo en las entidades financieras. A su vez, esto último provoca pérdidas cuantiosas debido a las normas existentes sobre provisiones de los intermediarios financieros, que llevan a intervenciones de bancos y corporaciones, y a su eventual estatización en ciertos casos importantes.

Del resumen anterior pueden extraerse algunas conclusiones significativas:

a) Desde que el régimen tributario de las sociedades les permita deducir los intereses pagados, mas no así los dividendos distribuidos, se crea un estímulo al endeudamiento como manera de obtener capital. Este estímulo será más fuerte cuanto mayores sean los niveles nominales de las tasas de interés, y más facilidades existan para la evasión a nivel personal de los impuestos sobre intereses recibidos.

b) Para que las tendencias al endeudamiento de las empresas del sector productivo se concreten, sin embargo, se necesita que los intermediarios financieros tengan recursos suficientes y la voluntad de tomar los riesgos que dicho endeudamiento acarrea. Lo primero ocurre en mercados de capitales imperfectos, en los cuales la valorización de las acciones no es apreciada como parte del rendimiento por los inversionistas, y en cambio se permite a los intermediarios ofrecer tasas de interés atractivas por el ahorro.

La voluntad de tomar los riesgos, a su vez, depende del grado de concentración de las empresas en conglomerados industrial-financieros, de la dispersión y tamaño de los intermediarios, de su profesionalismo, de los controles que el estado efectivamente ejerza, y de las perspectivas de la economía.

En el caso de Colombia, el período 1970-1985 fue uno en que se agudizaron los factores que estimulaban la demanda de crédito y hubo simultáneamente una respuesta institucional dirigida a abastecer esa demanda no con base en capital accionario sino en capital deuda. El resultado fue la crisis del sector productivo, y por tanto del sector real, cuando la economía se desaceleró a partir de 1980.

REFERENCIAS

- Auerbach, Allan (1983), "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", en *Journal of Economic Literature*, Vol. XXI (3), setiembre, pp. 905-940.
- Carrizosa, Mauricio (1985), "Las Tasas de Interés y el Ahorro Financiero en Colombia", en *La Coyuntura del Sector Financiero y las Tasas de Interés*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, pp. 87-158.
- Carrizosa, Mauricio (1986), "Hacia la Recuperación del Mercado Accionario", pp. 5, 94-96.
- Figueroa, Jaramillo, Alejandro (1983), "El Endeudamiento Interno y la Reactivación Económica de los Países de América Latina - El Caso Colombiano", en *Boletín de Asuntos Económicos*, Banco de Bogotá, Nos. 85 y 86, pp. 6, 14-15.

**ECUADOR (1950-1985):
ESTABILIDAD, EXPANSIÓN, CRISIS
Y ENDEUDAMIENTO GLOBAL**

ABELARDO PACHANO B. *
ALFREDO MANCERO S. **

* Master en Economía, Universidad de Harvard. Director General de la Corporación de Estudios para el Desarrollo —CORDES— Ecuador. Ex-Gerente General del Banco Central del Ecuador.

** Abogado. Investigador de la Corporación de Estudios para el Desarrollo —CORDES— Ecuador. Ex-Ministro de Bienestar Social del Ecuador.

Los autores agradecen la colaboración del señor José Samaniego Ponce, como asistente de investigación, y a CORDES por el apoyo brindado durante este estudio.

INTRODUCCIÓN

La teoría económica convencional se sustenta, entre otras cuestiones, en una concepción de equilibrio del sistema económico que se expresa, en última instancia, como una identidad entre el ahorro y la inversión.

El fenómeno del endeudamiento es, en sentido amplio, una resultante de la divergencia entre los ingresos efectivamente percibidos por los agentes económicos y los compromisos contraídos por éstos para atender sus necesidades presentes y/o futuras. El excedente generado por ciertos sectores de actividad y el déficit registrado por otros sectores dan lugar a las transacciones de financiamiento, que en condiciones de equilibrio óptimo deberían compensar globalmente el balance de recursos y necesidades para la economía vista como un todo.

Desde tal perspectiva, la magnitud de la brecha entre el ahorro y la inversión debería expresar, como en efecto se admite, el resultado de las operaciones generales de cada uno de los agentes económicos y —en una visión de conjunto— la necesidad de financiamiento externo, entendidos ambos como flujos anuales.

Entre los múltiples problemas de origen estructural que ha hecho reflotar el actual proceso de reordenamiento de la economía mundial, el tema del endeudamiento externo ha ocupado un lugar preponderante. Sin embargo, como se ha hecho notar en numerosos estudios recientes, el problema del endeudamiento de los países latinoamericanos es más amplio que la sola dificultad de atender oportunamente los compromisos anuales con los acreedores del exterior. La deuda total, entendida como un "stock" de obligaciones de los agentes económicos entre sí y respecto a terceros, involucra también el endeudamiento interno, los cambios de situación patrimonial de las entidades económicas —del sector privado y el sector público— y un conjunto de efectos que, además de la capacidad de pago, tienen que ver con las perspectivas inmediatas de las economías nacionales.

La presente investigación constituye una aproximación global al problema del endeudamiento de la economía ecuatoriana. Se ha cubierto el período 1950-1985, a fin de caracterizar el financiamiento interno y externo, desde la posguerra hasta el advenimiento de la crisis de los años ochenta; mostrar la evolución del sistema financiero nacional y las principales políticas instrumentales, sobre todo a partir de los años setenta; y por último cuantificar la magnitud e identificar las tendencias del endeudamiento total.

En principio, conforme lo sugieren los principales indicadores macroeconómicos, el desarrollo reciente de la economía ecuatoriana ha dado lugar a tres fases, que se distinguen así: *a)* el subperíodo 1950-1971, marcado por la estabilidad del crecimiento, con ausencia de presiones

inflacionarias severas; *b*) el subperíodo 1972-1982, caracterizado por la expansión sostenida de los principales agregados nacionales, la aparición e intensificación de tendencias inflacionarias y la apertura hacia el financiamiento externo, y *c*) el subperíodo 1982-1986, agobiado por la caída del PIB (1983) y el estallido de la crisis del sector externo, el recrudescimiento de la inflación y la aplicación de políticas de estabilización y ajuste que se prolongan hasta ahora.

Aunque el objeto central de la investigación ha sido rendir cuenta de la magnitud del endeudamiento, interpretar sus tendencias e identificar los factores que podrían ser contribuyentes decisivos para el diseño de alternativas de solución; la primera etapa del estudio contiene una revisión de las condiciones histórico-estructurales en que se ha realizado el desarrollo reciente de la economía ecuatoriana y su vinculación con el sistema económico internacional, así como un ensayo crítico de las políticas económicas que, en el orden fiscal, monetario y cambiario, habrían sido factores coadyuvantes para el desencadenamiento de la crisis de los años ochenta. Como es obvio, el supuesto fundamental de tal enfoque ha sido que el proceso ahorro-inversión corresponde a determinadas condiciones del desarrollo histórico y que en la configuración del proceso oferta-demanda de créditos juegan un papel importante las expectativas de los agentes económicos y el nivel y variabilidad de los precios fundamentales (tasas de interés, tipo de cambio, entre otros) dentro de un marco institucional animado por las políticas estatales y la coyuntura internacional.

De manera general, las fuentes de información estadística utilizadas por los autores corresponden a las publicaciones del Banco Central del Ecuador; tanto las memorías anuales del gerente general cuanto los boletines y anuarios estadísticos y la serie de Cuentas Nacionales que, desafortunadamente, no ha cubierto con datos definitivos y confiables los años 1984 y 1985 y algunas variables relativas al año 1983. En cualquier caso, cuando no fue posible disponer de series idóneas para la comparación de datos interanuales se establecieron relaciones porcentuales respecto al PIB u otro indicador representativo, a fin de asegurar la coherencia y validez de las interpretaciones consignadas en el texto.

I. EL FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA ECUATORIANA DESDE LA POSGUERRA A LOS AÑOS OCHENTA

1. *El periodo 1950-1971*

Con el debilitamiento del sector externo que siguió a la última reactivación del modelo agroexportador tradicional (1950-1954), la economía ecuatoriana emprendió un proceso de modernización que privilegió la acumulación interna de capital y la expansión progresiva de la deman-

da interna.¹ En el período 1950-1954 la tasa de crecimiento económico registró un promedio de 6,6 % anual y los ingresos por exportaciones de bienes y servicios crecieron a un ritmo medio del 8 % anual, gracias fundamentalmente a la incorporación del banano en la canasta de comercio exterior.

El impulso del sector externo favoreció la formación de capital en obras de infraestructura y sentó las primeras bases para la política de fomento industrial que se desarrolló a partir de 1957. La inversión bruta llegó a representar el 13 % del PIB y el ahorro bruto interno financió el 83 %. La entrada neta de capital extranjero autónomo a largo plazo superó los 46 millones de dólares (entre 1951 y 1955) y fue mayor que la pérdida en la relación de intercambio de 31 millones de dólares (en el mismo lapso).

Entre 1956 y 1960 el ritmo de crecimiento de la economía se situó en un promedio del 3,8 % anual, y, aunque la inversión bruta llegó a representar el 15 % del PIB, el ritmo de la acumulación interna quedó sujeto a las fluctuaciones de la balanza de pagos y a la menor expansión de la demanda interna.

En este período la entrada neta de capitales extranjeros alcanzó el récord de 79 millones de dólares, pero inferior a la pérdida de 150 millones de dólares en la relación de intercambio, y la remisión de utilidades al exterior por parte de las compañías bananeras representaba, según los informes del Banco Central del Ecuador (1962), hasta el 60 % de las importaciones de bienes de capital.

El propósito de trasladar la base de sustentación del desarrollo económico desde lo externo a lo interno encuentra dos obstáculos importantes: la declinación de las ventas externas de banano y las oscilaciones de las exportaciones totales, que redujeron la capacidad de ahorro de la economía ecuatoriana y obligaron a mayores flujos de endeudamiento para sostener el ritmo de crecimiento del PIB, que se estabilizó en un promedio del 4,5 % durante la década del sesenta.

Hacia fines de los años sesenta, el ahorro interno bruto representaba aproximadamente el 10,7 % del PIB y financiaba el 72 % de la inversión bruta total, cuyas variaciones reflejaban los cambios del sector externo y la evolución general de la economía. El sector privado contribuía con el 63 % de la formación interna bruta de capital fijo y el 90 % del ahorro interno, mientras que la participación creciente de las inversiones del sector público contrastaba con su escasa capacidad de ahorro.

Si nos atenemos a la composición de los balances de la economía ecuatoriana (Cuadro 1) puede inferirse que la necesidad de financia-

¹ Hasta entonces, las actividades agroexportadoras habían constituido el sector de mayor dinamismo y la escasa formación interna de capital se financiaba con los tributos sobre el comercio exterior, que representaban la única fuente de captación de excedentes disponibles para la inversión. La incipiente industrialización que se inició en los años treinta no había contado con aportes significativos de capitales extranjeros y, en general, había estado sujeta a las fluctuaciones del comercio exterior y a los precarios estímulos a la demanda interna que suscitaban los períodos expansivos de las exportaciones.

miento externo durante el período 1950-1971 era atribuible a la insuficiencia del ahorro en el sector público, puesto que a excepción del quinquenio 1965-1969 los excedentes financieros del sector privado compensaban parcialmente el déficit del otro sector.

En la medida en que el proceso de acumulación no se sustentaba en la contracción del consumo (público y privado), ya que éste crecía de modo paralelo a la inversión total, aparece explicable que la insuficiencia del ahorro interno haya sido compensada con endeudamiento externo; aunque también debe destacarse que el pago neto a los factores del resto del mundo representaba una fracción importante de los recursos financieros extraídos a la disponibilidad interna.

Cuadro 1

ECUADOR: BALANCE FINANCIERO, 1950-1984

(En % del PIB a precios corrientes - promedios de cada período)

Período	Sector Privado		Sector Público		Balance Financiero			
	Inversión	Ahorro	Inversión	Ahorro	Sector Privado	Sector Público	Interno	Externo
1950-54	8,7	8,9	4,2	1,7	0,2	(2,6)	(2,4)	2,4
1955-59	9,3	9,7	6,0	1,3	0,4	(4,7)	(4,2)	4,3
1960-64	8,3	10,0	6,1	0,2	1,7	(5,9)	(4,2)	4,2
1965-69	10,5	9,9	5,9	1,3	(0,6)	(4,7)	(5,3)	5,3
1970-74	13,2	9,7	7,5	5,9	(3,5)	(1,7)	(5,2)	5,2
1975-79	16,1	13,8	10,1	6,6	(2,3)	(3,5)	(5,8)	5,8
1980-84 (*)	13,0	11,0	9,3	5,7	(2,0)	(3,8)	(5,6)	5,6

Fuente: Banco Central del Ecuador - Cuentas Nacionales.

Elaboración: Los Autores.

Notas: Comprende administraciones públicas, instituciones financieras y empresas públicas no-financieras.

Los datos de 1984 son provisionales.

() — Negativo.

Dado el escaso grado de integración interna y, en contraste, el carácter abierto al resto del mundo que impuso la vigencia del modelo agroexportador tradicional, la evolución de los precios internos de la economía ecuatoriana se caracterizó hasta la segunda mitad de los años sesenta por una estabilidad excepcional, con incrementos promedios anuales del 2,5 % en la década del cincuenta y del 3,5 % en el período 1960-1964. Hacia fines de los años sesenta, como consecuencia de los desajustes fiscales y del sector externo, se advirtieron los primeros síntomas de presiones inflacionarias, particularmente desde 1969, cuando el índice de precios al consumidor experimentó una tasa de variación anual superior al 5 %, y en 1971 —después de la devaluación del sucre registrada en 1970—, cuando la tasa de variación anual del IPC se situó en alrededor del 10 %, por encima del índice de precios de los bienes importados.

En todo este lapso, la intermediación financiera —en su definición

restringida y formal— se realizaba principalmente a través de los bancos comerciales y de fomento, establecidos en su mayoría a partir de la reforma monetaria de 1927. Las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, las primeras compañías financieras y alguna almacenera se habían constituido durante los años sesenta y en consecuencia desempeñaban un rol poco significativo.

La política crediticia de la banca ecuatoriana era típicamente conservadora, tradicional, frente a los nuevos desafíos del desarrollo en diversas actividades productivas. Su escasa vinculación con el sistema financiero internacional implicaba, como es obvio, que sus posibilidades de crecimiento dependían de su capacidad de captación de recursos a través de los depósitos, ya que el acceso al financiamiento del Banco Central estaba reservado para situaciones de emergencia. La intermediación financiera quedaba sujeta, entonces, al uso de ciertos instrumentos monetarios, como las reservas de depósitos frente a las tasas de redescuento, exceptuándose el Banco Nacional de Fomento (estatal), cuya descapitalización le obligaba a depender del Banco Central en proporciones crecientes.

2. *El periodo 1972-1982*

La aparición de la industria petrolera y los recursos que ella generó desde mediados de 1972 (y seguidamente con la elevación de los precios internacionales del crudo a partir de 1973) modificó sustancialmente las dimensiones y perspectivas de la economía ecuatoriana. La producción de petróleo dio un salto de 28,6 millones de barriles en 1972 a 66,1 millones de barriles en 1977; el consumo interno de combustibles y derivados del petróleo se decuplicó en igual período, de 2,2 millones de barriles a 22,7 millones de barriles, y el sector petróleo en su conjunto (extracción y refinación) pasó a representar el 12,7 % del PIB de 1976, desde un modesto 2,3 % calculado en 1972. Las exportaciones totales del país crecieron de 323 millones de dólares en 1972 a 1.041 millones de dólares en 1977, correspondiéndole al petróleo una proporción del 18,2 % y el 48,9 % respectivamente. El principal destinatario de los excedentes generados por la actividad petrolera fue el Estado, cuyos ingresos pasaron de 7.028 millones de sucres (14,9 % del PIB de 1972) a 26.700 millones de sucres (17,4 % del PIB de 1977).

Con excepción del ejercicio económico de 1975, que registró un déficit global de 86 millones de dólares, la balanza de pagos del período 1972-1977 registró superávit. Las reservas brutas internacionales se incrementaron de un promedio de 59,7 millones de dólares en el período 1965-1969 a 143,4 millones de dólares en 1972 y 412,4 millones de dólares en el período 1973-1977. Por cierto, en dichos resultados incidieron los aumentos de las exportaciones tradicionales (banano, cacao y café), favorecidos por la evolución positiva de los términos de intercambio, y los beneficios de la integración subregional andina, que amplió discretamente el mercado internacional para productos ecuatorianos.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron sustancialmente

Cuadro 2

ECUADOR: FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN INTERNA BRUTA 1950-1984

(En % del PIB a Precios Corrientes - Promedios de cada periodo)

Conceptos	1950-54	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-84 (*)
Inversión Interna Bruta	<u>12,9</u>	<u>15,3</u>	<u>14,4</u>	<u>16,4</u>	<u>20,8</u>	<u>26,2</u>	<u>22,1</u>
a) Aumento de Existencias	3,1	3,0	2,6	3,0	2,6	2,4	1,3
b) Consumo de Capital Fijo	4,2	3,7	3,9	4,7	8,1	8,6	10,0
c) Formación Neta de Capital Fijo	5,6	8,6	7,9	8,7	10,1	15,2	10,3
Ahorro Interno Bruto	<u>10,6</u>	<u>11,0</u>	<u>10,2</u>	<u>11,1</u>	<u>17,4</u>	<u>20,3</u>	<u>16,7</u>
a) Asignación para consumo de Capital Fijo	4,2	3,7	3,9	4,7	8,1	8,6	10,0
b) Ahorro Interno Bruto	6,4	7,3	6,3	6,4	9,3	11,7	6,7
Préstamo Neto	<u>2,3</u>	<u>4,3</u>	<u>4,2</u>	<u>5,3</u>	<u>3,4</u>	<u>5,9</u>	<u>5,4</u>
a) Exportaciones - Importaciones	0,5	(1,5)	(2,3)	(4,2)	0,8	(3,8)	1,2
b) Pago Neto a factores	(2,8)	(2,8)	(1,9)	(1,1)	(4,2)	(2,7)	(6,6)

Fuente: Banco Central del Ecuador - Cuentas Nacionales.

Elaboración: Los Autores.

(*) Datos Provisionales de 1984.

() Negativo.

en volumen y valor, al propio tiempo que se modificó su composición. Desde un promedio de 313 millones de dólares en el período 1966-1970, las compras externas de bienes y servicios no-financieros pasaron a un promedio de 1.202 millones de dólares en el período 1973-1976. Las importaciones de bienes de capital pasaron del 30 % en 1970 al 45 % en 1977, mientras las compras de bienes de consumo y las de materias primas y productos intermedios descendieron del 15 % y 50 % en 1970 al 12 % y 42 % en 1976, respectivamente.

El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un déficit promedio de 76 millones de dólares en el período 1966-1970 a otro déficit promedio de 44 millones de dólares en el período 1973-1976, pero los ingresos netos de capitales (no monetarios) de largo plazo crecieron de un promedio de 62 millones de dólares a un promedio de 169 millones de dólares en el mismo lapso.

La formación interna bruta de capital fijo, que se había estabilizado en una proporción del 15,5 % - 16 % respecto del PIB hasta fines de los años sesenta, llegó a representar el 25,5 % en 1977, en tanto que la inversión bruta total pasó del 20,9 % en el período 1968-1970 al 26,5 % del PIB en 1977. El financiamiento bruto interno de la formación de capital aumentó su contribución de 46 % a 63 % en el mismo lapso.

En efecto, a partir de 1973 la inversión interna bruta creció con más intensidad y alcanzó un promedio de 26,2 % (1975-1979) respecto del PIB; el ahorro bruto interno aumentó significativamente, de 17,4 % (1970-1974) a 20,3 % del PIB (1975-1979), con una participación del sector público que alcanzó un promedio de 40 % del total, esto es, el doble de su contribución hasta comienzos de la década.

Aun cuando la política fiscal no afectó en ningún momento el ingreso disponible del sector privado, el balance financiero de éste fue negativo durante toda la década, excepto los excedentes de 1970 y 1977. De igual manera, la extraordinaria afluencia de los recursos provenientes del petróleo no fue suficiente para sostener el crecimiento del gasto público total (corriente y de capital), pues con excepción del superávit de 1973 y 1974 el balance financiero del sector público representó el 60 % del déficit global interno en el quinquenio 1975-1979.

Sin embargo, el déficit financiero interno del período 1975-1979 encuentra buena parte de su explicación en el ritmo de expansión de la inversión total. En comparación con la situación advertida durante los años sesenta y comienzos de los setenta, el consumo total (público y privado) disminuyó su proporción en el PIB de un promedio de 87,8 % (1965-1969) a otro de 77 % (1975-1979), a pesar del crecimiento extraordinario del gasto público corriente, que amplió su proporción del 8,8 % al 14 % en similares períodos (Cuadro 3).

El ahorro neto promedio entre 1973 y 1979 representó el 59 % del ahorro interno bruto, en contraste con el 34 % que había constituido hasta 1972, lo cual sugiere una mayor movilización de recursos financieros entre los diversos agentes económicos.

En efecto, en un lapso de apenas seis años, desde 1970, se establecieron cerca de 100 nuevas oficinas de intermediación financiera y con-

Cuadro 3

ECUADOR: GASTO INTERNO TOTAL - 1950-1984

(En % del PIB a Precios Corrientes - Promedios de cada periodo)

Conceptos	1950-54	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-84 (*)
1. Gastos de Consumo (Total)	86,6	86,1	87,9	87,8	78,3	77,0	76,7
1.1 Privado	77,9	78,3	79,1	78,7	67,2	63,0	63,3
1.2 Público	8,7	7,8	8,8	9,1	11,1	14,0	13,4
2. Inversión Interna Bruta	12,9	15,3	14,4	16,4	20,8	26,2	22,1
2.1 Aumento de Existencias	3,1	3,0	2,6	3,0	2,6	2,4	1,8
2.2 Formación Capital Fijo	9,8	12,3	11,8	13,4	18,2	23,8	20,3
3. Gasto Interno Total (1 + 2)	99,5	101,5	102,3	104,2	99,1	103,2	98,8
4. Balance de Recursos	0,5	(1,5)	(2,3)	(4,2)	0,9	(3,2)	1,2
4.1 Exportaciones	17,3	17,6	16,4	15,1	25,7	26,8	23,4
4.2 Importaciones	(16,8)	(19,1)	(18,7)	(19,3)	(24,8)	(30,0)	(22,2)
5. Producto Interno Bruto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco Central del Ecuador - Cuentas Nacionales.

Elaboración: Los Autores.

(*) Datos provisionales de 1984.

() Negativo.

formaron un universo de 300 centros de atención al público en todo el país. De ahí en adelante el crecimiento fue más vertiginoso, no sólo por los efectos multiplicadores que incitaron las políticas financieras (apertura de la economía, modificación del papel del Banco Central en el financiamiento interno y reducción de las limitaciones cuantitativas reales para la formación de intermediarios financieros), sino además por la falta de previsión y realismo sobre la verdadera capacidad de expansión y dimensión económica del país.² Mucho tuvieron que ver la abundancia de oferta crediticia externa y la política económica aplicada durante el período 1976-1981, que colaboraron decididamente para que toda la sociedad se introduzca en una burbuja especulativa que tuvo en el endeudamiento externo, la rigidez de la política cambiaria y la ausencia de una política activa de tasas de interés sus mejores aliadas.³

Pero no sólo el tamaño del sistema se había modificado, sino también fundamentalmente su estructura. Constituido originalmente por una banca privada de tipo múltiple (comercial, de ahorro, hipotecaria y de mandato), el sistema financiero había dado paso a la expansión e incorporación de nuevas formas de intermediación, aparentemente especializadas y eficientes, cubiertas por compañías financieras, empresas de arrendamiento mercantil (*leasing*), adquisición de portafolio (*factoring*), negociación de papeles financieros (bolsas de valores), compañías de seguros, cooperativas de ahorro y crédito, tarjetas de crédito, almacenamiento mercantil. En fin, se estableció un conjunto de intermediarios cuya tasa interna de retorno se sustentaba, en la mayoría de los casos, en la "aparente" estabilidad de las políticas económicas instrumentales y en la inacabable vigencia, oportunidad y conveniencia del endeudamiento externo.

El Ecuador ha sido orgulloso de su estabilidad económica y social. Formaba parte de aquella minoritaria área latinoamericana con bajos índices inflacionarios y reducidos desequilibrios fiscales. Los desequilibrios de la balanza de pagos, que habían constituido el principal obstáculo para el crecimiento, se eliminaron transitoriamente con la incorporación de los recursos petroleros. Esta circunstancia transmitió una falsa sensación de superación de la restricción externa y permitió la profundización de una política financiera que, omitiendo el uso del instrumental económico de corto plazo, mantuvo inalterados —a pesar de su inconveniencia— los niveles nominales de las principales herramientas de regulación coyuntural.

El cambio en la política crediticia interna privada del Banco Central a partir de 1976 favoreció la aplicación de esta estrategia al convertirse en una nueva fuente de captación del sistema, cuyos instrumentos finan-

² En 1980 funcionaban 400 oficinas y en 1982 había llegado a 526 (2.6 veces el de 1970) el número de oficinas de intermediación financiera.

³ Para una cabal comprensión del concepto "burbuja especulativa" ver: Le Fort, Guillermo y Vial, Joaquín: "El Problema del endeudamiento interno: Aspectos Analíticos"; en *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, Argentina, 1987.

ECUADOR: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS
1965-1985

(En porcentaje)

Años	Porcentaje del PIB													
	PIB	Inflación	Devaluación	M 1	Cuasi-dinero		Tasa de interés real (3)		Saldo Fiscal	Saldo Cuenta Corriente	Ahorro Nacional Bruto	Inversión Bruta	Brecha A - 1	
	T.C.A.	T.A.	T.A. (1)	T.C.A.	T.C.A.	% PIB	Créd.	Dep.						
1965	3,3	1,4	0,0	4,3	n.d.	n.d.	8,6	4,6	(0,9)	(1,7)	9,4	13,8	(4,4)	
1966	2,4	3,7	0,0	13,0	n.d.	11,9	6,3	2,3	1,1	(1,9)	11,6	15,3	(3,7)	
1967	6,9	4,8	0,0	12,7	14,4	12,2	5,2	1,2	2,2	(3,8)	12,6	17,4	(4,8)	
1968	4,0	3,1	0,0	17,6	22,6	13,8	6,9	2,9	0,0	(6,0)	11,4	18,0	(6,6)	
1969	2,3	5,1	0,0	13,5	18,5	14,9	4,9	0,9	0,0	(5,7)	10,5	17,5	(7,0)	
1970	6,5	5,4	38,9	24,5	17,7	15,1	6,6	0,6	(2,8)	(6,7)	12,8	18,2	(5,4)	
1971	6,3	9,7	0,0	11,9	6,3	14,0	2,3	(3,7)	(4,2)	(9,7)	12,4	23,2	(10,8)	
1972	14,4	7,4	0,0	21,3	22,6	14,7	4,6	(1,4)	(1,0)	(4,2)	13,4	20,0	(6,6)	
1973	25,3	12,1	0,0	26,2	8,2	12,0	(0,1)	(6,1)	0,7	0,3	17,3	19,5	(2,2)	
1974 (2)	6,4	22,7	0,0	42,8	50,5	12,1	(10,7)	(16,7)	0,8	1,0	22,0	22,5	(0,5)	
1975	5,6	14,3	0,0	16,1	32,2	13,7	(2,3)	(8,3)	(2,5)	(5,1)	18,4	26,7	(8,3)	
1976	9,2	10,2	0,0	38,1	52,9	17,0	1,8	(4,2)	(3,2)	(0,1)	19,8	23,8	(4,0)	
1977	6,5	12,9	0,0	22,2	18,8	16,2	(0,9)	(6,9)	(5,9)	(5,1)	21,2	26,5	(5,3)	
1978	6,6	13,1	0,0	14,1	14,6	16,1	(1,1)	(7,1)	(5,9)	(9,2)	20,3	28,4	(8,1)	
1979	5,3	10,1	0,0	17,0	20,9	15,9	1,9	(4,1)	(4,1)	(6,7)	21,9	25,3	(3,4)	
1980	4,9	14,8	0,0	28,0	22,9	15,6	(2,8)	(8,8)	(3,4)	(5,5)	21,2	26,1	(4,9)	
1981	3,9	17,2	0,0	11,7	15,4	15,2	(5,2)	(9,2)	(4,1)	(7,2)	19,3	23,2	(3,9)	
1982	1,2	24,4	32,0	20,2	55,7	19,8	(9,4)	(12,4)	(6,7) (*)	(8,7)	15,8	25,2	(9,4)	
1983	(2,8)	52,5	65,6	30,4	25,7	18,5	(33,5)	(36,5)	0,4	(1,0)	14,5	17,6	(3,1)	
1984	4,0	25,1	21,7	42,2	49,9	19,2	(2,1)	(5,1)	0,4	(1,9)	13,4	18,3	(4,9)	
1985	3,8	24,4	42,9	23,8	36,4	18,4	(1,4)	(4,4)	1,5	(0,5)	17,0	18,1	(1,1)	

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los Autores.

Notas: (1) Variaciones anuales del mercado oficial a diciembre de cada año.

(2) A partir de este año se incluye en cuasi-dinero a las obligaciones al sector privado de otros intermediarios financieros.

(3) A fin de año.

(*) Según Memoria del Banco Central de 1983.

() Signo negativo o déficit según el caso.

1985 - Provisional.

T.C.A. - Tasa de crecimiento anual.

T.A. - Tasa anual.

cieros de canalización del ahorro estaban además sometidos a limitaciones legales establecidas en el siglo XIX, cuya obsolescencia demandaba cambios profundos.⁴

El objetivo fundamental de la política financiera era mantener bajo control las presiones inflacionarias —internas y externas— dentro de un singular período de expansión real, con una balanza de pagos superavitaria que creaba dinero de origen externo y un sector público con excedentes financieros.

En este sentido, el control de la demanda interna agregada se basó en una programación monetaria que contrajo el endeudamiento público interno y expandió el privado al mantener una estructura de tasas de interés nominales fijas e invariables que, junto con una política de cambios nominal también inflexible, contribuyó a un rápido deterioro de la balanza de pagos y de las finanzas públicas. Por supuesto, la existencia de una gran disponibilidad de crédito externo permitió mantener esta política económica y soslayar la situación por algún tiempo.

El impulso del crédito interno del Banco Central al sector privado se sustentaba en la reducida capacidad de captación de cuasidinero por parte del sistema financiero, en la contracción —desde 1972— del crédito interno neto del Banco Central al sector público y en el supuesto de la existencia de una balanza de pagos cuya estructura y financiamiento simulaban una solvencia que permitía la ejecución de políticas económicas de gasto e inversión más agresivas.⁵

Dentro de este marco, la política monetaria encontraba dificultades para compatibilizar las metas de control cuantitativo y los objetivos cualitativos de la política crediticia interna. Al apoyarse básicamente en una estructura de tasas de interés dispersas, cuyo nivel real más alto también se volvió negativo (para depósitos y crédito), y al incentivar una demanda de crédito creciente, como respuesta a la existencia de una inversión superior a la de equilibrio que coexistía con un nivel de consumo considerable, resulta obvio que, juntamente con el resurgimiento del déficit fiscal y la revaluación del tipo de cambio en el 22,6 % entre 1971 y 1975,⁶ aparezca un rápido deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuyo déficit en 1975 equivalió al 5,1 % del PIB. (Cuadro 4.)

El gran crecimiento de las importaciones y el continuo deterioro de los volúmenes y valores de exportación, especialmente en el bienio 1974-1975, fueron los detonantes de la primera crisis financiera de la época petrolera. Se habían agotado las posibilidades de ajuste⁷ de corto plazo que fueron reiteradamente utilizadas como alternativas parciales (*second best*) a la modificación del tipo de cambio nominal y que consistieron en la eliminación gradual del arancel a las exportaciones;

⁴ COFIEC: *El Desarrollo del Sector Financiero y la Economía del Ecuador. (1965-1985)*; COFIEC: noviembre 1985; p. 169.

⁵ Entre 1973 y 1974 el precio del petróleo en el mercado internacional se quintuplicó y las exportaciones se duplicaron.

⁶ Banco Central del Ecuador: "Evolución del tipo de Cambio Real", Subgerencia de Balanza de Pagos, estudio no publicado, sin fecha.

⁷ Bajo los lineamientos y restricciones de esa política.

mientras que, durante el período en el que perseveraba la expectativa de una abundante oferta de divisas, se redujo —selectivamente— el arancel de las importaciones, impulsando adicionalmente el proceso de apertura de la economía ecuatoriana en el resto del mundo.

El programa de ajuste diseñado y aplicado con mucho retraso, durante poco tiempo e incompleto, se circunscribió a combatir los síntomas de la crisis y no sus causas. Se impulsó un conjunto de medidas cuantitativas que buscaban resolver simultáneamente los déficits fiscal y externo sin modificar los niveles nominales del tipo de cambio y la tasa de interés, para lo cual se revirtió el proceso de desgravación arancelaria de las importaciones y se introdujo una restricción monetaria a estas transacciones en forma de reserva proporcional obligatoria de plazo fijo. Por su parte, el "aliciente" a las exportaciones, cuyo tipo de cambio se había revaluado en el 23,7 % en el período 1971-1975⁸ fue establecido a través de los Certificados de Abono Tributario (CAT) que se concedían en función del porcentaje de valor agregado de cada producto no tradicional de exportación. La política económica hacía mucho hincapié en la necesidad de diversificar antes que promover exportaciones y este mecanismo —compensador del tipo de cambio— fue estructurado con este propósito. Además, colaboraba fuertemente con este tipo de ajuste el acceso a líneas de crédito del Banco Central altamente subsidiadas, cuyo costo financiero (intereses más comisiones) nominal oscilaba entre el 8 % y el 10 % anual, mientras la tasa de inflación anual superaba ampliamente ese nivel.

A pesar de que el Estado se había convertido en el principal exportador de petróleo y obtenía importantes réditos de esta actividad, en 1975 renunció al diseño de un programa de estabilización integral y coherente que rectifique las causas de los desequilibrios de una manera sana, sin crear nuevas distorsiones; transfiera beneficios financieros netos con la corrección del retraso en el tipo de cambio real, y ayude a la política monetaria con la flexibilización del sistema de tasas de interés.

Desde entonces hasta 1981 los lineamientos básicos de esta política económica se conservaron con ligeras variaciones. Se impulsó el endeudamiento externo, se redujo la dispersión de las tasas de interés, se modificaron los topes de expansión crediticia y el nivel de las reservas sobre depósitos, se reguló la incorporación o exclusión de las reservas monetarias sobre las importaciones.

Sin un aliciente al ahorro financiero y con una perseverante política de sustitución de importaciones que se apoyó inicialmente en los recursos petroleros y luego en el crédito externo, el sistema financiero nacional modificó paulatinamente su política de captación de recursos buscando nuevas fuentes, como el crédito externo y una mayor dependencia respecto al Banco Central.

⁸ Según se mencionó anteriormente, el estudio del tipo de cambio real del Banco Central señalaba una revaluación general del 22,6 % en 1975 para las transacciones corrientes y del porcentaje indicado en este punto sólo para las exportaciones, cuya situación era más grave.

Entre 1972 y 1981 el índice de dependencia financiera de la banca privada en el Banco Central se había triplicado (del 12.5 % al 36.3 %) y el de los otros intermediarios había alcanzado el 14.4%; mientras tanto, la relación del Banco de Fomento —que casi no recibe depósitos y atiende básicamente al sector agropecuario— no aparecía tan dramáticamente a pesar de su elevación del 30.3% al 41.8%, por las capitalizaciones públicas —ocasionales o permanentes— que se establecieron en ese lapso. De cualquier manera, el sistema financiero como conjunto duplicó el nivel de dependencia en el Banco Central y a la vez fortaleció su papel regulador (Cuadro 5).

Al analizar la exposición patrimonial del sistema financiero era posible descubrir el deterioro producido por la convergencia de todos estos elementos, ya que detrás de la aparente estabilidad en el período 1971-1981 había operaciones de crédito en moneda extranjera que hasta 1981 la banca registraba como contingentes, sin integrarlas a los activos propiamente dichos del sistema. La refinanciación de la deuda externa privada que tuvo lugar desde 1982 permitió reflejar la situación real del sistema financiero que, como se verá más adelante, debió enfrentar un delicado problema que sólo pudo ser resuelto —o diferido— con la activa participación del Estado. (Cuadros 6 y 7).

Según el Banco Central, la situación general de la banca privada en el período 1972-1982 evolucionó en forma muy similar a la de la economía en general, con una primera etapa de bonanza y fortalecimiento seguida, a partir de 1979, por una fase de crisis y contracción.⁹

La estructura de los principales pasivos frente al sector privado y las características de las líneas de crédito internacionales determinaron que el sistema financiero nacional aplique y mantenga una política de intermediación crediticia de muy corto plazo (generalmente 180 días).¹⁰

Contribuyó a la configuración de este mercado crediticio de corto plazo el hecho de que el Banco Central mantenía vigente el principio —técnico y legal— de conformar una cartera cuyo plazo le permitiera disponer de una flexibilidad adecuada para la corrección oportuna de la tendencia de los principales indicadores monetarios. Esta restricción contribuyó por su parte a seleccionar la incorporación de los intermediarios a los recursos de la base monetaria, como las Mutualistas y las Financieras, aun cuando más tarde pudieron hacerlo para superar las restricciones derivadas del subsidio financiero o del cambio en la política de crédito de la banca internacional.

En contraste con esta vinculación del sector privado, el sector público no financiero se mantuvo al margen del sistema bancario comercial, ya que no acudió en busca del financiamiento en moneda nacio-

⁹ Banco Central del Ecuador, "La Evolución del Sector Bancario Privado en el Período 1972-1982", Informe Interno; GEM; Julio 22, 1983, p. 9.

¹⁰ Se exceptúa de esta regla el caso del mutualismo, que había logrado estructurar un portafolio de mediano y largo plazo a pesar de poseer obligaciones de corto plazo. Por supuesto, al sujetarse a la modalidad de tasas de interés fijas, el mutualismo llegó a constituir un portafolio subsidiado que significó —más tarde— su cuestionamiento como intermediario.

Cuadro 5

ECUADOR: CRÉDITO INTERNO Y DEPENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL BANCO CENTRAL

(Saldos en Millones de Sucres y Porcentajes)

Años	Crédito Interno del Sistema Financiero (1)				Descuentos y Redescuentos en Banco Central (2)				Dependencia Financiera (%)			
	Bcos. Priv.	B.N.F.(3)	O.I.F.	Total	Bcos. Priv.	B.N.F.	O.I.F.	Total	Bcos. Priv.	B.N.F.	O.I.F.	Total
1966	3.813	1.000	...	4.813	618	222	...	840	16,2	22,2	...	17,5
1967	4.491	1.079	...	5.570	616	228	...	844	23,7	21,1	...	15,2
1968	5.444	1.172	...	6.616	798	267	...	1.065	14,7	22,8	...	16,1
1969	5.866	1.462	...	7.328	916	525	...	1.441	15,6	35,9	...	19,7
1970	6.955	1.459	...	8.414	1.217	453	...	1.670	17,5	31,0	...	19,8
1971	7.817	1.684	...	9.501	1.196	519	...	1.715	15,3	30,8	...	18,1
1972	8.867	1.748	...	10.615	1.111	530	...	1.641	12,5	30,3	...	15,5
1973	10.602	2.541	...	13.143	1.180	855	...	2.035	11,1	33,6	...	15,5
1974	13.972	4.935	5.314	24.221	1.777	1.982	...	3.759	12,7	40,2	...	15,5
1975	17.272	7.097	7.495	31.864	2.948	3.419	...	6.367	17,1	48,2	...	20,0
1976	23.672	8.793	11.102	43.567	4.742	4.454	582	9.778	20,0	50,7	5,2	22,4
1977	31.533	8.605	14.519	54.657	8.019	3.304	924	12.247	25,4	38,4	6,4	22,4
1978	38.782	9.975	17.833	66.590	11.111	3.042	1.395	15.548	28,6	30,5	7,8	23,3
1979	49.165	10.900	22.000	82.065	15.187	3.996	1.400	20.583	30,9	36,7	6,4	25,1
1980	63.844	12.211	26.400	102.455	20.154	4.873	2.800	27.827	31,6	39,9	10,6	27,2
1981	84.382	13.665	33.300	131.347	30.874	5.714	4.800	41.188	36,4	41,8	14,4	31,4
1982	113.467	16.180	73.900	203.547	36.652	6.239	23.200	67.091	32,3	38,6	32,7	33,0
1983	179.983	21.921	71.800	273.704	77.140	8.592	24.200	109.932	42,9	39,2	33,7	40,2
1984	242.805	32.578	99.000	374.383	99.718	11.324	39.700	150.742	41,1	34,8	40,1	40,2
1985	294.722	50.327	122.700	467.749	95.246	17.738	46.600	159.574	32,3	35,2	38,0	34,1

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los Autores.

Notas: (1) Incluye el crédito del Banco Central al sector privado a través de los Bancos Privados y que no consta en las estadísticas de estas instituciones.

(2) Igual al crédito del Banco Central del Ecuador al Sistema Financiero más (+) crédito al Sector Privado.

(3) BNF: Banco Nacional de Fomento; OIF: Otros Intermediarios Financieros.

1985 - Provisional.

El Banco Central del Ecuador no dispone de cifras consolidadas de los Otros Intermediarios (OIF) antes de 1974.

Cuadro 6

ECUADOR: SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
(Saldo en Millones de Suces)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
I. Activos internacionales netos	830	996	811	906	1.315	562	3.049	5.541	8.435	6.234
Reserva monetaria internacional	890	1.050	855	924	1.379	621	3.199	5.650	8.485	6.138
II. Crédito interno	5.705	6.412	7.922	9.192	10.920	12.817	13.188	13.986	17.162	24.220
1. Gobierno central neto	703	522	1.068	1.574	2.134	2.914	2.165	1.141	404	(507)
2. Resto del sector público neto	(40)	(97)	(241)	(198)	(324)	(331)	(530)	(1.385)	(1.797)	(1.482)
3. Entidades financ. privadas (1)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
4. Sector privado	4.303	4.942	5.822	6.388	7.527	8.321	9.308	11.459	16.448	22.199
5. Activos netos no clasificados	739	1.045	1.273	1.428	1.583	1.913	2.245	2.771	2.107	4.010
III. Flotante interbancario	41	61	101	86	90	164	3	(359)	243	684
IV. Derechos especiales de giro	—	—	—	—	105	193	281	339	339	333
V. Pasiv. ext. med. y larg. pl. (2)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
VI. Obligaciones al sector privado	5.613	6.373	7.649	8.869	10.739	11.726	14.297	16.810	22.369	26.874
1. Dinero	2.917	3.288	3.868	4.388	5.464	6.119	7.424	9.370	13.382	15.539
i. Especies monet. en circ.	1.320	1.371	1.564	1.702	2.272	2.342	2.818	3.538	4.640	5.241
ii. Depósitos monetarios	1.597	1.917	2.304	2.686	3.192	3.777	4.606	5.832	8.742	10.298
2. Cuasi-dinero	2.696	3.085	3.781	4.481	5.275	5.607	6.873	7.440	8.987	11.335
i. Depósitos a plazo	144	143	189	132	244	280	390	551	814	707
ii. Depósitos de ahorro	579	764	1.022	1.191	1.514	1.889	2.224	2.645	3.235	3.569
iii. Otras obligac. en suces	374	397	536	494	755	1.037	1.163	1.607	2.023	2.226
iv. Otras obligac. mon. extr.	157	160	232	281	112	85	103	137	186	304
v. Emisión de valores	1.132	1.255	1.366	1.431	1.470	1.623	1.845	2.487	2.721	3.670
vi. Depósitos previos import.	310	366	436	952	1.180	693	1.148	13	8	859
vii. Aceptaciones bancarias	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
VII. Capital y reservas	963	1.096	1.185	1.315	1.481	1.624	1.662	2.019	3.132	3.931

Cuadro 6 (continuación)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
I. <i>Activos internacionales netos</i>	11.191	14.494	15.738	16.573	21.674	13.205	1.735	486	1.610	14.779
Reserva monetaria internacional	10.860	14.258	15.026	15.773	21.413	14.072	6.930	8.194	11.349	18.607
II. <i>Credito interno</i>	32.694	34.695	45.610	55.521	68.481	88.239	130.842	233.313	445.826	633.750 *
1. Gobierno central neto	330	(1.523)	(3.681)	136	(658)	(2.968)	(694)	1.569	(3.679)	(19.864)
2. Resto del sector público neto	(2.463)	(3.449)	(2.850)	(10.628)	(11.583)	(17.265)	(24.268)	(40.365)	(45.883)	(73.296)
3. Entidades financ. privadas (1)	—	—	60	92	1.294	2.681	4.290	15.980	34.927	38.978
4. Sector privado	29.018	34.344	43.649	53.525	66.434	85.641	107.535	171.582	228.997	286.631
5. Activos netos no clasificados	5.809	5.323	8.432	12.396	12.994	20.150	43.979	85.447	231.464	401.951
III. <i>Flotante interbancario</i>	(620)	2.046	(143)	(166)	938	1.801	1.550	(6.645)	13.166	14.859
IV. <i>Derechos especiales de giro</i>	323	326	344	607	826	930	1.172	1.866	2.188	4.308
V. <i>Pasiv. ext. med. y larg. pl. (2)</i>	—	—	—	—	—	—	—	49.881	203.271	324.055
VI. <i>Obligaciones al sector privado</i>	38.155	45.551	51.769	61.025	77.251	86.573	114.707	154.147	227.898	300.923
1. Dinero	21.463	26.229	29.925	34.998	44.790	50.048	60.167	78.450	111.530	138.080
i. Especies monet. en circ.	7.388	8.929	10.021	12.085	14.885	16.907	20.024	24.918	34.621	41.758
ii. Depósitos monetarios	14.075	17.300	19.904	22.903	29.905	33.141	40.143	53.532	76.909	96.322
2. Cuasi-dinero	16.692	19.322	21.844	26.027	32.461	36.525	54.540	75.697	116.268	162.843
i. Depósitos a plazo	1.115	1.227	1.232	1.534	1.367	1.204	1.046	1.292	2.400	2.825
ii. Depósitos de ahorro	4.235	4.628	5.058	5.791	7.286	8.334	10.822	15.434	26.081	42.776
iii. Otras obligac. en sucres	3.594	4.264	5.692	6.752	9.088	7.841	18.547	31.917	52.428	34.728
iv. Otras obligac. mon. extr.	803	600	1.048	1.605	1.125	1.545	1.500	2.658	4.882	6.560
v. Emisión de valores	4.494	5.933	6.649	7.688	10.268	12.820	15.872	20.454	30.352	75.946
vi. Depósitos previos import.	2.451	2.385	2.055	2.572	3.086	4.744	5.974	3.725	14	8
vii. Aceptaciones bancarias	—	285	110	85	251	87	779	227	211	—
VII. <i>Capital y reservas</i>	4.787	5.358	9.088	10.296	13.016	15.742	18.248	21.260	27.245	34.102

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los autores.

NOTAS: (1) A partir de 1978 los datos aparecen desagregados entre entidades financieras privadas y el sector privado.

(2) Incluye préstamos M/E bancos comerciales; deuda externa de los sectores públicos y privado asumida por el Banco Central, reembolsos refinanciados Regulación N° 101-83 del 20 de junio de 1983, y créditos de acreedores bancarios.

(*) La sumatoria no coincide. La equivocación consta en las estadísticas del Banco Central.

() Signo negativo o déficit, según el caso.

1985: Provisional.

Cuadro 7

ECUADOR: OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (*)

RESUMEN DE CUENTAS

(Millones de Suces a fin de cada año)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Caja y Bancos	367	452	799	1.166	1.334	1.600	1.600	2.300	5.300	5.300	7.500	7.800
Crédito Interno	5.314	7.495	11.102	14.519	17.833	22.000	26.400	33.300	73.900	71.800	99.000	122.700
Sector Público (Neto)	(34)	(144)	84	62	152	(600)	(1.000)	(1.300)	(1.200)	(1.200)	(400)	(1.500)
Sector Privado	5.231	7.100	10.236	13.643	16.725	21.200	26.500	33.000	67.200	67.200	89.800	101.900
Bancos			5	7	7	100		100	100	100		7.000
Act. Netos no Clasificados	117	539	777	807	949	1.300	900	1.500	8.100	6.000	10.000	16.700
Flotante Interbancario									(300)	(300)	(400)	(1.400)
Obligaciones Méd. y Largo Plazo	1.495	1.974	2.402	3.232	4.317	4.900	4.800	5.300	12.700	10.600	11.100	10.200
Obligaciones a Bcos. Privados					8			100	2.000	2.000	1.800	700
Obligaciones a Bco. Central			582	924	1.395	1.400	2.800	4.800	24.200	24.200	39.700	46.600
Obligaciones al Sect. Privado	2.413	3.713	6.407	8.234	9.883	12.500	15.000	18.700	31.400	31.400	43.100	53.900
Depós. de Ahorro y Plazo	1.638	2.445	3.277	4.380	5.418	6.500	7.800	9.200	13.100	13.100	18.000	31.000
Emisión de Valores	557	934	1.355	1.484	1.557	1.800	2.100	2.700	5.700	5.700	9.000	11.100
Obligac. en Moneda Extranjera	15	88	15	45	141	(1)						
Otras Obligaciones. Suces			1.290	1.641	1.838	2.900	3.400	4.400	8.900	8.900	11.600	6.400
Capital Privado y Reservas	203	246	470	684	929	1.300	1.800	2.400	3.700	3.700	4.500	5.400
Capital Oficial y Reservas	1.680	2.085	2.510	3.295	3.564	4.800	5.300	6.700	8.900	8.900	10.800	19.100

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los Autores.

Notas: (*) Incluye a CFN, BEV, Sistema de Mutualistas, COFIEC, FINANSA, FINANCIERA GUAYAQUIL, ECUFINSA, Financiera del Austro, Financiera Iberoamericana y Financiera Andina.

(1) Desde 1979, las obligaciones en moneda extranjera se registran en el rubro Obligaciones a Mediano y Largo Plazo.

() Signo negativo o déficit, según el caso.

1985: Provisional.

nal ni depositó recursos por montos importantes. Prácticamente conservó la política de canalizar todas sus transacciones financieras a través del Banco Central cuya ley limita estrictamente las posibilidades de financiamiento a este sector a coeficientes y condiciones que aseguran gran autonomía en la planeación y ejecución de la programación monetaria.

A pesar de la expansión del crédito otorgado por el sistema bancario, la aparición de nuevas entidades de intermediación financiera y el fortalecimiento de entidades especializadas, como la Corporación Financiera Nacional y el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, en sus respectivas áreas de financiamiento, el mercado de valores experimentó una gran dificultad para diversificar sus operaciones y canalizar el ahorro interno hacia las inversiones productivas.

Debe reconocerse que en la expansión del volumen de las operaciones realizadas en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, la mayor parte de las transacciones se realizó con títulos valores emitidos por el Estado y el Banco Central, mientras las transacciones con acciones de empresas fueron insignificantes a pesar de la multiplicación del número de sociedades anónimas durante la década del setenta.

En alguna medida, este comportamiento del mercado de valores podría atribuirse al insuficiente rendimiento de los títulos en términos reales —por efecto de las presiones inflacionarias que tuvieron lugar con el auge petrolero— pero es importante reconocer que ello también ha obedecido al carácter restringido de la propiedad de las empresas y la concentración del ingreso y la riqueza, pese a la relativa ampliación de los estratos medios que tuvo lugar con la modernización de los años setenta.

El inicio de las exportaciones de petróleo, el consiguiente aumento de los medios de pago, la expansión del gasto público y la conocida rigidez de la oferta de alimentos aceleraron las tendencias de aumento de los precios internos, particularmente en el grupo de alimentos y bebidas; y, desde 1974, con el efecto de la inflación mundial, se extendió la presión inflacionaria a los demás bienes y servicios, al punto de registrarse en dicho año una tasa de variación anual cercana al 23%. No obstante, la tasa media anual acumulativa del IPC durante el período 1970-1979 se situó en el 11.7%, sin que llegara a advertirse el fenómeno de la espiral inflacionaria que ha caracterizado a otras economías latinoamericanas. Por cierto, algunos factores contribuyeron a reprimir temporalmente las presiones inflacionarias y a estabilizar el crecimiento de la economía hasta comienzos de la década siguiente.

La mayoría de estos arbitrios se prolongaron hasta comienzos de los años ochenta y configuraron un caso típico de "inflación reprimida" con repercusiones en el desenvolvimiento de las actividades productivas internas y en el equilibrio del sector externo. En la medida en que se confiaba en la continuidad de la evolución favorable de los términos de intercambio —particularmente en el ascenso del precio internacional del petróleo— y se acudía con facilidad al crédito externo, la política económica y financiera introducía una serie de "subsidios" a favor del

sector privado y distorsionaba la adecuada movilización del ahorro interno en una perspectiva de desarrollo autosostenido.

En ausencia de una política fiscal activa, capaz de proveer las rentas internas suficientes para sostener el ritmo de expansión del gasto público y de promover la redistribución progresiva del ingreso, las recaudaciones corrientes del sector público conservaron su composición tradicional y pasaron a depender de los recursos del petróleo. Mientras la relación de los egresos totales respecto al PIB ascendió del 28% al 40% entre 1972 y 1980, en el mismo lapso la proporción de los ingresos corrientes no-petroleros respecto al PIB no petrolero descendió del 12% al 9%.

El crédito interno y externo debió destinarse a compensar desbalances totales que llegaron a representar hasta el 6% del PIB (1977); y, en la medida en que el financiamiento interno neto resultaba insuficiente para cubrir un déficit de tal magnitud, el sector público acrecentó notablemente su deuda externa en circunstancias que —por el creciente servicio de la deuda acumulada— disminuía el flujo neto de los recursos externos.

Hasta entonces, la creación de dinero primario se había basado, esencialmente, en el aumento de la reserva monetaria internacional en tanto que la monetización de origen interno había pasado a desempeñar una función restrictiva. A su vez, la liquidez primaria de origen interno se canalizaba hacia el sector privado a través del sistema bancario y de las instituciones financieras privadas; con lo cual el volumen de crédito concedido por el sistema financiero al resto del sector privado se originaba en los flujos que transfería el Banco Central a los bancos comerciales. En la medida en que éstos no trasladaban los recursos financieros hacia los sectores productivos, se configuraban "filtraciones" que, en medio de factores como la inmovilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio —dentro de un proceso inflacionario latente—, favorecían la "fuga de capitales" al exterior y las transacciones especulativas.

Desde 1979, con la reinstauración del régimen constitucional y el inicio del proceso democrático se desencadenan reivindicaciones sociales y presiones redistributivas que, como es lógico advertir, incidieron en las principales variables macroeconómicas y alteraron las tendencias del ahorro y la inversión. La política salarial contribuyó a mejorar la capacidad adquisitiva de las remuneraciones de los empleados y obreros, factor éste que estimuló la recuperación de la demanda interna, aunque también provocó presiones de costos en los sectores productivos y en el gasto público corriente.

La puesta en marcha del Plan Nacional de Desarrollo (aprobado en marzo de 1980) significó la expansión de las actividades del sector público, particularmente de las inversiones pertinentes a un conjunto de 41 proyectos estratégicos —de carácter económico y social— con los que se pretendía modificar las contradicciones y sesgos de las políticas aplicadas durante la década anterior.

En un contexto de debilitamiento del sector externo y del advenimiento de los primeros efectos de la crisis mundial sobre la economía

Cuadro 8
 ECUADOR: BALANZA DE PAGOS
 (Millones de dólares)

Años	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Balance Comercial	29,2	27,0	3,2	(20,9)	(25,3)	(15,0)	(69,0)	39,0	185,0	350,0	7,0
Exportación Bienes	181,0	187,3	198,9	210,7	193,4	235,0	238,0	323,0	583,0	1.225,0	1.013,0
Importación Bienes	(151,8)	(160,3)	(195,7)	(231,6)	(218,7)	(250,0)	(307,0)	(284,0)	(398,0)	(875,0)	(1.006,0)
Balance Servicios	(87,4)	(60,5)	(69,8)	(83,3)	(82,5)	(115,0)	(103,0)	(132,8)	(205,0)	(344,0)	(259,0)
Prestados Servicios	17,4	16,8	17,0	15,2	22,3	24,0	28,0	44,0	50,0	107,9	114,0
Recibidos Servicios	(74,8)	(77,3)	(86,8)	(98,5)	(104,8)	(139,0)	(131,0)	(176,0)	(255,0)	(451,0)	(373,0)
Transferencias	9,3	9,4	12,7	13,2	12,3	17,0	16,0	15,0	27,0	31,9	32,0
Saldo Cta. Corriente	(18,9)	(24,1)	(53,9)	(91,0)	(95,8)	(113,0)	(156,0)	(78,0)	7,0	37,0	(220,0)
Capitales	7,2	34,2	59,0	88,0	89,8	119,0	125,0	177,9	78,0	77,0	134,0
Inversión Directa	7,4	16,0	16,4	29,2	38,6	89,0	162,0	81,0	52,0	77,0	95,0
Deuda Externa: (1)	9,4	16,7	20,8	35,0	18,2	29,0	19,0	83,0	28,0	30,0	179,0
Otros (2)	(9,6)	1,5	21,8	20,9	33,0	1,0	(56,0)	13,0	(2,0)	(30,0)	(140,0)
Reservas (3)	11,7	(10,1)	(5,1)	5,0	5,7	(6,0)	31,0	(99,0)	(85,0)	(114,0)	86,0

Cuadro 8 (continuación)
ECUADOR: BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

Años	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Balance Comercial	259,0	40,0	(175,0)	54,0	278,0	165,0	146,0	940,0	1.055,0	1.147,0
Exportación Bienes	1.307,0	1.401,0	1.529,0	2.151,0	2.520,0	2.527,0	2.327,0	2.348,0	2.622,0	2.870,0
Importación Bienes	(1.048,0)	(1.361,0)	(1.704,0)	(2.097,0)	(2.242,0)	(2.362,0)	(2.181,0)	(1.408,0)	(1.567,0)	(1.723,0)
Balance Servicios	(297,0)	(418,0)	(567,0)	(709,0)	(950,0)	(1.192,0)	(1.361,0)	(1.090,0)	(1.323,0)	(1.257,0)
Prestados Servicios	125,0	227,0	211,0	328,0	455,0	473,0	407,0	340,0	350,0	390,0
Recibidos Servicios	(422,0)	(645,0)	(778,0)	(1.037,0)	(1.405,0)	(1.665,0)	(1.768,0)	(1.430,0)	(1.673,0)	(1.647,0)
Transferencias	31,0	36,0	41,0	30,0	30,0	25,0	20,0	24,0	20,0	25,0
Saldo Cta. Corriente	(7,0)	(342,0)	(701,0)	(625,0)	(642,0)	(1.002,0)	(1.195,0)	(126,0)	(248,0)	(85,0)
Capitales	188,0	460,0	707,0	635,0	867,0	715,0	735,0	68,0	267,0	110,0
Inversión Directa	(20,0)	34,0	49,0	63,0	70,0	60,0	40,0	50,0	50,0	60,0
Deuda Externa (1)	294,0	479,0	727,0	574,0	1.051,0	1.255,0	360,0	547,0	301,0	419,0
Otros (2)	(86,0)	(53,0)	(69,0)	(2,0)	(254,0)	(600,0)	335,0	(529,0)	(184,0)	(369,0)
Reservas (3)	(181,0)	(118,0)	(6,0)	(10,0)	(255,0)	287,0	460,0	58,0	(19,0)	(25,0)

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los Autores.

Notas:

- (1) Difiere ciertos años de la serie deuda externa, debido al tratamiento metodológico.
 - (2) Incluye Errores y Omisiones.
 - (3) Corresponde a Banco Central (signo negativo significa aumento y el positivo disminución neta de los activos internacionales).
- () Signo negativo o déficit, según el caso.

ecuatoriana, el incremento de los precios internacionales del petróleo que tuvo lugar en 1979 y 1980 significó una mayor afluencia de divisas y un mejoramiento de los ingresos fiscales, así como un estímulo para prolongar la política de endeudamiento externo hasta 1981, año éste en que el país enfrentó el conflicto bélico con el Perú, con efectos negativos en la disponibilidad de divisas y en el gasto total del sector público.

Entre 1978 y 1980 el déficit de la cuenta corriente había alcanzado un promedio de US\$ 656 millones anuales (32% de las exportaciones totales); la deuda externa acumulada a fines de 1980 representaba el 40% del PIB de dicho año —con un total de US\$ 4.650 millones— y, de acuerdo a su estructura por clase de prestamista, el 73% estaba contratado con la banca privada internacional. El déficit del sector público no-financiero (3.4% del PIB) se financiaba en el 92% con créditos externos y sus egresos corrientes y de capital significaban el 39.5% del PIB. La sobrevaluación de la moneda nacional llegaba al 26.5% respecto a la cotización de paridad del tipo de cambio, y el flujo neto de recursos externos (4.4% del PIB de 1980) había decrecido desde una proporción de 49% respecto a los desembolsos de 1978 a otra de apenas el 27% de los desembolsos de 1980.

3. *El periodo 1982-1985*

Entre 1980 y 1982 aparecen con bastante nitidez las primeras manifestaciones de la crisis económica y, en cierto modo, se cierra el extenso lapso en que la sociedad ecuatoriana alcanzó sus más altas tasas de crecimiento económico. El PIB per cápita registró una tasa media de 0.4% anual; la formación interna bruta de capital fijo cayó en el 0.1% anual en términos reales y el crecimiento de la demanda interna fue inferior al 3.9%, a pesar de la expansión del consumo total que se registró en 1980.

La inversión interna bruta alcanzó una proporción de 24.8% respecto al PIB, inferior al promedio de 26.2% en el quinquenio 1975-79. El ahorro interno bruto (18.8% del PIB) financió el 76% de la inversión total, en contraste con el 78 % del periodo 1975-1979.

Aunque el balance financiero (ahorro-inversión) de 1980 y 1981 indicaba una brecha de 4.4% en promedio, algo menos que el -5.8% del periodo 1975-1979, hacia fines de 1982 se situó en el 9.4% del PIB comparable solamente con la brecha de 1971 (10.8%) antes del boom petrolero.

La catástrofe ocasionada por las inundaciones durante un prolongado periodo lluvioso que se extendió desde octubre de 1982 a julio de 1983 implicó una contracción general de las actividades internas y agravó la tendencia recesiva con que había concluido el año 1981. El sector agropecuario fue el más afectado, pues su volumen de producción registró caídas consecutivas del 2.3% y 30% —en 1982 y 1983, respectivamente— y su pérdida en valor fue equivalente al 5.3% del PIB de 1983. Por su parte, después de su último incremento en 1981, los precios internacionales del petróleo ecuatoriano descendieron en el 5.1% y el 15.4% en 1982 y 1983, respectivamente, con un deterioro promedio de

US\$ 5.00 por barril. El sector manufacturero experimentó en 1983 una disminución en volumen estimada en el 5.6 % respecto a 1982 y, por primera vez desde 1965, registró tasas negativas que se prolongarían hasta 1985, aunque su debilitamiento había empezado a manifestarse desde 1978-1979.

A los problemas originados en la contracción de la demanda interna (deterioro del ingreso de los consumidores) y externa (cierre del mercado venezolano y restricciones del mercado colombiano), se sumó una serie de obstáculos financieros (cierre del crédito externo, altas tasas de interés internacionales) y de escasez de materias primas (locales e importadas), lo que habría de incidir en menores niveles de empleo y en efectos recesivos sobre las demás actividades productivas.

La política económica se había inflexibilizado alrededor de un conjunto de conceptos válidos para coyunturas internas y externas estables, pero absolutamente obsoletos para circunstancias frágiles y cambiantes. Sólo el aumento violento del precio del petróleo en el mercado internacional —a fines de 1979 y 1980— pudo dilatar el evidenciamiento de la crisis a la vez que permitió continuar ejecutando la política de endeudamiento externo durante 1980 y parte de 1981.¹¹

Las dificultades eran cada vez mayores, mientras las alternativas de ajuste de esta política económica estaban agotadas. El servicio de la deuda externa alcanzó al 64.5% de las exportaciones de bienes y servicios en 1979 y, si bien declinó transitoriamente en 1980, se volvió a deteriorar en el siguiente año, forzando —bajo las restricciones de política económica vigente— a un intenso endeudamiento externo que sólo pudo cristalizarse mediante la reducción del plazo de las nuevas contracciones.

De esta forma llegó a su fin, con bastante retraso, una política económica que sacrificó la estabilidad de mediano y largo plazo por una transitoria de corta duración. Las previsiones desarrolladas a mediados de 1981 por el Banco Central para el período 1981-1984 determinaban la existencia de un sistema económico que, para continuar trabajando bajo los lineamientos de la misma política económica, requería de un endeudamiento externo neto adicional de 6.800 millones de dólares. Esto representaba el 53% de los ingresos totales de la balanza de pagos y multiplicaba 2.5 veces —en apenas cuatro años— la deuda externa total acumulada por el país hasta fines de 1980. Por supuesto, el modelo demostraba que todas las relaciones externas de la economía se deterioraban, aún bajo el supuesto de un precio del petróleo oscilante entre US\$ 36 y US\$ 38 el barril —pesimista para aquella época— ya que el servicio de la deuda frente a las exportaciones llegaba a 99% en 1984 y la relación exportaciones-PIB caía al 16.8%, el nivel más bajo desde 1971.

Por otro lado, el déficit fiscal continuaba expandiéndose hasta llegar nuevamente a representar el 5.5% del PIB al final del período analizado, mientras la economía podía crecer a una tasa promedio de 4.5% inferior

¹¹ Sierra, Enrique: "Síntesis y apreciación de la evolución de la economía y de las políticas económicas en el período 1980-1984", Proyecto EC/80/007; Junio 1984, Mimeo; p. 6.

Cuadro 9

ECUADOR: CRECIMIENTO DEL CUASI-DINERO, 1966-1985

(Millones de Suces y Porcentajes)

Año	Cuasi - Dinero			Cuasi - Dinero / PIB			T.C.A. Cuasi - Dinero		
	Sistema Bancario	O.I.F.	Total	Sistema Bancario	O.I.F.	Total	Sistema Bancario	O.I.F.	Total
	(Millones de Suces)			(Porcentajes)					
1966	2.696		2.696	22.596	11,9	11,9			
1967	3.085		3.085	25.238	12,2	12,2	14,4		14,4
1968	3.781		3.781	27.412	13,8	13,8	22,6		22,6
1969	4.481		4.481	30.144	14,9	14,9	18,5		18,5
1970	5.275		5.275	35.019	15,1	15,1	17,7		17,7
1971	5.607		5.607	40.048	14,0	14,0	6,3		6,3
1972	6.873		6.873	46.859	14,7	14,7	22,6		22,6
1973	7.440		7.440	62.229	12,0	12,0	8,2		8,2
1974	8.987	2.210	11.197	92.763	9,7	2,4	12,1	20,8	50,5
1975	11.335	3.467	14.802	107.740	10,5	3,9	13,7	26,1	56,9
1976	16.692	5.937	22.629	132.913	12,6	4,5	17,1	47,3	71,2
1977	19.322	7.550	26.872	166.376	11,6	4,5	16,1	15,8	27,2
1978	21.844	8.954	30.798	191.345	11,4	4,47	16,1	13,1	18,6
1979	26.027	11.200	37.227	233.963	11,1	4,8	15,9	19,1	25,1
1980	32.461	13.300	45.761	293.337	11,1	4,5	15,6	24,7	18,8
1981	36.525	16.300	52.825	348.662	10,5	4,7	15,2	12,5	22,6
1982	54.540	27.700	82.240	415.715	13,1	6,7	19,8	49,3	69,9
1983	75.697	27.700	103.397	560.271	13,6	4,9	18,5	38,9	25,7
1984	116.368	38.600	154.968	805.701	14,4	4,8	19,2	53,7	39,4
1985	162.843	48.500	211.343	1.147.907	14,2	4,2	18,4	39,9	25,6

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Los Autores

1985 — Provisional

T.C.A. — Tasa de Crecimiento Anual

a la tasa media de la década anterior pero mayor a la de la población.¹²

En mayo de 1982 se puso en vigencia un "Programa de Estabilización Económica y Social" que procuraba enfrentar los desajustes de la economía y los efectos de la crisis de la economía mundial con un conjunto de políticas atinentes al orden fiscal, monetario y cambiario, y cuyos objetivos se resumen en: a) racionalización del sector público; b) fortalecimiento de la capacidad de generación de ahorro interno y su canalización hacia la inversión productiva y, c) corrección de los desequilibrios del sector externo.

La extraordinaria contracción de las actividades económicas en 1983 debido a la aplicación del "Programa de Estabilización" y a la catástrofe de las inundaciones, provocó una caída de la inversión y el ahorro. En ese año la inversión del sector privado solamente representó el

¹² Banco Central del Ecuador; "Previsiones para la Economía Ecuatoriana 1981-1984. Primera Estimación", Banco Central; Julio 1981; estudio no publicado.

10.3 % del PIB y el balance financiero (ahorro-inversión) respectivo arrojó un déficit de 2.3 %, equivalente al 72 % del préstamo global. El sector público, en cambio, mostró los primeros resultados de las políticas correctivas que empezaron a aplicarse en 1981-1982 y su nivel de ahorro alcanzó una magnitud similar a la de 1980, con lo cual el balance financiero público se redujo significativamente al 0.9% del PIB.

En 1984 y 1985 se aprecian ligeras mejorías de la inversión total —alrededor del 18% del PIB— aunque no alcanzaron las proporciones registradas hasta 1982. De manera similar, la relación ahorro —PIB se sitúa en un promedio de 14.7% sin llegar a igualar el 18.8% del trienio 1980-1982, aunque debe reconocerse que el balance financiero del sector público registra excedentes en 1984 y 1985, modificando la tendencia de los años anteriores.

Las medidas de ajuste iniciadas en 1981 e intensificadas en 1982 y 1983 afectaron, como es lógico suponer, el valor agregado de las administraciones públicas y consecuentemente la generación de empleo en el sector público. La caída de la producción agrícola, el encarecimiento y las restricciones a las importaciones y las deficiencias de los sistemas de comercialización interna aceleraron las presiones inflacionarias, sin perjuicio de la incertidumbre que generó tendencias especulativas, y todo ello se manifestó en un índice del 63.4% (setiembre de 1983), el más alto que registra la economía ecuatoriana en todo el período contemporáneo. El desempleo abierto de 1983 alcanzó al 9% de la población activa, frente a un promedio estructural del 6% y la tasa de desempleo equivalente (sumado al nivel de subempleo estructural) llegó a afectar al 50% de la fuerza de trabajo disponible.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo del 8.7% del PIB en 1982 al 1% en 1983 y se ha mantenido alrededor de ese nivel hasta 1985 inclusive. El desequilibrio fiscal se corrigió transformándolo en superávit del 0.4% del PIB en 1983 frente a un déficit del 6.7% en 1982. Por supuesto, la combinación de medidas de ajuste provocó conjuntamente con la pérdida de producción agropecuaria derivada de las inundaciones la presencia de un proceso recesivo que se evidencia en la caída del PIB del 2.8% en 1983, pero que se recupera rápidamente en 1984 al crecer en el 4%.

II. MAGNITUD Y TENDENCIAS DEL ENDEUDAMIENTO

1. Endeudamiento total

Entre 1966 y 1976 el nivel del endeudamiento nacional global (interno y externo) creció de manera poco significativa desde el 45% al 51% respecto al PIB total de esos años. El endeudamiento total (interno y externo) del sector público descendió desde una proporción del 20% del PIB de 1966 al 16% del PIB de 1976, en tanto que el endeudamiento privado (interno y externo) aumentó desde el 21.5% al 31% en el mismo período. Si se incluyen otras deudas internas que aparecen con

tabilizadas como "activos netos no clasificados" y no están asignadas a ninguna actividad privada en particular, el endeudamiento total de este sector habría aumentado desde el 25% al 36% en dicho lapso (Cuadro 10).

Cuadro 10

ECUADOR: NIVELES DE ENDEUDAMIENTO * RESPECTO AL PIB TOTAL **

(En Porcentajes)

Años	Endeudamiento Público			Endeudamiento Privado			Endeudamiento Global			Activos Netos no Clasificados	Endeudamiento Nacional
	Inter-nos	Exter-nos	Total	Inter-no	Exter-no	Total	Inter-no	Exter-no	Total		
1966	11.6	8.7	20.3	19.0	2.5	21.5	30.6	11.2	41.8	3.0	45.1
1967	10.1	8.2	18.3	19.6	3.4	23.0	29.7	11.6	41.3	4.1	45.4
1968	12.9	12.4	25.8	21.2	0.5	21.7	34.1	12.9	47.0	4.8	51.6
1969	15.1	12.0	27.1	21.9	0.7	21.9	36.8	12.7	49.8	4.7	53.7
1970	13.9	13.5	27.4	21.5	0.7	22.2	35.4	14.2	49.8	4.5	54.1
1971	14.7	15.5	30.2	20.9	0.8	21.6	35.8	16.8	51.8	4.8	56.6
1972	9.6	17.3	26.9	19.9	1.9	20.9	29.5	18.3	47.8	4.8	52.6
1973	5.5	14.7	20.2	18.4	0.6	19.8	23.8	15.8	39.2	4.4	43.6
1974	2.9	10.2	13.1	23.4	0.8	24.8	26.8	11.1	37.4	2.4	39.6
1975	2.0	10.6	12.6	27.2	1.8	28.8	29.2	11.9	41.1	4.3	45.3
1976	3.8	12.0	15.8	29.5	1.1	30.6	33.8	13.1	46.4	5.0	51.4
1977	1.6	16.1	17.7	28.8	2.9	31.7	30.4	19.8	49.4	3.7	53.1
1978	1.4	32.4	33.8	31.8	6.5	38.1	33.0	38.8	71.3	4.9	76.8
1979	(0.8)	30.4	30.1	31.8	7.5	39.4	31.6	37.8	69.5	5.9	75.4
1980	(1.0)	30.1	29.1	31.7	9.6	41.8	30.7	39.7	70.4	4.7	75.1
1981	(3.1)	31.7	28.8	34.0	10.4	44.4	30.8	42.1	73.0	6.2	79.2
1982	(2.7)	33.8	30.8	42.8	11.8	53.8	39.3	44.8	84.1	12.5	96.6
1983	(5.1)	47.9	42.8	42.6	5.8	47.8	37.5	53.2	90.7	16.3	107.0
1984	(3.6)	52.8	49.3	39.8	1.4	41.0	36.8	54.8	90.8	30.8	120.8
1985	(6.8)	45.5	38.7	40.2	0.8	40.8	33.4	46.1	79.8	36.8	116.0

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los autores.

Notas: () Es negativo.

* Público, privado y total nacional.

** Para el endeudamiento global se incluye únicamente la deuda total de cada sector. Para el nacional se adiciona la deuda diferida (activos netos no clasificados).

1985 - Provisional

A partir de 1977 el nivel del endeudamiento nacional global experimenta saltos extraordinarios, ya que de una proporción del 53% respecto al PIB de ese año pasa a otra del 79% respecto al PIB de 1981 y alcanza un máximo de 120% respecto al PIB de 1984. El endeudamiento externo total (público y privado) que había observado una relación estable entre el 11% y 19% del PIB total durante el período

1966-1977, aumentó al 39 % del PIB de 1978 y alcanzó un máximo de 54 % en 1984. Por su parte, el endeudamiento interno total (público y privado) que se mantuvo en una proporción del 38% hasta 1981 aumentó al 52% en 1982, con un máximo de 70% en 1985, incluyendo los "activos netos no-clasificados".

Si se observa detenidamente el proceso del endeudamiento nacional global, puede percibirse que el actual "sobre-endeudamiento" de la economía ecuatoriana es consecuencia de una doble política de contraer obligaciones "agresivamente". De una parte, los sectores público y privado contrataron deudas en moneda extranjera a un ritmo mayor que el crecimiento del PIB global, a partir de 1978; de otra, el sector privado de manera exclusiva intensifica sus obligaciones totales (internas y externas) a partir del mismo año hasta poner en serio riesgo su propio patrimonio, como se verá más adelante, ya que el endeudamiento total de este sector representa en 1985 las dos terceras partes del endeudamiento nacional global.

2. *Deudas en moneda extranjera*

Hasta 1971, el endeudamiento en moneda extranjera (público y privado) representaba alrededor del 26% del endeudamiento nacional total. Entre 1972 y 1977 dicha proporción aumentó al 30% y desde 1978 hasta 1981 se elevó a un promedio del 49%. Después de alcanzar un máximo de 53% en ese último año, el endeudamiento en moneda extranjera disminuye progresivamente su participación en el endeudamiento nacional total hasta colocarse en el 40% a fines de 1985.

Como resultado de la política de endeudamiento externo "agresivo" en que incurrieron los sectores público y privado, entre 1977 y 1978 el primero y entre 1978 y 1981 el segundo, la deuda en moneda extranjera a finales de 1982 había alcanzado un total de US\$ 6.186 millones, es decir, nueve veces la deuda externa acumulada hasta fines de 1976 (US\$ 693 millones).

Entretanto, la relación entre el servicio de dicha deuda y las exportaciones totales de bienes y servicios se multiplicó igual número de veces, desde el 7.8% (1976) al 72.6% (1982).

En cuanto a su distribución sectorial, la deuda del sector público a fines de 1982 (US\$ 4.557 millones) representaba siete veces su equivalente de 1976, mientras la deuda del sector privado (US\$ 1.628,5 millones) se había multiplicado en 28 veces respecto a su equivalente de 1976. Como es obvio, desde una proporción del 8.3% respecto al endeudamiento externo total de 1976, el endeudamiento del sector privado en moneda extranjera aumentó al 26.3% del endeudamiento externo total de 1982.

En relación a los depósitos totales del sistema financiero, la deuda en moneda extranjera (pública y privada) de 1982 había llegado a representar el 281%, mientras que entre 1970 y 1976 se había mantenido en alrededor del 85%, con mínimos del 73% en 1975 y 1976. En esa pers-

pectiva, parece consistente afirmar que el boom económico y las expectativas promovidas por las políticas económicas de la época configuraron una típica burbuja financiera que, desde entonces, propició la sobre-exposición del sistema financiero; habida cuenta de su intermedialidad entre los sectores productivos y los acreedores internacionales.

En efecto, si se excluye la deuda externa pública, la relación entre el endeudamiento en moneda extranjera y los depósitos totales del sistema financiero creció desde un mínimo del 5% en 1970 al 6.1% en 1976, y desde entonces del 16% en 1977 al 74% en 1982 (Cuadro 11). En cambio, el endeudamiento externo del sector público muestra una relación descendente entre 1970 y 1976, del 88% al 67% y luego se expande paulatinamente desde el 75% en 1977 al 207% en 1982.

El deterioro del perfil de pago y el incremento del servicio de la deuda externa, cuya relación con las exportaciones totales ya había alcanzado el 65% en 1979, sumieron a la balanza de capitales en un problema explosivo, al estilo del teorema de la telaraña. Por cierto, el transitorio aumento del precio del petróleo en 1980 modificó levemente esta relación (Cuadro 8) ese año y ello encubrió por algún tiempo la gravedad del problema hasta volverlo insostenible en 1982 cuando el servicio de la deuda —antes de la refinanciación— había llegado a comprometer más del 120% de las exportaciones totales.

A fines de 1985, la deuda externa total (US\$ 7.440 millones) se había situado en el 46% del PIB, por debajo del 54% observado en 1984. El endeudamiento del sector público (US\$ 7.343 millones) aparece con una participación del 45.5% respecto al PIB, mientras la deuda privada muestra una magnitud insignificante (US\$ 97 millones) en comparación con la situación de 1982. Estas modificaciones obedecen, como se explicará a continuación, al llamado proceso de "suetización" de la deuda privada, es decir, a su refinanciación y transformación en moneda nacional que tomó a su cargo el Banco Central desde noviembre de 1982. (Cuadros 9 y 12).

3. Deudas en moneda nacional

Hasta 1976, el endeudamiento interno conservó una participación media del 72% respecto al endeudamiento nacional global. Desde 1977, como consecuencia del mayor crecimiento de la deuda en moneda extranjera, el endeudamiento en moneda nacional se redujo a una proporción media del 51% respecto al total nacional, para recuperarse nuevamente, desde 1982, a una media de 55% y una máxima de 60% en 1985.

No obstante, es conveniente desagregar el comportamiento de la deuda total en moneda nacional según sus componentes sectoriales ya que una relación aparentemente estable para toda la economía oculta serias desviaciones.

En efecto, si se excluyen los "activos netos no clasificados", el endeudamiento interno total habría observado una proporción media del 32% en un periodo de veinte años (1966-1985), con una mínima de 24% y una máxima de 39% en 1973 y 1982, respectivamente. En tal caso,

Cuadro 11

ECUADOR: DEUDA EXTERNA Y NIVELES DE LAS TASAS DE INTERÉS

(Millones de sucres y porcentajes)

Años	Deuda Externa			Relación Deuda-Depósitos			Composición Deuda Externa			Tasas de Interés			
	Depos. ¹ (Millones de Sucres)	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Libor	Int.- Cr.	Int.- Depos.
1970	5.349	4.730	252	4.982	88.4	4.7	93.1	94.9	5.1	100.0	8.9	12.0	6.0
1971	6.589	6.200	320	6.520	94.1	4.9	99.0	95.1	4.9	100.0	7.1	12.0	6.0
1972	8.073	8.118	355	9.510	87.8	5.9	106.5	94.4	5.6	100.0	6.0	12.0	6.0
1973	10.431	9.155	480	8.598	100.6	3.4	91.2	96.3	3.7	100.0	9.4	12.0	6.0
1974	15.092	9.430	820	10.250	62.5	5.4	67.9	92.0	8.0	100.0	10.8	12.0	6.0
1975	17.576	11.413	1.405	12.818	64.9	8.0	72.9	89.0	11.0	100.0	7.7	12.0	6.0
1976	23.632	15.895	1.433	17.328	67.3	6.1	73.3	91.7	8.3	100.0	6.1	12.0	6.0
1977	29.017	21.843	4.750	26.593	75.3	16.4	91.6	82.1	17.9	100.0	6.3	12.0	6.0
1978	32.941	61.950	12.405	74.355	188.1	37.7	225.7	83.3	16.7	100.0	9.1	12.0	6.0
1979	37.990	71.195	17.658	88.853	187.4	46.5	233.9	80.1	19.9	100.0	11.9	12.0	6.0
1980	48.469	88.258	28.045	116.303	182.1	57.9	240.0	75.9	24.1	100.0	13.9	12.0	6.0
1981	54.107	110.398	36.308	146.706	204.0	67.1	271.1	75.3	24.7	100.0	16.7	12.0	8.0
1982	66.255	137.311	49.067	186.378	207.2	74.1	281.3	73.7	26.3	100.0	13.6	15.0	12.0
1983	87.884	268.575	29.875	298.450	305.6	34.0	339.6	90.0	10.0	100.0	9.9	19.0	18.0
1984	131.804	426.175	11.139	437.314	323.3	8.5	331.8	97.5	2.5	100.0	11.3	23.0	20.0
1985	182.386	521.853	6.887	528.740	286.1	3.8	289.9	98.7	1.3	100.0	8.9 ²	23.0	20.0

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los autores.

Notas: ¹ Equivalente a M3 menos (-) especies monetarias en circulación.² En FMI, IFS, marzo 1986.

1985 - Provisional.

Cuadro 12

ECUADOR: ENDEUDAMIENTO GLOBAL Y TOTAL NACIONAL¹

(Millones de Suces)

Años	Endeudamiento Público				Endeudamiento Privado			Total Endeudamiento Global	Activos Netos no Clasificados	Total Endeudamiento Nacional	
	Interno		Externo	Total	Total Deuda Pública	Interno					Total Deuda Privada
	Crédito	Obligaciones				Crédito Interno	Externo				
1966	663	1.956	2.619	1.967	4.586	4.303	565	4.868	9.454	739	10.193
1967	425	2.126	2.551	2.072	4.623	4.942	868	5.810	10.433	1.045	11.478
1968	827	2.720	3.547	3.388	6.935	5.822	144	5.966	12.901	1.273	14.174
1969	1.376	3.161	4.537	3.618	8.155	6.388	218	6.606	14.761	1.428	16.189
1970	1.810	3.046	4.856	4.730	9.586	7.927	252	7.779	17.365	1.583	18.948
1971	2.583	3.304	5.887	6.200	12.087	8.321	320	8.641	20.728	1.913	22.641
1972	1.635	2.877	4.512	8.118	12.630	9.308	480	9.788	22.418	2.245	24.663
1973	(244)	3.695	3.451	9.155	12.606	11.459	355	11.814	24.420	2.761	27.181
1974	(1.427)	4.079	2.652	9.430	12.082	21.679	820	22.499	34.581	2.224	36.805
1975	(2.133)	4.291	2.158	11.413	13.571	29.299	1.405	30.704	44.275	4.549	48.824
1976	(2.049)	7.102	5.053	15.895	20.948	39.254	1.433	40.687	61.635	6.586	68.221
1977	(4.910)	7.598	2.688	26.843	29.531	47.987	4.750	52.737	82.268	6.130	88.398
1978	(6.379)	9.067	2.688	61.950	64.638	60.374	12.405	72.779	137.417	9.381	146.798
1979	(11.092)	10.494	(598)	71.195	70.597	74.725	17.658	92.383	162.980	13.696	176.676
1980	(13.241)	10.285	(2.956)	88.258	85.302	92.834	28.045	120.979	206.281	14.894	220.175
1981	(21.533)	10.748	(10.785)	110.398	99.613	118.641	36.308	154.949	254.562	21.650	276.212
1982	(26.162)	14.898	(11.264)	137.311	126.047	174.735	49.087	223.802	349.849	52.079	401.928
1983	(39.996)	11.167	(28.829)	268.575 ³	239.746	238.782 ³	29.875 ⁴	268.657	508.403	91.447	599.850
1984	(49.962)	20.694	(29.268)	426.175	396.907	318.797 ³	11.139	329.936	726.843	241.464	968.307
1985	(94.680)	16.319	(78.361)	521.853	443.492	461.020 ³	6.887	467.907	911.399	418.651	1.330.050

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Notas: ¹ Ver nota del Cuadro N° 40 para diferencia entre global y nacional.² Bonos de la deuda pública en circulación al final de cada año. Incluye bonos dólares y bonos bolívares.³ Incluye los créditos por sucretización de la deuda privada.⁴ En noviembre de 1982 el Banco Central del Ecuador asumió la deuda del sector Privado con los bancos extranjeros; y en junio de 1983 lo hizo con el Club de París.

estas tendencias de la deuda interna serían consecuentes con cada una de las fases del crecimiento de la economía ecuatoriana, y el endeudamiento total sólo habría podido explicarse por el comportamiento de la deuda externa.

a) Sector Público

Por su parte, el endeudamiento público en moneda nacional se caracteriza por un comportamiento diferenciable en cuatro etapas. Durante el período pre-petrolero (hasta 1971) muestra un crecimiento sostenido del 11% al 15% del PIB total; seguido inmediatamente por otra etapa de decrecimiento (entre 1972 y 1975) que corresponde a la fase de expansión de los ingresos del sector público, la reducción del déficit fiscal y, en consecuencia, la disminución de la posición deudora neta con el Banco Central. Desde entonces y hasta 1978 la deuda interna del sector público se estabiliza en magnitudes inferiores al 2% del PIB; en tanto que, a partir de 1979, la acumulación de depósitos públicos en el Banco Central hace negativa la posición crediticia interna (Cuadro 10), lo cual es corroborado por el saldo en circulación de las obligaciones emitidas por el sector público y un panorama de "desendeudamiento" interno absoluto que se prolonga hasta 1985.

Cuadro 13

ECUADOR: DISTRIBUCIÓN DEL DÉFICIT FISCAL POR INSTITUCIONES

(Millones de sucres y porcentajes)

Año	Gobierno central		Resto del sector público		Total sector público	
	Déficit o superávit	Como % del PIB	Déficit o superávit	Como % del PIB	Déficit o superávit	Como % del PIB
1970	(911)	(2,6)	(63)	(0,2)	(974)	(2,8)
1971	(1.224)	(3,1)	(462)	(1,2)	(1.686)	(4,2)
1972	(318)	(0,7)	(156)	(0,3)	(474)	(1,0)
1973	124	0,2	326	0,5	450	0,7
1974	(3)	—	747	0,8	744	0,8
1975	(666)	(0,8)	(1.987)	(1,8)	(2.653)	(2,8)
1976	(2.160)	(1,8)	(2.144)	(1,8)	(4.304)	(3,2)
1977	(5.436)	(3,3)	(4.306)	(2,6)	(9.742)	(5,8)
1978	(2.332)	(1,2)	(8.939)	(4,7)	(11.271)	(5,8)
1979	(1.570)	(0,7)	(8.100)	(3,5)	(9.670)	(4,1)
1980	(4.380)	(1,5)	(5.509)	(1,8)	(9.889)	(3,4)
1981	(16.836)	(4,3)	2.616	0,9	(14.220)	(4,1)
1982	(18.583)	(4,5)	(9.205)	2,2	(27.788)	(6,7)
1983	(13.831)	(2,8)	16.239	2,8	2.408	0,4
1984	(6.784)	(0,8)	10.055	1,2	3.271	0,4
1985	10.777	0,9	5.928	0,5	16.705	1,5

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los autores.

1985: Provisional.

(-) Signo negativo o déficit, según el caso.

Indudablemente, esas evidencias estadísticas son aparentemente contradictorias con el déficit fiscal observado hasta 1984 en el caso del Gobierno Central y el déficit del "resto del sector público" hasta 1980, exceptuando el superávit transitorio del bienio 1973-1974 (Cuadro 13). Aun el sector público no financiero muestra resultados similares entre 1970 y 1982, con igual excepción en el bienio 1973-1974 (Cuadro 14).

Cuadro 14

ECUADOR: SITUACIÓN FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de sucres y porcentajes)

Año	Ingresos corrientes netos		Egresos corrientes y de capital		Déficit o superávit	Déficit o superávit como % del PIB
	Valor	T.C.A. %	Valor	T.C.A. %		
1965	4.429	—	4.624	—	(195)	(0,9)
1966	4.957	12,0	4.713	1,9	244	1,1
1967	5.704	15,1	5.160	9,5	544	2,2
1968	6.377	11,8	6.364	23,3	13	—
1969	7.506	17,7	7.515	18,1	(9)	—
1970	9.061	20,7	10.035	33,5	(974)	(2,8)
1971	10.507	16,0	12.193	21,5	(1.686)	(4,2)
1972	12.561	19,5	13.035	6,9	(474)	(1,0)
1973	18.716	49,0	18.266	40,1	450	0,7
1974	28.289	51,1	27.545	50,8	744	0,8
1975	31.757	12,3	34.410	24,9	(2.653)	(2,9)
1976	41.961	29,9	45.565	32,4	(4.304)	(3,2)
1977	50.082	21,4	59.824	31,3	(9.742)	(5,9)
1978	61.970	23,7	73.241	22,4	(11.271)	(5,9)
1979	76.957	24,2	86.527	18,8	(9.570)	(4,1)
1980	92.304	19,9	102.193	18,8	(9.889)	(3,4)
1981	109.912	19,1	124.132	21,5	(14.220)	(4,1)
1982	102.464	(6,8)	130.252	4,8	(27.788)	(6,7)
1983	174.216	70,0	171.808	31,9	2.408	0,4
1984	243.871	40,0	240.600	40,0	3.271	0,4
1985	366.162	50,1	349.457	45,2	16.705	1,5

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los autores.

1985: Provisional.

(-) Signo negativo o déficit, según el caso.

Conviene puntualizar, entonces, las razones que esclarecen tal contradicción de la manera siguiente:

- i) En los últimos años, el déficit del sector público se concentró principalmente en el Gobierno Central, mientras que varias entidades y empresas públicas disponían de excedentes no utilizables acumulados en las cuentas del Banco Central;
- ii) En igual período, el Gobierno Central asumió como propias algunas deudas externas de otras entidades públicas, especialmente aquellas destinadas a financiar proyectos específicos, para favorecer la disponibilidad de excedentes de caja de tales entidades;
- iii) La estructura tributaria del período petrolero (1973 en adelante)

lante) se sustentó en principios de asignación de recursos para usos específicos, particularmente aquellos provenientes de la misma renta petrolera, los cuales al ser destinados a proyectos de lenta ejecución hicieron inflexible la utilización de los excedentes, contribuyeron al mayor endeudamiento externo y favorecieron la postergación del ajuste cambiario; y,

iv) La Ley de Régimen Monetario limita el acceso del sector público al crédito bruto del Banco Central, hasta un máximo del 10% de los ingresos corrientes —promedio de tres años—, y obliga a su cancelación en el transcurso del mismo ejercicio.

b) *Sector Privado*

La deuda en moneda nacional sostiene una relación media del 20% frente al PIB total hasta 1976; luego aumenta a una media del 29% hasta 1979 y a otra de 38% entre 1980 y 1984. Si se corta el análisis hasta 1982, para excluir el impacto de la sucretización antes comentada, la tendencia del endeudamiento privado en moneda nacional implica un crecimiento sostenido por unidad de producto, ya que la relación se duplica entre 1966 (19%) y 1982 (42%).

Si, por otra parte, se agregan los "activos netos no-clasificados" al endeudamiento privado, la relación frente al PIB crece desde el 22% en 1966 al 55% en 1982, con lo cual la tendencia al "sobrendeudamiento" privado se manifiesta en un salto de 2.5 veces entre ambos extremos (Cuadro 10).

De esa manera, pese a la restricción crediticia del Banco Central (1982 en adelante) y a la modificación de las condiciones de refinanciación de la deuda privada en moneda extranjera (a fines de 1984, durante la presente gestión gubernamental), el nivel del endeudamiento privado total en moneda nacional se sitúa en el 77% respecto al PIB de 1985.

Es evidente, entonces, que de no corregirse esta distorsión de los "activos netos no-clasificados", y de mantenerse el subsidio —establecido en 1985— a la "sucretización", el sector público deberá asumir —en sucres de 1985— una deuda interna adicional equivalente al 18% del PIB, puesto que —según los balances del Banco Central al 31 de diciembre de 1985— existe una pérdida cambiaria de 208 mil millones de sucres, cuya evolución dependerá del comportamiento futuro de la tasa de inflación interna, el nivel del tipo de cambio y los resultados de la balanza de pagos. En la medida en que se amplíe la brecha entre los costos internos y externos de la deuda privada refinanciada en sucres, crecerá el subsidio y el consiguiente impacto en los desequilibrios del sector público.

En el caso ecuatoriano, el concepto de "producto industrial total" se aproxima bastante al concepto de "valor agregado del sector privado". Si se excluyen hidrocarburos, electricidad, gas y agua, que corresponden casi totalmente a empresas públicas, el cociente "deuda interna/producto industrial total" permite apreciar, asimismo, un significativo y persis-

tente deterioro de la productividad de los factores. Dicha relación, como se aprecia en el Cuadro 15, creció de manera sostenida a lo largo de todo el período estudiado y se ubicó en un máximo de 56% respecto al PIB industrial privado, aun antes de la refinanciación de la deuda externa. Más aún, para efectos de medir el comportamiento interno en sentido restringido, dicha relación ha excluido la deuda externa privada y los "activos netos no-clasificados" (Cuadro 12).

Cuadro 15

**ECUADOR: ENDEUDAMIENTO INTERNO Y VALOR
AGREGADO PRIVADO**
(Millones de sucres y porcentajes)

Años	Crédito interno del sistema financiero al sector privado (1)	Valor agregado bruto del sector industrial (2)	Nivel de endeudamiento relativo frente al V.A.B. %
1966	4.303	19.148	22.5
1967	4.942	21.385	23.1
1968	5.822	22.982	25.3
1969	6.388	25.186	25.4
1970	7.527	29.417	25.6
1971	8.321	34.090	24.4
1972	9.308	38.460	24.2
1973	11.459	46.766	24.5
1974	21.679	64.290	33.7
1975	29.299	79.331	36.9
1976	39.254	100.030	39.2
1977	47.987	126.769	37.9
1978	60.374	150.967	40.0
1979	74.725	176.452	42.3
1980	92.934	243.193	38.2
1981	118.641	256.976	46.2
1982	174.735	310.696	56.2
1983 (3)	238.782	410.948	58.1
1984	318.797	587.689	54.2
1985	461.020	826.899	55.8

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los Autores.

Notas: (1) Crédito Interno al Sector Privado del Sistema Bancario Consolidado 1974 del Sistema Financiero.

(2) Valor agregado Bruto Industrial menos (—) el valor agregado de los sectores petróleo y electricidad, gas y agua que son administrados por el Sector Público.

(3) A partir de 1983 se incluye los créditos por "sucretización" de la deuda privada.

1985 - Provisional.

Cuadro 16

ECUADOR: EXPOSICION DEL SISTEMA FINANCIERO
(Millones de sucres, porcentajes y número de veces)

Años	Capital y reservas sistema financiero (1)	Crédito interno al sector privado (1)	Exposición del capital sistema financiero	Activos netos no clasificados (1)	Riesgo adicional a la exposición del capital	Relación del riesgo adicional frente a PIB total (%)
1966	963	4.303	4.5	739	0.8	3.3
1967	1.096	4.942	4.5	1.045	1.0	4.1
1968	1.185	5.822	4.9	1.273	1.1	4.6
1969	1.315	6.388	4.9	1.428	1.1	4.7
1970	1.481	7.527	5.1	1.583	1.1	4.5
1971	1.624	8.321	5.1	1.913	1.2	4.8
1972	1.662	9.308	5.6	2.245	1.4	4.8
1973	2.019	11.459	5.7	2.761	1.4	4.4
1974	5.015	21.679	4.3	2.224	0.4	2.4
1975	6.262	29.299	4.7	4.549	0.7	4.2
1976	7.767	39.254	5.1	6.586	0.8	5.0
1977	9.337	47.987	5.1	6.130	0.7	3.7
1978	13.581	60.374	4.4	9.381	0.7	4.9
1979	16.396	74.725	4.6	13.696	0.8	5.9
1980	20.116	92.934	4.6	13.894	0.7	4.7
1981	24.842	118.641	4.8	21.650	0.9	6.2
1982	30.848	174.735	5.7	52.079	1.7	12.5
1983	33.860	238.782	7.1	91.447	2.7	16.3
1984	42.545	318.797	7.5	241.464	5.7	30.0
1985	58.602	461.020	7.9	418.651	7.1	36.5

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Los Autores.

Notas: (1) Corresponde al sistema monetario consolidado hasta 1973, y desde 1974 se incluyen los capitales privado y oficial y reservas de otros intermediarios financieros. Para el caso de crédito y activos netos no clasificados se procedió de igual forma, consolidando las cuentas respectivas.

1985 - Provisional.

Según Solimano la relación deuda interna-producto industrial se incrementa si la tasa de interés real es mayor que la tasa de crecimiento del PIB del sector, o si la tasa de crecimiento de los precios de los bienes y servicios privados es menor a la tasa de inflación general de la economía, siendo muchas las causas que pueden provocar este sobreendeudamiento. En el caso del Ecuador parece que no se cumple ninguna

de las dos condiciones, especialmente a partir de 1975 cuando la tasa de interés real es negativa mientras la tasa de crecimiento industrial es alta y positiva, y la tasa de inflación de los bienes y servicios ofrecidos por el sector privado fue superior a la general, en razón del congelamiento de la mayoría de los precios de los bienes y servicios públicos que forman parte del índice global.

La hipótesis que cabría explorar en estas circunstancias podría ser la de una inversión superior a la necesaria para cubrir la expansión real de la economía. Ello habría generado un sobredimensionamiento industrial y una menor productividad marginal del capital como lo sugieren los índices de utilización de la capacidad instalada, que se han mantenido oscilando entre el 65% y 75% y confirman la existencia de inversión ociosa con efectos en la rentabilidad del capital.

Por otro lado, el comportamiento del endeudamiento privado lleva a sostener que se modificó la estructura de los pasivos en favor del endeudamiento frente a terceros antes que con relación a los propietarios del capital, como consecuencia de una política tributaria que grava las ganancias netas del capital una vez deducidos los costos financieros de las obligaciones frente a terceros, pero no reconoce el costo de oportunidad del uso del capital de los propietarios de las empresas, promoviendo el desarrollo y la formación de unidades productivas con altos índices de endeudamiento frente a terceros.

En igual sentido, las políticas de tasas de interés y tipo de cambio también fueron agentes coadyuvantes de este resultado; ya que el precio relativo de los factores de la producción favoreció al capital frente al trabajo, e impulsó la formación de una economía propensa al uso más intenso de ese factor.

III. POSIBILIDADES DE PAGO DE LA DEUDA

1. *Las políticas de ajuste del sector externo y el programa de estabilización económica (1982-84)*

a) *Sector Externo*

El programa de estabilización económica iniciado en 1982 planteó como prioridad inicial la corrección del déficit externo, cuyas dimensiones y características demandaban un tratamiento perseverante y de mayor duración. Además de la debilidad que se reflejaba en los resultados de las transacciones reales, el segmento financiero de la balanza de pagos estaba propenso a recibir los impactos de una economía mundial inestable. La deuda externa, atribuible en el 75% a las obligaciones del sector público, justificaba esta preocupación fundamental sobre el sector externo; tanto más, cuanto que el 65% de la deuda pública y el 90% de la deuda privada estaban contratados con la banca privada internacional.

Para enfrentar el problema, el país tenía —teóricamente— tres alter-

nativas: dejar a las fuerzas del mercado que resuelvan el desequilibrio financiero, aplicar un programa de regulación estatal con ajustes progresivos, y permitir el agravamiento de la situación existente sin introducir reajuste alguno.¹³

La primera alternativa implicaba un tratamiento de "shock", con resultantes impredecibles en lo económico, un costo social no cuantificable y expectativas desestabilizadoras en lo político. El mercado habría actuado, casi exclusivamente, sobre el tipo de cambio y sin considerar las actividades básicas que debían precautelarse, y el ajuste habría tenido efectos marginales sobre la oferta de divisas¹⁴ por la inflexibilidad inmediata de ampliar la producción transable, además de otras implicaciones y efectos no deseables.¹⁵

La segunda alternativa requería un proceso gradual, selectivo, apoyado en políticas diferenciales y transitorias para reducir la demanda de divisas mientras se ajusta paulatinamente el tipo de cambio hasta alcanzar el nivel deseado. Para el caso ecuatoriano, el periodo del ajuste requería unos tres años en ausencia de modificaciones de las variables externas, como los términos del intercambio y las tasas de interés. Pese a la inconveniencia relativa de un ajuste prolongado y de las distorsiones en ciertos mercados por efecto, esto último, de una política de protección efectiva infinita, esta alternativa significaba además una mayor capacidad de control y la reducción de los costos económicos y sociales.

Sin embargo, un programa de ajustes graduales encuentra una grave limitación en la esfera política por las resistencias que suscita entre los diversos grupos de presión. No es extraño reconocer que la eficacia y persistencia del "gradualismo" quedan sujetas a la fuerza de tales presiones internas y, como tales, exigen el doble atributo de la idoneidad técnica y la persuasión política durante un plazo que aparece relativamente extenso en comparación con la alternativa del "shock".

Estas consideraciones inclinaron la decisión en favor de la segunda alternativa, y el programa en cuestión se inició con una serie de medidas que actuaron sobre el sector real de la balanza de pagos, que parecía ofrecer —como se confirmó posteriormente— mejores posibilidades de corrección. Además de variaciones del tipo de cambio, se suspendieron aquellas importaciones secundarias y de relativo control y se prosiguió luego con la racionalización de la demanda de divisas por servicios recibidos, especialmente en el ámbito del sector público.

b) Tasas de Interés

El segundo objetivo fue la reducción de la brecha ahorro-inversión y el apoyo paralelo a la balanza de pagos a través de la simplificación de la

¹³ En la práctica, diseñar un programa de características similares al de 1975.

¹⁴ Zähler utiliza con mucha precisión un argumento similar para explicar —con las diferencias del caso— los efectos de la política de liberación de las tasas de interés en Chile.

¹⁵ Al respecto, ver Foxley: "Enfoques ortodoxos para el ajuste económico de corto plazo: lecciones de la experiencia y temas de investigación", Kellogg Institute; Working Paper N° 1, Dic. 1983; University of Notre Dame.

estructura de tasas de interés y su elevación nominal. El programa incluyó la reducción de los márgenes de intermediación, el aumento de los niveles máximos de las tasas activas, el señalamiento de rangos de flotación para las tasas pasivas,¹⁶ y en ese contexto una programación monetaria rigurosa, estricta e inflexible en el doble afán de reducir las presiones no deseables sobre la balanza de pagos y acortar la brecha entre la demanda agregada interna y la oferta interna.¹⁷

c) *Déficit fiscal y políticas de precios*

Para la corrección del déficit fiscal, el programa emprendió conjuntamente una política de austeridad en el gasto público, eliminación gradual y selectiva de los subsidios y creación de nuevos tributos. Se pretendía reorganizar el aparato productivo a la vez que solucionar los problemas financieros de corto plazo, sobre la base de una política de precios que permitiera reasignar recursos. La revisión de los niveles "excesivos" de protección a la industria era una pieza importante para este objeto, así como el mantenimiento de una política de salarios reales compatible con la capacidad de absorción de la economía y el ajuste de precios de los bienes transables y no transables a niveles competitivos.

d) *Mercado de Capitales*

El país atravesaba por una etapa de reordenamiento económico con caracteres recesivos y de alguna duración. La falta de regulación estatal y dinamización del mercado de capitales habría coadyuvado para las quiebras de facto de algunas empresas, con graves efectos sociales, lo que habría obligado posteriormente a que el Estado actuara como prestamista de última instancia¹⁸ para minimizar los efectos sociales del paro económico.

El programa incluyó entre otros objetivos el desarrollo del mercado de capitales, a fin de promover el ahorro a largo plazo y el financiamiento interno de la inversión, mediante la supresión de los impuestos y la eliminación de las restricciones cuantitativas (topes) al ahorro financiero, y la creación de mecanismos de rehabilitación privada de empresas y defensa del empleo.

¹⁶ Con el propósito de restablecer tasas reales positivas, que lamentablemente se vio postergado por la extraordinaria elevación de la tasa de inflación como consecuencia de las inundaciones y la restricción de la oferta agropecuaria (1982-83).

¹⁷ Restringida por la caída del 30 % de la producción agropecuaria (5.3 % del PIB).

¹⁸ A. Solimano, "Liberación Financiera y Crisis: Aspectos Técnicos y Consideraciones de Política Económica"; en *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, Argentina, 1987.

2. Refinanciación de la deuda externa (1982-1984)

En el proceso de ajuste era fundamental la refinanciación de la deuda externa pública y privada, la obtención de nuevos créditos, así como líneas de financiamiento del comercio exterior. El cierre del crédito externo (1982) agudizaba el problema fiscal y demandaba la aplicación de correctivos adicionales a la refinanciación de la deuda externa pública para acrecentar los ingresos públicos.

Hacia marzo de 1983 se arribó a un acuerdo de contingencia con el FMI, de un año de duración, y en él se incorporó un sistema de minidevaluaciones que perseguía tres objetivos: reducir las expectativas,¹⁹ acelerar la corrección del atraso cambiario y acortar la brecha entre las cotizaciones del mercado oficial y el mercado libre de cambios.

Las características de la deuda externa privada —casi toda de corto plazo— exigían un programa especial de refinanciación²⁰ por cuanto el cierre del crédito externo puso en peligro la estabilidad cambiaria necesaria para reordenar la economía, el aparato productivo y el sistema financiero.

A fines de 1982, el saldo de la deuda externa privada alcanzó a US\$ 1.628 millones, cuyo 75% tenía vencimiento inferior a un año, el 85% correspondía a operaciones con divisas del mercado libre y el 64% del total tenía aval bancario nacional.

Según su destino, el 28% de la deuda externa privada pertenecía al comercio, 21% a construcción, 20% al sector industrial, 11% al sistema financiero, 3% al sector agropecuario y 17% a otras actividades. El 83% del total estaba contratada a tasas flotantes (con sus respectivos márgenes) y sólo el 17% a tasa de interés fija.

De esta manera se hacía evidente el riesgo que corría todo el sistema bancario por hallarse comprometido con el endeudamiento externo privado. La posibilidad de pago de esta deuda se encontraba limitada seriamente por la escasez de divisas, el cierre del crédito externo y el cambio de la conducta de los acreedores; a la vez que —en una suerte de regreso a la realidad— se modificaban las tasas de rentabilidad real de los principales sectores económicos nacionales.

Se daba en esas condiciones la presencia de dos tipos de problemas: el primero, un problema de liquidez en algunos sectores que no podían cancelar inmediatamente las obligaciones contratadas y que requerían de un plazo mayor para poder hacerlo; y un segundo grupo, cuya capacidad de pago estaba seriamente cuestionada por la reducción del flujo real de ingresos futuros debido a la orientación de las actividades.

La política económica diseñó un mecanismo de refinanciación de la deuda externa privada, en el cual el Banco Central asumía dichas obligaciones ante los acreedores externos privados, el sistema financiero

¹⁹ Sin asegurar "ex-ante" un tipo de cambio futuro.

²⁰ Diferente al del endeudamiento público.

nacional avalaba el pago de dichas obligaciones transformadas a suces en condiciones financieras compatibles con los costos en moneda extranjera que enfrentaría el Instituto Emisor y el plazo de pago era el máximo que permitía la ley: tres años.

Este mecanismo compatibilizaba los términos financieros de las obligaciones convertidas en moneda nacional con los costos en moneda extranjera proyectados para el Banco Central bajo los supuestos de una política cambiaria de ajuste gradual aplicada mediante el sistema de minidevaluaciones y calculada sobre la base del mantenimiento de una tasa de inflación anual igual a la de fines de 1982.

Además, contemplaba distintas categorías de costos financieros de acuerdo al mercado y época en que se había contratado la deuda externa privada, a fin de discriminar los costos y eliminar las ventajas que ciertas contrataciones podían tener. Es más, el mecanismo mantenía abiertas las cláusulas de costos relativos a las comisiones de riesgo cambiario, para ajustarlas según el plazo y mantener una proporcionalidad que evite al Banco Central la presencia de pérdidas cambiarias.

De esa manera, el proceso de refinanciación de la deuda externa vigente hasta agosto de 1984 significó la confluencia de dos mecanismos: el uno dedicado a atender la deuda pública mediante una participación directa del Gobierno y el Banco Central con los acreedores privados; y el segundo que se refería a la deuda externa privada en el que el Banco Central con el aval del Gobierno asumía dichas obligaciones con la garantía del sistema financiero nacional de cancelar el contravalor en moneda nacional.

En setiembre de 1984, el nuevo Gobierno modificó la política cambiaria con la suspensión del ajuste gradual y la introducción de macrodevaluaciones que rompieron los supuestos de la refinanciación, y, simultáneamente, aprovechando una reforma legal, amplió el plazo de pago de la deuda externa privada a siete años, congeló la comisión de riesgo cambiario al nivel equivalente a tres años y mantuvo las tasas de interés por debajo de las del mercado, provocando un subsidio estatal creciente a través del tiempo, conforme se acelere el proceso de inflación, licuándose de esta manera la deuda externa privada.

Se modificó así, bruscamente, el objetivo inicial de la refinanciación, esto es, el de asistir al sector privado, evitar quiebras no justificadas, estabilizar el sistema financiero y el comportamiento del mercado libre de cambios del país.

3. *Las políticas gubernamentales actuales y el impacto inmediato de la crisis del petróleo (1985-1986)*

Después de una débil recuperación económica en 1984 y 1985, ha reaparecido en 1986 una crisis manifestada en abultados déficits de los sectores externo y fiscal como resultado de la combinación de tres tipos de factores, exógenos y endógenos, que pueden caracterizarse como: propiciantes, coadyuvantes y detonante.

a) **Factores propiciantes**

Dentro de este conjunto se encuentra en primer lugar el sistema económico internacional, que por sus características²¹ transmite efectos perniciosos a través de la balanza de pagos y determina la presencia de crisis continuas o reiteradas en función de las variaciones en las relaciones externas de las economías.

Un segundo elemento está constituido por la fragilidad de la balanza de pagos, cuya estructura es reflejo de un sistema productivo en proceso de maduración, con limitaciones en muchas ramas del sector industrial orientadas básicamente al mercado interno, una excesiva concentración de exportaciones en pocos productos, especialmente petróleo, y un alto índice de servicio de la deuda externa.

b) **Factores coadyuvantes**

En primer lugar está la política fiscal, que ha duplicado el gasto público en el bienio 1985-1986, frente a una inflación estimada del 55 %, con lo cual esta expansión, superior al crecimiento promedio de toda la economía, reduce la participación del sector privado dentro del agregado nacional.

Para sustentar ese nivel de gasto, la política fiscal se apoya en la renta petrolera que genera el 50% de los ingresos corrientes, de manera que al caer el precio internacional del petróleo induce un déficit no financiado de 120.000 millones de sucres, que equivale al 10.5% del PIB o el 25% del gasto total programado. La política de ajuste para enfrentar este factor exógeno parece buscar una combinación de la reducción del gasto con tributación indirecta adicional, lo cual provocará distorsiones en la distribución del ingreso y concentrará el peso de la crisis en los estratos medios y bajos.²²

El segundo elemento coadyuvante es la política monetaria, que ha introducido un sistema mixto de tasas de interés y permite que los intermediarios determinen²³ las actividades que pueden tener acceso al crédito con tasa de interés fija y aquellas que deben trabajar con el sistema de tasas flotantes, lo cual ha provocado distorsiones en la distribución de los recursos crediticios ya que no responden a ningún principio de selectividad de las prioridades, sino simplemente al principio de compromiso o vínculo de los distintos sectores con el intermediario financiero.

Por otro lado, mientras las tasas de interés reales fijas varían entre el 4 y 5% anual, las tasas flotantes han llegado a un nivel récord en la historia económica moderna del Ecuador, situándose entre el 14% y 16% anual, con casos que superan el 20%.

²¹ Asimétrico, concentrador, descoordinador, inestable y proteccionista.

²² Con información disponible al 25 de agosto de 1986.

²³ En lugar de la autoridad, probablemente bajo la hipótesis de que el mercado puede seleccionar de mejor manera los sectores de alta y baja rentabilidad.

Debido al elevado nivel de las tasas flotantes y a la participación masiva de esta clase de instrumento de financiamiento a corto plazo, que ha captado el 90% de la expansión crediticia bancaria nacional,²⁴ y con la existencia de un proceso recesivo general, puede esperarse un agravamiento de la actual coyuntura con secuelas futuras en la estabilidad del sistema financiero, cuyo fortalecimiento es una de las hipótesis de la liberalización financiera.

La política monetaria ha buscado que la oferta monetaria tenga un comportamiento concordante con el de la tasa de inflación, para lo cual el Banco Central ha reducido sus líneas de redescuento alterando la estructura de los pasivos bancarios hacia una mayor captación de depósitos remunerados a través de tasas de interés más altas.

En este sentido la política crediticia ha sido restrictiva, con tendencia a concentrarse en operaciones de muy corto plazo y desestimular las requeridas para financiar inversión. La pirámide crediticia nacional se ha invertido, pues los créditos con tasa de interés fija han sido sustituidos mayoritariamente con los de tasa flotante, cuyo plazo promedio es de 180 días. Por su parte, los créditos de mediano y largo plazo casi han desaparecido, ya que el instrumento de ejecución es de tasa y renta fija, inferior a la flotante.

Se podría decir, entonces, que el nuevo sistema de tasas de interés induce a una recesión mayor de las actividades productivas, desalienta la inversión, y si bien en el largo plazo (?) puede tener efectos favorables en el ahorro y control de la inflación, en el corto plazo desestabiliza aún más a la economía. La cartera conformada con las altas tasas de interés flotantes es de alto riesgo y puede constituir un elemento desestabilizante de la intermediación financiera, con características similares —pero no iguales— a las que provocara la cartera en moneda extranjera.

El tercer elemento coadyuvante de la crisis es la política cambiaria, cuyas características —durante 24 meses— han sido la profundización de un sistema múltiple (seis diferentes tipos de cambio), con devaluaciones bruscas sin justificación técnica y la introducción de mecanismos monetarios y tributarios para regular la demanda de divisas. En conjunto, tales arbitrios modificaron las expectativas y ampliaron la brecha entre el mercado libre de cambios y el oficial a un nivel del 76% hasta que —a comienzos de agosto de 1986— se modificó radicalmente el sistema cambiario anterior con otro de liberalización cambiaria, en el cual el tipo de cambio flota dentro del sistema financiero y el Banco Central no interviene en el sistema.²⁵

El nuevo sistema no asegura estabilidad, peor una distribución socialmente conveniente del ajuste. Es inoportuno, además de cuestionable, pues provoca mayores pérdidas cambiarias al Banco Central,

²⁴ En un año, entre junio de 1985 y junio de 1986.

²⁵ La desincautación de importaciones y exportaciones privadas se produce cuando existe un desfinanciamiento estimado de 500 millones de dólares (50 % de las exportaciones o 33 % de las importaciones privadas). La intervención del Banco Central sólo se daría para reducir la brecha, pero el nivel de reservas lo impide.

sobredevalúa el sucre y defiende al acreedor externo al reservar las exportaciones petroleras para el servicio de la deuda externa y las necesidades del sector público.

Aparece así, desde mediados de 1986, un esquema que incorpora al Ecuador al grupo experimental de liberación económica, con flotación combinada de tasas de interés y de tipo de cambio, en momentos en que los déficits externos y fiscal alcanzan su máxima expresión.

c) *Factor detonante*

Este factor está representado por la violenta caída del precio internacional del petróleo de un nivel aproximado de 25 dólares por barril en enero de 1986 a otro de 10 dólares a fines del primer semestre.

Como las exportaciones de petróleo han representado entre el 60% y el 70% de las exportaciones de bienes de la economía ecuatoriana, la presencia de este factor exógeno aceleró la crisis y provocó un grave desfinanciamiento de la balanza de pagos calculado en aproximadamente 1.100 millones de dólares, en términos anuales y bajo el supuesto de un precio promedio de 12 dólares por cada barril de crudo Oriente. Este déficit equivale al 40% de las exportaciones de bienes, 60% de las importaciones de bienes, 130% del servicio de intereses de la deuda externa y, aproximadamente, un 10 a 11% del PIB.

4. *Posibilidades de pago de la deuda*

a) *En moneda extranjera*

En sus rasgos fundamentales, la posibilidad de pago de la deuda externa ecuatoriana depende cada día más de factores exógenos y de la aplicación de una política económica flexible que combine la promoción de exportaciones y la sustitución de importaciones. No obstante, este último requisito es insuficiente e ineficaz si perseveran las políticas proteccionistas de los países industrializados, la inestabilidad de los términos del intercambio, el aumento de las tasas internacionales de interés reales y la falta de flujos netos de capitales.

Luego de tres años de renegociaciones del pago del capital con los acreedores bancarios privados y con el Club de París, la relación del servicio de la deuda externa frente a las exportaciones totales pudo reducirse desde el 72.6% (1982) a un rango, aún así elevado, de 30%-34% en el trienio 1983-1985.

Los procesos de ajuste y estabilización implantados desde 1982 consiguieron mejorar las exportaciones, racionalizar las importaciones y, por tanto, reducir significativamente el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. A pesar de ello, la posibilidad de pago del capital es incierta, a menos que se incurra en restricciones de divisas más severas, pues el estrangulamiento externo amenaza las posibilidades de generar riqueza y el desarrollo futuro.

El incremento de un punto porcentual en la tasa de interés inter-

nacional significa un aumento del 1.6% en el servicio de la deuda frente a las exportaciones totales, y la caída de un dólar en el precio del petróleo crudo afecta a la misma relación en el 2.2% (sobre la base de US\$ 3.200 millones de exportaciones de bienes y servicios); en cuyo caso, aunque ambos efectos son perniciosos para la balanza de pagos, resulta evidente una mayor sensibilidad de la economía ecuatoriana a las fluctuaciones del mercado petrolero mundial.

La violenta caída del precio del petróleo que ha tenido lugar desde principios de 1986 y la probabilidad de perseverancia de esta tendencia en el corto plazo provocará la reducción del 30% en el valor de las exportaciones y el aumento del déficit en cuenta corriente a una relación del 7% respecto al PIB. El deterioro de la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones totales a un nivel de 45%, aproximadamente, hace insostenible la posibilidad de pago del capital, a menos que se quiera alterar la estabilidad económica interna, agravar la recesión y multiplicar los conflictos sociales.

Más aún, los indicadores precedentes plantean la disyuntiva de precautelar un nivel mínimo de empleo y producción o pagar el servicio de intereses de la deuda externa.

Desafortunadamente, la sustitución de los acreedores, que es una fórmula de reciente discusión, escapa a las alternativas manejables por los países deudores aisladamente. Se trata, como es obvio, de una opción que depende de la voluntad política de capitalizar los organismos financieros multilaterales y de volverles el papel regulador que tuvieron al inicio de su existencia, lo cual no parece factible en el corto plazo.

b) *En moneda nacional*

A lo largo de la investigación ha sido puesto en evidencia un proceso sostenido de sobreendeudamiento interno que se refleja en varios indicadores²⁶ y ha sido el resultado de una política financiera pasiva que favoreció el endeudamiento antes que la capitalización empresarial.

Podría agregarse que, en términos macroeconómicos existe una fracción de la deuda que puede calificarse como "cubierta", según la terminología de Minsky;²⁷ otra fracción con características "especulativas", debido a las expectativas de los agentes económicos; y, por último, una parte de la deuda que puede imputarse —claramente— a las prácticas tipo "Ponzi" y que, como es previsible, ocasionará serios problemas al sistema financiero privado nacional.

La propia política financiera aplicada durante los últimos quince años y cuyos correctivos recién empezaron a ejecutarse en 1982, favoreció un endeudamiento interno del tipo especulativo y convirtió al sistema financiero en un instrumento frágil, delicado y propenso a sufrir y enfrentar crisis derivadas de sus políticas crediticias.

²⁶ Cuocientes deuda-producto, deuda-depósitos, deuda-agregado industrial y deuda-patrimonio bancario.

²⁷ Citado por Solimano; op. cit.

Aun cuando no se dispone de estadísticas que respalden el comentario, es de esperarse que la composición de la deuda interna privada esté sesgada hacia los tipos especulativos y Ponzi; por lo menos las dificultades serias de algunos intermediarios apoyan esta presunción.

La necesidad de refinanciar la deuda externa privada cuyas características ya fueron descritas confirman también esta apreciación ya que las mayores expansiones crediticias ocurrieron en sectores demandantes netos de divisas, como el comercial, industrial y de la construcción que fueron precisamente los más favorecidos con la aplicación de las políticas económicas de los años 70, y los que tuvieron mayor capacidad de endeudarse en moneda extranjera.

La prolongada permanencia de una política de tasas de interés desajustada frente a la realidad económica es un escollo para la posibilidad de pago de la deuda interna, la estabilización del sistema financiero y de los sectores productivos no exportadores. En plazos tan amplios se acumulan desequilibrios y se profundiza la concentración de recursos, lo cual distorsiona la rentabilidad de las principales actividades o consecuentemente aumenta el riesgo del portafolio de los distintos intermediarios financieros.

Además, la existencia de una crisis económica internacional que obliga a un redimensionamiento económico de los países en desarrollo deteriora aún más la calidad de la cartera interna y reduce la posibilidad de pago de dichas obligaciones. Si a ello se suma la insuficiente capitalización del sistema bancario ecuatoriano, su numerosa y desigual configuración institucional, no es difícil encontrar un marco proclive a la desestabilización institucional, con efectos en la capacidad de intermediación.

La política cambiaria coadyuvó para que las actividades dedicadas a producir bienes no transables tuvieran ventaja frente a las de bienes transables, como quedó en evidencia a partir de 1982. La flexibilización de la política cambiaria de esa época mostró los errores de cálculo sobre ingresos y costos futuros de las principales actividades de bienes no transables, como la construcción, que captó el 21% de la deuda externa privada y una importante participación de la deuda en sures, especialmente la instrumentada con papeles financieros de mediano plazo.

La modificación de las políticas de tasas de interés, la introducción de ajustes cambiarios bruscos a partir de 1984, la restricción de divisas extranjeras, el cambio de la política de gasto público y la falta de priorización de inversiones, entre otros, configuran un panorama general que modifica las posibilidades de pago de la deuda interna y cuestionan la recuperación de una parte de la cartera.

Preocupa la alta exposición patrimonial del sistema financiero nacional y la presencia de un muy elevado nivel de activos netos no clasificados que, o se transforman en un subsidio estatal por la licuación de la deuda externa privada, o en su defecto se convierten en una obligación privada cuyo nivel crecerá de manera relativa frente al patri-

monio del sistema financiero, en función de la política inflacionaria que define el país.

Siguiendo la terminología de Le Fort, el caso de sobreendeudamiento ecuatoriano se debe, por un lado, a la pérdida transitoria de valor de los activos del sector financiero vinculados con actividades de alta prioridad socio-económica nacional, que tienen alto valor agregado pero que son demandantes netos de divisas; y, por otro lado, se debe también a una pérdida permanente de valor de activos en sectores de muy bajo valor agregado, con reducido valor patrimonial, de muy baja rentabilidad social y alta dependencia externa, cuyas pérdidas deben ser asumidas por quienes corrieron el riesgo de financiar estas actividades.

Bajo el principio del mantenimiento de las obligaciones en los sectores que las contrajeron, la economía nacional, especialmente la privada, requiere de una modificación sustantiva en los plazos de pago de las obligaciones en moneda nacional, bajo condiciones financieras normales y con la intervención del Estado para regular la estabilidad de aquellas instituciones o intermediarios, que atraviesan por problemas de liquidez, pero que no enfrentan riesgos de solvencia.

Dentro de la deuda en moneda nacional, el sector público parece no tener problemas importantes y más bien tendría la posibilidad de utilizar sus excedentes depositados en el Banco Central en el caso de enfrentar situaciones de deterioro en los ingresos corrientes, como ya está ocurriendo en 1986. La política crediticia seguida por el Banco Central e instituida en la ley ha favorecido este sano resultado del endeudamiento interno del sector público ecuatoriano.

5. Soluciones al problema de la deuda interna: requisitos de la intervención estatal

En el caso ecuatoriano, el sobreendeudamiento interno actual se concentra de manera exclusiva en el sector privado. Conforme se ha constatado en la investigación, el sector público no ha tenido predisposición por el endeudamiento interno, y ello le confiere algunos grados de libertad para enfrentar situaciones inmediatas de desfinanciamiento y captar recursos dentro del mercado nacional, como ha empezado a evidenciarlo la misma crisis actual del precio del petróleo.

Bajo este supuesto, el sobreendeudamiento interno privado se transformará en un elemento desestabilizador de la economía si la necesidad de expansión crediticia interna neta del sector público restringe la demanda del sector privado y acarrea aumentos en las tasas de interés, con efectos recesivos adicionales sobre la producción y, por tanto, con repercusiones en la estabilidad del sistema financiero.

Pero además, otro elemento a tenerse en cuenta para evaluar el contexto del endeudamiento en moneda nacional es la existencia de un sistema financiero sobredimensionado y, al mismo tiempo, amenazado por las consecuencias previsibles de sus políticas crediticias de alto riesgo respecto de la rentabilidad real de los sectores económicos.

Por la dirección y los resultados de las políticas económicas y finan-

cieras del período 1972-1981, así como por la liberalización financiera de 1985 en adelante, es consistente presumir que un buen porcentaje del endeudamiento interno ha sido destinado a financiar actividades productoras de bienes no-transables, o actividades que producían bienes transables excesivamente protegidos por el Estado. La reciente reforma legal (1985) que amplía el plazo de los créditos de emergencia del Banco Central a los intermediarios financieros induce a pensar que los problemas potenciales ya han empezado a cuestionar la estabilidad de aquellos intermediarios que tienen portafolios más especulativos.

Si se conjugan estos elementos negativos (alto endeudamiento y cuestionada rentabilidad) es predecible la sobreexposición crediticia en una porción equivalente del sistema financiero.

En efecto, si el sobreendeudamiento respondiera a problemas transitorios de liquidez, la solución habría sido un diferimiento adecuado del perfil de pagos de la deuda bajo condiciones financieras normales. Al contrario, si la solución empieza con la transferencia del dominio de los principales activos de las empresas endeudadas a favor de los intermediarios financieros, congestionando los balances con bienes recibidos en dación o pago, se reducen las pérdidas contablemente pero, como es obvio, aparecen efectos contractivos en la liquidez del intermediario. La dinámica de esa modalidad implica la generalización del proceso en función de los riesgos, hasta el límite de la quiebra o la intervención estatal.

Como los síntomas del sobreendeudamiento y la sobreexposición apuntan a una situación de congestionamiento financiero profundo y de larga duración, la solución del problema va a depender de cómo el Estado defina social y económicamente sus políticas de apoyo, bajo la premisa de minimizar las deseconomías externas y con criterios de selectividad basados en la viabilidad de la recuperación y en sus efectos sobre la producción y el empleo.

La existencia de numerosos intermediarios que configuran un sistema financiero sobredimensionado²⁸ hace difícil la fusión de los intermediarios y su consiguiente capitalización.²⁹ En cualquier hipótesis, el Banco Central aparece apremiado por las necesidades de financiamiento interno del sector público y las exigencias de un programa financiero compatible con los plazos estimados de recuperación del sector privado, en un contexto de expectativas generadas por situaciones financieras delicadas.

Más allá de estos lineamientos, es muy difícil precisar los requisitos de intervención estatal para ordenar el proceso de ajuste y asegurar la posibilidad de pago de la deuda. El costo que indefectiblemente provoca el conjunto de pérdidas incurridas por el sistema no debe ser trasladado arbitraria e indiscriminadamente al sector público. La supervisión estatal y el apoyo del sector público deben encaminarse a pro-

²⁸ 32 bancos, 11 financieras, 11 mutualistas, 4 compañías de tarjetas de crédito, además de numerosas cooperativas de ahorro y crédito y otro tipo de entidades financieras.

²⁹ Mediante incentivos tributarios de duración limitada.

curar la reactivación de las empresas y las actividades productivas viables, bajo premisas de capitalización y endeudamiento equilibrado.

REFERENCIAS

- Banco Central del Ecuador: "Evolución del Tipo de Cambio Real", Subgerencia de balanza de Pagos; Estudio no publicado, sin fecha.
- Banco Central del Ecuador: "La Evolución del Sector Bancario Privado en el Período 1972-1982"; Informe interno; GEM, Julio 22, 1983, p. 9.
- Banco Central del Ecuador: "Previsiones para la Economía Ecuatoriana 1981-1984. Primera Estimación", Banco Central, Julio 1981; estudio no publicado.
- COFIEC: "El Desarrollo del Sector Financiero y la Economía del Ecuador: (1965-1985)"; COFIEC, noviembre 1985, p. 169.
- Foxley, Alejandro: "Enfoques Ortodoxos para el Ajuste Económico de Corto Plazo: Lecciones de la Experiencia y Temas de Investigación"; Kellog Institute, Working Paper N° 1, diciembre 1983, University of Notre Dame.
- Le Fort, Guillermo y Vial, Joaquín: "El Problema del Endeudamiento Interno: Aspectos Analíticos"; en *Deuda Interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, Argentina, 1987.
- Sierra, Enrique y Vial, Joaquín: "El Problema del Endeudamiento Interno: Aspectos Analíticos"; en *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, Argentina, 1987.
- Sierra, Enrique: "Síntesis y Apreciación de la Evolución de la Economía y de las Políticas Económicas en el Período 1980-1984"; Proyecto EC/80/007; julio 1984, Mimeo; p. 6.
- Solimano, Andrés: "Liberación Financiera y Crisis: Aspectos Técnicos y Consideraciones de Política Económica" en *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, Argentina, 1987.
- Zahler, Roberto: "Las Tasas de Interés en Chile: 1975-1982"; CEPAL, julio 7; Mimeo; Proyecto PNUD/CEPAL/RLA/77/021.

**LA INFLACIÓN Y LA EVOLUCIÓN
DEL SISTEMA FINANCIERO
BRASILEÑO**

DIONISIO DIAS CARNEIRO *
PEDRO BODIN DE MORAES **

* Master en economía, Universidad de Vanderbilt. Director Departamento de Economía Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro.

** Doctor en Economía, Universidad de Harvard. Profesor de Economía Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro.

INTRODUCCIÓN

La evolución del sistema financiero brasileño en los últimos 20 años ha sido paralela al proceso inflacionario en la economía del país. Las reformas institucionales, los cambios bruscos de las tasas de interés y las importantes modificaciones introducidas en las normas vigentes durante el período han sido determinados en general por el tipo de reacción de las autoridades ante lo que consideraban como las principales fuerzas impulsoras de la inflación. Por otra parte, se ha visto que el surgimiento y la decadencia de las instituciones, los instrumentos financieros y las modalidades de organización industrial, desde el tamaño de los bancos, el número de instituciones y su grado de concentración, responden no sólo a las condiciones inflacionarias sino también a las políticas correctivas aplicadas en diferentes oportunidades.

Aunque cabe reconocer que el sistema financiero que emergió de la experiencia de los últimos años no puede analizarse cabalmente sin hacer referencia a otros aspectos de la estructura económica, el presente documento se concentra en aquellos aspectos de la evolución del sistema que se relacionan con el comportamiento de la inflación o con las políticas antiinflacionarias, especialmente en relación con la experiencia de los últimos 10 a 15 años.

El documento se divide en cuatro secciones. En la sección 1 se analizan los principales cambios financieros ocurridos desde las reformas financieras de 1960 y 1965 hasta la inestable situación financiera de la segunda mitad del decenio de 1970. En la sección 2 se presentan los principales datos sobre la evolución del sistema financiero durante los años setenta y las limitaciones que la inestabilidad del sistema impuso a la política monetaria. En la sección 3 se analizan la concentración y el crecimiento de las instituciones financieras en condiciones de elevada inflación, refiriéndose especialmente a la situación resultante en la primera mitad del presente decenio. Finalmente, en la sección 4 se abordan los problemas planteados por la reforma monetaria de 1986 en relación con las perspectivas de evolución del sistema financiero brasileño.

I. DE LA REFORMA FINANCIERA AL RETORNO DE LA INESTABILIDAD

El diagnóstico de los problemas económicos brasileños al comienzo del régimen militar en 1964, contenido en el PAEG (plan que definió la estrategia económica del nuevo gobierno), se centró en torno de los siguientes elementos principales: i) el déficit público crónico debido a la creciente participación del gobierno y a su incapacidad para aumen-

tar sus ingresos; ii) las dificultades para conseguir "financiamiento no inflacionario" que se ajustara a las necesidades de empréstitos del sector público y iii) la incongruencia entre la existencia de inflación y la limitación que imponía la llamada ley de usura al interés nominal. La reforma financiera constituyó por lo tanto parte de una estrategia para romper el círculo vicioso de inflación-déficit público-creación de dinero-más inflación.

En consecuencia, los objetivos de la reforma fueron restablecer la capacidad del sector público para conseguir financiamiento no inflacionario; neutralizar los efectos de la inflación sobre la intermediación financiera y sobre los incentivos para aplazar el pago de impuestos; y definir un sistema financiero especializado para la intermediación eficiente del ahorro interno, y capaz de generar la base para la formación de un mercado de capitales dirigido hacia la provisión de fondos de largo plazo para la inversión.

Tanto los detalles como el resultado de la reforma han sido objeto de varios estudios académicos. Se invita al lector interesado a leer entre otros a Simonsen (1969), Sochaczewsky (1980) y Montoro (1982), que presentan completos análisis de la experiencia. Dado que la inflación se redujo considerablemente, con la importante ayuda de controles salariales, del 92 % al 25 % entre 1964 y 1967, la evaluación de los éxitos y fracasos de la reforma se ha concentrado en las ventajas y las deficiencias de la corrección monetaria como base para el funcionamiento del nuevo sistema financiero. La principal motivación para introducir la indización financiera en determinados tipos de deudas fue atraer los ahorros financieros de vuelta al sistema, los cuales se habían visto perturbados por la experiencia inflacionaria previa. Por otra parte, la introducción de los bonos indizados del gobierno (ORTN) volvió a hacer del endeudamiento estatal una alternativa a la emisión de dinero como forma de financiar los déficits públicos. Finalmente, la corrección monetaria de los saldos en libretas de ahorro y de las hipotecas sentó las bases del financiamiento para la construcción de viviendas.

El sistema surgido de las reformas financieras de 1964-1965 se basaba en instituciones especializadas. Con la creación del Banco Central, que absorbió la mayoría de las funciones de las autoridades monetarias del Banco del Brasil y de la SUMOC (la antigua Superintendencia de la Moneda y del Crédito), el papel regulador del consejo de la SUMOC era asumido por el Consejo Monetario Nacional, con miras a que el Banco del Brasil se convirtiera gradualmente en un banco comercial y se retirara progresivamente del financiamiento de los gastos del gobierno. Los bancos comerciales quedaban limitados a operaciones de crédito de corto plazo financiadas por depósitos a la vista. Las compañías financieras (las *financeiras*) debían encargarse del crédito a los consumidores. Los bancos de inversiones eran las instituciones principalmente responsables de crear un mercado de capitales de largo plazo mediante la emisión de depósitos a plazo, la administración del conjunto de instrumentos de financiamiento de proyectos a largo plazo y las operaciones de garantía de emisión. Las asociaciones de ahorros

y préstamos e instituciones similares dependientes del Banco Nacional de la Habitación (BNH) debían proporcionar crédito hipotecario y emitir libretas de ahorros indizados, mientras el BNH proporcionaba financiamiento de apoyo para el sistema haciendo uso de un fondo de ahorros obligatorios formado por un impuesto del 8 % sobre los costos salariales mensuales de todos los empleadores destinado a financiar el desempleo temporal del trabajador o a complementar la jubilación.

Desde 1968 hasta 1972 la economía brasileña experimentó el período de relativa tranquilidad de los llamados "años del milagro". Después de la recesión de los primeros años del decenio de 1960, y siguiendo de cerca una sólida recuperación mundial en condiciones de abundante liquidez externa, el producto agregado creció a una tasa superior al 10 % anual mientras la tasa anual de inflación se reducía del 25 % al 15 %. Las tasas de interés se mantuvieron bajas debido a una política monetaria pasiva, mientras las innovaciones financieras que siguieron a la desregulación garantizaban un aumento de los préstamos reales al sector privado que excedía en mucho la expansión monetaria. Los ahorros financieros fueron captados por el sistema financiero gracias a una variedad de activos financieros que correspondían a las necesidades de sus posibles tenedores. Los activos financieros no monetarios emitidos por el sistema financiero (en nuestra definición, M4-M1) como porcentaje de los activos financieros totales (M4) aumentaron del 43 % en 1965 al 83 % en 1973. Esta relación aumentó en un 43,5 % sólo entre 1970 y 1973. Además, los activos no monetarios crecieron a una tasa más rápida que la oferta de dinero durante todo el período. Eso significaba que el establecimiento de instituciones no bancarias había logrado atraer el ahorro privado al sistema formal sin ejercer presión sobre la monetización, lo que define un cuadro totalmente diferente al del comienzo del período.

En los últimos años del milagro, la experiencia brasileña en materia de reforma financiera contribuyó a fundamentar la opinión de que la corrección monetaria había sentado las bases de la estabilidad de la intermediación financiera en un medio inflacionario.¹ La principal deficiencia de la reforma parecía por entonces ser la falta de base para un mercado de capitales a largo plazo, ya que un auge efímero del mercado de valores en 1971 puso de manifiesto la fragilidad de las instituciones que regulaban la emisión de acciones, y el crecimiento del mercado de valores se vio perjudicado por los recuerdos de una especulación generalizada.²

La base para la indización financiera fue el valor nominal de los ORTN, que era determinado todos los meses por el ministro de Hacienda. Hasta la primera mitad del decenio de 1970, no hubo una norma fija para vincular la tasa mensual de corrección monetaria con los

¹ Véase sobre este punto a Simonsen (1974).

² Los bancos de inversiones tampoco cumplieron su tarea de proporcionar créditos de largo plazo. Según Behrens (1978), los préstamos a largo plazo representan menos del 5 % de los activos totales de los bancos de inversiones en el período 1966-1976.

índices de inflación, aunque se aplicó básicamente el índice de precios al por mayor calculado por la Fundación Getulio Vargas.

El comportamiento de la tasa de inflación hasta 1973 contribuyó a acrecentar la confianza para contratar préstamos y acumular ahorros basados en la indización oficial, dado que la tasa mensual era cada vez más estable y las perspectivas para doce meses fueron por lo general favorables durante la mayor parte del período. Un sistema de controles de precios, basado en la vigilancia del *mark up* para la mayor parte del sector industrial y el control estricto de precios de los bienes básicos que determinaban el costo de vida urbano y los ajustes salariales, contribuyó a hacer más predecible la inflación, con lo que se reducía la incertidumbre respecto de los valores nominales de ésta.

En cuanto a la demanda, las mejoras introducidas en las actividades de recaudación de impuestos y la expansión de la base impositiva debida al crecimiento económico dieron origen a un alivio en la situación del déficit público, ya que las necesidades de endeudamiento del gobierno central se habían reducido desde un 4,3 % estimado en 1964 al 1,1 % del PIB en 1966, y las posibilidades de empréstitos para el sector público habían aumentado muy por encima de sus necesidades gracias a la creciente demanda de deuda pública indizada por parte del sistema financiero en expansión.

La estabilidad de la tasa de inflación parecía ser el elemento fundamental del equilibrio global del sistema. A pesar de los indicios inequívocos de que la capacidad productiva estaba sometida a grandes exigencias en la mayoría de los sectores industriales, el gobierno trató de limitar la inflación a una tasa del 15 % en 1972, en circunstancias en que los préstamos al sector privado habían crecido en 57,5% durante el año anterior. A medida que las fuentes externas de crédito lograban introducirse en el sistema, el crédito total al sector privado aumentó en 43,2 % en 1972, y la oferta monetaria impulsada por la acumulación de reservas de divisas crecía en un 30 % anual. Los controles de precios se hicieron cada vez más represivos durante el año siguiente. El hecho de que no se pudieran controlar las presiones de demanda hizo que el objetivo del 12% para la tasa anual de inflación se considerara como un truco político de un gobierno saliente. En marzo de 1974, cuando el nuevo gobierno asumió el poder con otro equipo económico, decidió poner fin a la represión de precios. En los primeros cuatro meses de 1974 los precios al por mayor aumentaron en casi un 4 % en comparación con un promedio mensual de menos del 1,5 % en los seis años anteriores.

En la época de la primera alza brusca de los precios del petróleo, el sistema financiero brasileño sufría los efectos de varios acontecimientos que cambiarían radicalmente el tranquilo curso de los años anteriores. En primer lugar, el nuevo gobierno trató de definir una política de no intervención ante la quiebra del cuarto banco comercial más grande del país, dando así muestras de su adhesión a una política monetaria austera. En segundo lugar, como se diagnosticó que la falta de estrictez de la política monetaria era la causa del repunte de las

presiones inflacionarias, el sistema financiero se vio ante un período de falta de liquidez. La ventanilla de descuento fue prácticamente eliminada y se revirtió el proceso de acumulación de reservas de divisas del período anterior, debido al rápido incremento del déficit de cuenta corriente que siguió al repentino crecimiento de los gastos en petróleo y otras importaciones intermedias. Finalmente, las nuevas incertidumbres relativas al comportamiento futuro de la tasa de inflación contribuyeron a nublar el horizonte en cuanto al futuro del país tras el alza brusca de los precios del petróleo. Se estrechaban cada vez más los márgenes de la posible acción del gobierno para combinar la prevención de riesgos con las mayores incertidumbres existentes: ¿Cabía intentar un rápido cambio de dirección de la inflación? ¿Se trataba de mostrar una respuesta positiva ante la adversa situación externa?

Había conflictos evidentes entre los esfuerzos de estabilización en el corto plazo, que apuntaban hacia la restricción de la demanda, y las políticas encaminadas al ajuste de largo plazo mediante una mayor inversión. La conversión de la oferta en el sentido de la producción de más bienes comerciables, tanto para sustituir importaciones como para aumentar las exportaciones, exigía la buena voluntad de los inversionistas privados, así como el apoyo del gobierno.³

Con la excepción de unos pocos pesimistas incurables como Albert Fishlow (1974), la indización financiera había sido en general considerada una solución mágica que eliminaba las distorsiones del sistema financiero en condiciones inflacionarias. Su principal debilidad, que Fishlow acertadamente previó, consistía en que la indización global contribuía a la propagación de cambios negativos de la oferta. La experiencia brasileña de los años siguientes demostraría que la indización financiera terminó por proporcionar el enlace entre una dinámica inflacionaria en general autoalimentada tanto por el lado de la oferta como por las políticas de demanda.

La primera señal de tal adaptación la dio el cambio de dirección de las políticas restrictivas de demanda a comienzos de 1975. A fines de 1974, el gobierno culpó de la pérdida de las elecciones parlamentarias a la política monetaria restrictiva que claramente había logrado moderar el nivel de actividad del sector industrial. Además, el efecto de las restricciones de la demanda sobre la inflación parecía ser muy pequeño, ya que la tasa trimestral de incrementos de precios se había reducido del 11,8 % en el segundo trimestre al 10,4 % en el cuarto trimestre. Con la ayuda de la pérdida de reservas y la decisión de controlar los gastos federales, el crecimiento anual de la oferta monetaria real había bajado de más del 30 % en el último trimestre de 1973 al 1,6 % en julio de 1974, y no mostraba indicios de recuperación en el primer trimestre de 1975, período en que dicha oferta se redujo por primera vez desde 1966. Presionadas para producir una reflación ante el temor de que los signos de recesión internacional pudieran reflejarse en el nivel

³ Véase Carneiro (1986), que presenta una descripción de las principales consecuencias de tales conflictos durante el período 1974-1985.

nacional de inversión, las autoridades monetarias reaccionaron ante la disminución de un 7,5 % en la oferta monetaria registrada en enero de 1975 adoptando varias medidas para aumentar la liquidez del sistema financiero e invertir la dirección de la oferta de crédito: reducción de las reservas exigidas a los bancos comerciales, aumento de los límites máximos para el crédito del Banco del Brasil, aceleración del proceso de otorgamiento de crédito para gastos públicos, operaciones expansionistas de mercado abierto y, finalmente, la creación de un mecanismo llamado *refinanciamento compensatorio* mediante el cual las reservas libres de los bancos comerciales fueron aumentadas a una tasa de interés nominal del 6 % para inducirlos a proporcionar más crédito al sector privado. Como las presiones inflacionarias aparentemente se habían controlado, en vista de la tasa acumulada de 5,7 % del primer trimestre de 1975, parecía abrirse el camino hacia la corrección de las políticas de inversión exigida por el nuevo plan de desarrollo que entonces se diseñaba en el Ministerio de Planificación.

El comportamiento de la economía luego del aumento de la liquidez del sistema financiero mostró los inconvenientes que puede acarrear el abrir y cerrar las compuertas de la política monetaria. Además, puso de manifiesto la dificultad de identificar los fenómenos relacionados con la oferta y la demanda en los mercados crediticios sólo sobre la base de las transacciones efectivas. A medida que quedaban saldos de caja inactivos en las empresas debido al aplazamiento de decisiones de inversión o a la disponibilidad de crédito barato, éstos se dirigían hacia activos realizables a corto plazo. El exceso de demanda de dichos activos daba lugar a una ola especulativa en los mercados financieros. Las tasas mensuales de inflación habían aumentado de un nivel mínimo de 1,1% en marzo a 2,8% en julio, y esta gran inestabilidad se transmitió a la tasa de corrección monetaria debido al uso de cambios desfasados en el índice de precios al por mayor, como base para la indización de los bonos del gobierno. Los intermediarios financieros influyentes con carteras de bonos indizados, que ofrecían a los ávidos inversionistas privados con acuerdos de recompra adelantada basados en las inestables estimaciones de mercado de la tasa de corrección monetaria vigente, podían obtener entonces ganancias de capital. A medida que las tasas mensuales de inflación se aceleraban por sobre las expectativas, se podían obtener enormes utilidades, que alentaban aún más el apalancamiento. Pequeñas empresas de corretaje (las llamadas "corretoras" y "distribuidoras") podían así tener en cartera bonos indizados por un valor de hasta 80 a 100 veces su capital y hacer fortunas prácticamente de la nada. Como la ola especulativa proseguía y solamente podía lograr sus fines en un ámbito de creciente inflación, el gobierno empezó a darse cuenta de que, al aumentar la liquidez, no estaba reactivando la economía sino sólo fomentando la especulación. Cuando decidió que los cambios bruscos o "accidentes" de la oferta no debían ser transferidos a los índices de corrección monetaria y modificó su política de expansión monetaria para frenar la aceleración de la inflación, el sistema comenzó a desmoronarse como un castillo de naipes. Al prin-

cipio, el gobierno subestimó la fuerza de las vinculaciones entre los pequeños aventureros del mercado y el resto del sistema y decidió no ayudar a las firmas en quiebra, pero pronto se le hizo evidente que la forma de distribución de los créditos entre las firmas podría provocar una crisis financiera de gran envergadura, y decidió rescatar el sistema. A fines de 1975 los costos del experimento quedaban en claro: la base monetaria aumentó 9,1 % en noviembre y 13,7 % en diciembre, tasa compuesta equivalente a más del doble de la observada en el mismo período en los dos años anteriores.

Se podrían extraer de este experimento algunas enseñanzas pertinentes para comprender los acontecimientos del sistema financiero durante el resto del decenio y más adelante.

La primera se relaciona evidentemente con las dificultades planteadas por los mecanismos de indización en el sistema financiero cuando la tasa de inflación está sujeta a cambios bruscos. Son muy limitadas las posibilidades de "manejar" la tasa de corrección monetaria, a fin de impedir que la inestabilidad de la tasa de inflación se transmita al sistema de indización financiera, sin poner en peligro la confianza de los ahorrantes en el sistema. La segunda es que el sistema surgido de las reformas financieras de mediados del decenio de 1960 estuvo mucho menos segmentado en mercados separados que lo que cabía suponer a partir de las instituciones formalmente existentes. Hubo que reconocer la importancia de los grupos financieros encabezados por un banco comercial, a medida que los bancos más grandes tuvieron que absorber empresas financieras insolventes más pequeñas para lo que debió otorgárseles facilidades crediticias especiales, a fin de impedir que surgieran crisis de confianza a partir de quiebras aparentemente localizadas. La tercera es que debía supervisarse estrictamente en el futuro el manejo de los agregados monetarios para lograr que el sistema financiero mantuviera su función de captar el ahorro privado para el financiamiento del programa de inversiones públicas. No existía esperanza alguna en el futuro previsible de establecer un mercado de capitales a largo plazo, dadas las tasas de inflación más elevadas y menos fáciles de predecir en relación con los ajustes que habría que hacer en la economía para que el endeudamiento externo constituyera una estrategia viable para el crecimiento futuro.

Finalmente, el resultado de la ola especulativa de 1975 indicó que la incertidumbre de los años siguientes daría lugar a un patrón de demanda de activos financieros que plantearía nuevos problemas para las políticas monetarias y crediticias en la economía brasileña. Tales problemas fueron causados por una gran demanda de activos líquidos que subrayó los tiempos de gran incertidumbre debido a la estrategia de crecimiento con deuda externa. Era evidente que esta demanda de liquidez no podía absorberse sólo mediante el dinero, debido al nivel de inflación. Por consiguiente, el sistema debía proporcionar cuasidínero como deuda pública indizada, a fin de corresponder a las preferencias de los tenedores de activos, para evitar un vuelco hacia activos externos.

La modalidad de intermediación surgida de la crisis provino de una combinación de la preferencia de los inversionistas por los activos líquidos de corto plazo y la necesidad de proporcionar fondos para los proyectos prioritarios relacionados con la estrategia de ajuste a largo plazo del segundo Plan Nacional de Desarrollo (II PND).⁴ Dado que, como se indicó anteriormente, no había fuentes nacionales privadas para el financiamiento a largo plazo de la nueva serie de proyectos de inversión, y el financiamiento externo sería proporcionado básicamente por bancos internacionales privados, el sistema financiero tendría que movilizarse para incorporar esos fondos en forma de préstamos en dinero. Esto explica la importancia cada vez mayor de las fuentes externas como proporción del pasivo total del sistema financiero brasileño en los años setenta. Por otra parte, aunque la introducción de bonos públicos indizados había sido considerada un importante logro de las reformas financieras, que indicaba que la deuda pública podía utilizarse como activos a largo plazo, la incertidumbre en cuanto a la tasa de corrección monetaria, debida a la inestabilidad tanto de la inflación como de las normas aplicadas a dicha corrección, dio origen a la proliferación de los acuerdos diarios de recompra como la forma más importante de mantener tales activos en cartera. En otras palabras, los bonos de dos a cinco años no estaban en realidad en poder del público, sino de intermediarios financieros, que debían refinanciarlos como depósitos a la vista que devengaban la llamada tasa de interés día a día, el costo básico de las reservas de los bancos.

La tasa de interés día a día se convirtió así en el instrumento por excelencia de la política monetaria, y en la base para determinar las tasas de interés de los préstamos en toda la economía. La fragilidad intrínseca del sistema financiero, que había sido puesta de manifiesto por la crisis de 1975, no estimulaba las tentativas de introducir importantes aumentos en la tasa de interés, y por consiguiente durante la mayor parte del resto del período la atención se dirigió hacia la expansión de los agregados del crédito.⁵

Las tasas de interés de los préstamos comerciales fueron liberalizadas en el último trimestre de 1976, con lo que se interrumpió la larga tradición de imposición de límites máximos a las tasas de interés bancario, que ha sido característica de la política bancaria del Brasil incluso tras las reformas financieras. El crecimiento real de los préstamos totales al sector privado, sin embargo, siguió excediendo la expansión

⁴ Una descripción de la estrategia de ajuste a largo plazo adoptada por el gobierno brasileño después de la primera alza brusca de los precios del petróleo se encuentra en Carneiro (1986).

⁵ El control de los agregados crediticios adoptó diversas formas en el período, que fueron desde las restricciones al crecimiento de los préstamos del Banco del Brasil al sector privado hasta los cambios episódicos en la regulación del crédito al consumo. El crecimiento real de los préstamos del Banco del Brasil disminuyó del 28 % en 1975 al 10 % en 1976 y a 7.2 % en 1977, y se tornó negativo a partir de entonces. Coates (1985) estudia los instrumentos y los efectos de la política de crédito al consumo en el período, y Carneiro y Fraga (1984) analizan los instrumentos de política monetaria en el Brasil durante los años setenta y proporcionan más referencias.

de los agregados monetarios usuales, lo que indica que el sistema financiero todavía encontraba formas de generar liquidez mediante una compleja red de depósitos y créditos entre empresas que de alguna manera lograba evitar el control de la autoridad monetaria cuando ésta trataba de aplicar los instrumentos usuales de regulación de las reservas obligatorias. Los intentos de controlar la base monetaria por medios que no fueran imponer límites máximos a la expansión de los activos del Banco del Brasil dieron origen por lo general a perturbaciones del sistema financiero que terminaron en operaciones de rescate más o menos disfrazadas como "fusiones administradas", con respaldo de líneas especiales de crédito del Banco Central.⁶

La tasa de inflación permaneció en el nivel anual del 40 % desde la época del primer aumento brusco de los precios del petróleo en 1974 hasta el comienzo de 1979. El historial del sistema financiero durante el período sugiere que éste no pudo desempeñar en los últimos años del decenio de 1970 el mismo papel que en la época anterior a 1974. Los nuevos problemas de intermediación se centraron alrededor de dos cuestiones básicas: inflación incierta y limitaciones al crecimiento estable, ya que éste se basaba en la concesión, dudosa, de fondos externos por parte de los bancos internacionales privados. Los límites para el endeudamiento externo eran poco claros, ya que parecían depender en último término de las posibilidades de reciclaje de petrodólares y el gobierno del Brasil quiso seguir una ruta de ajuste estructural a largo plazo que finalmente resultó depender de un largo ciclo de endeudamiento.

El aumento del riesgo tanto para los acreedores como para los deudores creó nuevos problemas para la intermediación financiera. Las tasas de inflación elevadas e inciertas incidieron en ambos riesgos. El elevado riesgo para los acreedores se tradujo en que los activos financieros terminaron siendo cuasidinero, cuya liquidez tenía que ser respaldada por el Estado. Como consecuencia, el Estado se convirtió en el deudor de última instancia, tanto por emitir deuda pública como por garantizar gran parte de los activos indizados privados, como las libretas de ahorros. El riesgo elevado para los deudores, cuando hay una alta tasa de inflación, se relaciona con los peligros de la fragilidad financiera asociada al endeudamiento a largo plazo a tasas nominales inciertas.⁷ En tales situaciones, los posibles deudores tienden a exigir un tipo de seguro contra el riesgo de quiebra que sólo el gobierno puede proporcionar, en forma de límites máximos impuestos a la tasa de corrección monetaria. Para lograr que los inversionistas pidieran préstamos a largo plazo del Banco Nacional de Desarrollo para llevar adelante efectivamente los proyectos prioritarios, el gobierno del Brasil estableció un límite máximo del 21 % para la tasa de corrección mo-

⁶ Más sobre este punto en la sección 2 *infra*.

⁷ Respecto a los efectos de la inflación sobre la fragilidad financiera en el sentido de Minsky, véase Dreizzen (1985). El autor demuestra en qué forma el servicio incierto de la deuda puede convertir un proyecto protegido contra los cambios de precios en otro especulativo basado en las desviaciones de los ingresos nominales del comportamiento "medio" del nivel de precios, base de la indización financiera.

netaria aplicada a esos préstamos. Desde luego, esto significó otorgar subsidios cada vez que la tasa de inflación superaba dicho límite. El resultado final fue que una vez más creció el papel del Estado en la intermediación financiera, y que la deuda pública constituyó una forma de canalizar ahorro hacia la inversión prioritaria.

II. EL SISTEMA FINANCIERO EN LOS AÑOS SETENTA

La primera característica resultante de la reforma financiera de mediados del decenio de 1960 fue el surgimiento de un grupo importante de instituciones de crédito no monetario, es decir instituciones cuyos pasivos no son medios de pago. Los activos totales de esas instituciones crecieron en un 170 % en términos reales entre 1973 y 1978 solamente, es decir un 22 % anual.

El crecimiento de los intermediarios no monetarios puede considerarse como la otra cara de la sustitución de activos monetarios por activos no monetarios en la cartera del sector privado, como se ilustra en los gráficos 1 y 2. El gráfico 1 muestra el comportamiento de las existencias medias de circulante en poder del público, los medios de pago (M1) y otros tres agregados monetarios (designados como M2 a M4) desde 1970 hasta 1985, como fracciones del PIB nominal.⁸

Desde el comienzo del decenio de 1970 hasta la primera alza brusca de los precios del petróleo, la relación M1/PIB permaneció estable alrededor del 15 %, mientras que los demás agregados aumentaron en relación con el ingreso, siguiendo el rumbo definido por las innovaciones financieras posteriores a la reforma. Después de 1974 y 1975, cuando el nivel de la inflación aumentó a 40 %, la proporción de M1, así como la de M2, disminuyó constantemente durante el resto del decenio. En 1980 la relación M1/PIB había disminuido a menos del 8 %, y la relación M2/PIB se redujo de alrededor del 20% al 12%. La relación M3/PIB, tras haber aumentado del 18,1% al 22,6% hasta 1973, permaneció prácticamente estable hasta 1979. La contracción de 1980 refleja la corrección monetaria prefijada de ese año, y se observa una leve recuperación en la primera mitad del decenio de 1980. El gráfico 2 muestra el comportamiento de los mismos agregados como proporción de M4, e ilustra la composición de las carteras financieras del sector privado después de 1977.

La creciente participación de las instituciones no monetarias en la oferta total de crédito durante los años setenta pone de manifiesto que las reformas financieras lograron que un sistema basado esencialmente en los bancos comerciales pasara a contar con diversas instituciones especializadas.

Una pregunta importante que cabe hacerse es hasta qué punto este cambio en la forma de proveer el crédito por parte del sistema financiero se ha traducido en más préstamos netos otorgados por institucio-

⁸ M2 se define como M1 más los depósitos a plazo, M3 como M2 más los depósitos en libretas de ahorros y M4 como M3 más los bonos federales en circulación.

nes no financieras. A menos que podamos decir algo al respecto podríamos ser inducidos a concluir que este aumento de la intermediación financiera significó simplemente más eficiencia en el uso de los ahorros por parte de los deudores netos en la economía, gracias a la eliminación de los controles que pesaban sobre el sistema. En vista de los acontecimientos mencionados en la sección 1 *supra*, tenemos derecho a poner en duda tal opinión.

Para responder esa pregunta debemos tener alguna idea de la interdependencia de los diversos tipos de instituciones financieras. Se han seleccionado datos del balance agregado para cada tipo de institución, a saber: autoridades monetarias (el Banco Central y el Banco del Brasil), bancos comerciales, bancos de inversiones y compañías financieras, sistema financiero para la vivienda y sistemas de bancos de desarrollo (incluido el Banco Nacional de Desarrollo y sus filiales, y los bancos de desarrollo de propiedad del Estado). De los datos de los balances se escogieron los depósitos y otras formas de deuda que podrían demostrar la clase de interdependencia existente entre los diferentes tipos de instituciones, ya que la consolidación de los balances de cada grupo cancelaba la deuda dentro del grupo.

Mediante los balances agregados anuales para cada grupo de instituciones, se pueden obtener estimaciones de la provisión interna de crédito para el uso del propio sistema financiero, es decir la parte de la acumulación total de activos de las instituciones financieras que no corresponden al aumento de la deuda de la parte no financiera de la economía. Se pudo comprobar que en los dos años anteriores a 1974, alrededor del 16,7 % de la expansión total de activos del sistema financiero global correspondía a préstamos internos, y que esta fracción aumentó a un promedio del 25 % desde 1974 hasta 1977. Las cifras correspondientes para el sistema no monetario son 23,5 % y 30,6 %, respectivamente. Tales cifras ponen de manifiesto las necesidades internas de financiamiento que caracterizaron las condiciones inestables de la segunda mitad del decenio de 1970 y finalmente detuvieron la expansión del crédito que excedía el crecimiento de los pasivos monetarios.

Para el sistema en su conjunto, las tendencias observadas respecto de las necesidades financieras internas ponen de relieve la dificultad para definir instrumentos apropiados de política monetaria durante el período. La existencia de un sector grande de instituciones no bancarias ajenas en general al control del Banco Central tiende a que el crecimiento de los activos financieros sea más difícil de controlar sólo mediante instrumentos de política bancaria, y las peculiaridades de la situación brasileña agravaban el problema. Como ejemplo, cabe recordar que ya que los préstamos del Banco del Brasil al sector privado constituían un instrumento importante para el control de la base monetaria, fueron sometidos a restricciones cada vez mayores después de 1975; sin embargo, éstas no se reflejan en el agregado de la expansión de los activos de las autoridades monetarias en su totalidad, debido al crecimiento de la "asistencia financiera" del Banco Central a las instituciones financieras durante el período. En 1974, alrededor del 52 %

de la acumulación total de activos de las autoridades monetarias correspondió a deudas del sistema financiero, en comparación con alrededor del 10 % al 15 % en los años anteriores. Desde 1974 hasta 1977 estas cifras estuvieron en los niveles extraordinariamente elevados de 41 % en 1975, 26 % en 1976 y 39 % en 1977, y disminuyeron entre 2 % y 8 % a fines del decenio.

El crecimiento de los préstamos reales totales al sector privado alcanzó durante el decenio una tasa anual de 19%, lo que significa que la deuda privada total con el sistema financiero casi se sextuplicó durante el período. Sin embargo, con posterioridad a 1976, la preocupación de la política monetaria por los agregados de crédito, la liberalización de las tasas de interés de los préstamos y un posible agotamiento de las posibilidades de expansión de las instituciones no monetarias sin nuevo crecimiento de los pasivos monetarios condujo a una desaceleración del crecimiento en la provisión total de crédito. Entre 1970 y 1977, la tasa media de crecimiento de los préstamos reales fue de 22.7%, mientras que desde 1977 hasta el término del decenio el mismo agregado creció 5.7% anualmente. Como resultado de este proceso, la deuda privada total con el sistema financiero se mantuvo prácticamente constante como proporción del PIB desde 1976 hasta fines del decenio, y empezó a disminuir a comienzos de los años ochenta.

En los gráficos 3a a 4c se muestra el comportamiento trimestral de determinadas tasas de interés, en términos nominales y reales, respectivamente, con posterioridad a 1977. Hasta el final del decenio, las tasas nominales de los bonos federales fueron mantenidas constantes en torno al 10%, salvo durante un efímero intento de implantar un control monetario, a comienzos del gobierno de Figueiredo, en 1979. Las tasas de los bancos comerciales y de inversiones reflejaron esta estabilidad de las tasas básicas, en marcado contraste con la experiencia posterior a las tentativas de aplicar una política monetaria activa después de 1980, como se verá brevemente en la siguiente sección.

III. LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO EN LOS AÑOS OCHENTA

En los últimos años del decenio de 1970 y los primeros años del siguiente se produjeron importantes cambios en la economía brasileña. En el frente externo la economía fue afectada por la segunda alza brusca de los precios del petróleo, que dio lugar, contrariamente a lo que ocurrió después de la primera, a un importante deterioro de la relación de intercambio. Al mismo tiempo, además, la *Federal Reserve Board* de los Estados Unidos sustituyó su política de fijación de tasas de interés por otra de metas para la tasa de expansión de la oferta monetaria. Este cambio de rumbo de la política monetaria tuvo por efecto inmediato el alza de las tasas de interés y en consecuencia fue para la economía como una nueva modificación brusca de la oferta, ya que el Brasil había obtenido cuantiosos préstamos del exterior durante los

años setenta. En el frente interno, bajo el gobierno del Presidente Figueiredo, el Brasil iniciaba su proceso de transición hacia la democracia. Al ser menos represivo el régimen, comenzaron a brotar por todas partes en el sector industrial las huelgas para conseguir mejores salarios, lo que fue considerado por el gobierno como una amenaza para la estabilidad del proceso de retorno a la democracia. Un cambio en la ley que regía la indización de los salarios para reducir el intervalo entre los ajustes fue considerado entonces una forma de apaciguar la actividad de los sindicatos.

Al concluir los primeros seis meses del gobierno de Figueiredo, el Ministro de Planificación Mario Simonsen, tras recibir violentas críticas de los partidarios del gobierno en el Congreso, renunció y fue reemplazado por el Ministro de Agricultura, Delfim Netto. Este último, considerado por muchos empresarios como el padre del "milagro económico brasileño", prometió al asumir el cargo excluir la recesión como solución para los problemas que enfrentaba la economía, y combatir la inflación estimulando el crecimiento económico. Inmediatamente redujo las tasas de interés nominal en un 10% y reforzó sus políticas anteriores para promover un aumento brusco y favorable de la oferta del sector agropecuario.

El alza de las tasas de interés en el mercado de los eurodólares y la duplicación del precio del petróleo fueron dos fuerzas importantes que tendían al déficit en balanza de pagos. En un intento por evitar el deterioro de las condiciones externas, se abandonó el tipo de cambio programado por primera vez desde su adopción en 1968, y hubo una devaluación del 22% en diciembre de 1979. Un mes antes se había modificado la ley que regía todos los reajustes de salarios. Se otorgó la indización automática y total de los salarios de acuerdo con la inflación pasada, y se redujo el tiempo entre ajustes salariales de doce a seis meses.

Después de la devaluación, Delfim Netto procuró neutralizar las expectativas inflacionarias anunciando que la corrección monetaria y la devaluación del tipo de cambio se limitarían, respectivamente, al 40% y al 45%, en el curso de 1980. Huelga decir que estas medidas no tuvieron efecto significativo alguno sobre los precios. La tasa anual de 100% observada en el segundo semestre de 1979 fijó el nivel para los años siguientes. Hacia fines de 1980 los efectos de la devaluación habían desaparecido. El tipo de cambio real terminó revalorizándose ese año.

En el curso de 1980 las reservas internacionales del Banco Central experimentaron una merma de más de 3.000 millones de dólares de los Estados Unidos. Con miras a poner término a esa situación, el gobierno cambió su anterior política de control de las tasas de interés. Todos los controles existentes sobre éstas se eliminaron, por primera vez desde los años treinta, y el Banco Central comenzó a aplicar una política monetaria muy restrictiva con el propósito explícito de elevar el costo interno del endeudamiento. Sus efectos se pueden apreciar fácilmente en el gráfico 3a. El objetivo que pretendía alcanzar esta medida era

inducir a las empresas a conseguir préstamos en el exterior en un intento por mejorar la situación del balance de pagos.

La aplicación de esta política en el sector financiero llevó a un nuevo proceso de concentración, con la fusión de varias instituciones. Entre 1979 y 1982 el número de empresas de corretaje (*corretoras y distribuidoras*) se redujo de 733 a 689, cifra que ciertamente subestima el efecto de las políticas restrictivas sobre el sector.

El aumento del nivel de la tasa de inflación luego de la segunda alza brusca de los precios del petróleo y de la modificación de la ley de reajustes salariales tuvo importantes efectos en las actividades financieras en el Brasil. Para dar una idea de la evolución del tamaño del sector financiero del país durante el período, se presentan en el cuadro 2 datos acerca del número de intermediarios (tanto oficinas centrales como sucursales), de la tasa de inflación y del ingreso real por habitante para determinados años del decenio de 1970 y comienzos del decenio de 1980. Asimismo, se entrega separadamente información sobre el número de bancos comerciales.

Los datos que figuran en el cuadro 2 prueban la existencia de una correlación positiva entre la inflación y el tamaño del sector financiero. En la primera mitad del decenio de 1970, el número de intermediarios financieros aumentó en forma paralela al ingreso real por habitante. En los primeros años del decenio siguiente y dado el nuevo nivel de la tasa de inflación, que alcanzó los tres dígitos, el número de intermediarios financieros comenzó a aumentar en forma muy rápida. Desde 1979 hasta 1983 creció casi 35%, mientras el ingreso por habitante disminuía en casi 7%.⁹

El aumento del número de personas empleadas en el sector financiero es incluso más significativo que los datos sobre el número de sucursales o las tasas de crecimiento del sector financiero, y permite apreciar mejor el efecto de la aceleración de la inflación sobre el tamaño del sector financiero. El cuadro 3 muestra el número de empleados en bancos comerciales en el período 1979-1984; puede apreciarse allí que el empleo, tanto en los bancos nacionales privados como en los bancos estatales, aumentó a un ritmo asombroso. Es más: en un período de cinco años, el empleo en los bancos comerciales aumentó casi 60%, mientras disminuía el ingreso real por habitante.

Es importante mencionar que el espectacular aumento de las actividades bancarias no se debió al ingreso de nuevas instituciones en el mercado, sino a la expansión de las ya establecidas. El número de oficinas centrales de los bancos prácticamente no experimentó variaciones durante el período 1979-1985; en cambio, entre 1981 y 1984 el número de empleados en el mayor banco nacional privado (Bradesco) aumentó más de 50%.

Otro punto importante que se desprende de la observación del cuadro 2 es que el empleo en los bancos extranjeros, contrariamente a lo

⁹ Es importante señalar que esta expansión del sector financiero no fue seguida por un aumento significativo de la cantidad de préstamos otorgados al público.

que sucedió en los bancos nacionales privados y los públicos, permaneció casi constante desde 1979 hasta 1984, lo que refleja la existencia de una limitación legal del número de sucursales que podía tener en el país un banco de propiedad extranjera.

Finalmente, es interesante señalar que la experiencia reciente de la Argentina muestra también en forma clara la existencia de una correlación positiva entre la inflación y el tamaño del sector financiero. En el cuadro 4 se presentan datos sobre el número de bancos comerciales (oficinas centrales y sucursales) en la Argentina durante el período 1979-1985.

Con respecto a la expansión de las actividades bancarias en dicho país durante los últimos años, los datos que figuran en el cuadro 4 sugieren que el período 1979-1985 debería dividirse en dos. En el primer período, es decir entre 1979 y 1981, el número de bancos comerciales prácticamente no experimentó variaciones. En el segundo período, y a pesar de que la economía había caído en una profunda recesión, las actividades bancarias tuvieron un gran auge; el número de instituciones bancarias aumentó en casi 25% entre 1981 y 1985. No es ciertamente una coincidencia que, desde 1979 hasta 1981, la inflación disminuía con arreglo a la "tablita", y que después, con el completo fracaso del experimento de Martínez de Hoz, la economía avanzaba hacia la hiperinflación.

La existencia de la mencionada correlación positiva entre la inflación y el tamaño del sector financiero ha sido observada por varios autores. Keynes, en su obra "A Tract on Monetary Reforms", comparó las casas de cambio de Viena durante la hiperinflación austríaca de los años veinte con hongos o callampas que aparecían por todas partes. Bresciani-Turroni (1937), en su estudio clásico sobre la hiperinflación alemana, menciona la "hipertrofia del sistema bancario" producida por la inflación acelerada. Según el autor, "el aumento de las operaciones bancarias no fue consecuencia de una actividad económica más intensa. El trabajo aumentó porque los bancos estaban sobrecargados con pedidos de compra y venta de acciones y divisas, provenientes del público que, en un número cada vez mayor, tomaba parte en especulaciones de la Bolsa".¹⁰ Con la "fuga" creciente ante la moneda nacional, las instituciones financieras pudieron aumentar el margen entre el precio del comprador y el precio del vendedor.¹¹ De este modo, el aliciente de mayores utilidades en una actividad con escasas restricciones de ingreso o de expansión condujo a la hipertrofia del sector financiero.

Una hiperinflación constituye un caso extremo. Sin embargo, en situaciones inflacionarias más moderadas, varios autores han señalado también la existencia de la mencionada correlación positiva entre la inflación y el tamaño del sector financiero. Por ejemplo, Daly (1967), al analizar la evolución de dicho sector en el Uruguay en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, demostró que el aumento de

¹⁰ Bresciani-Turroni (1937), p. 216.

¹¹ Dornbusch y Pechman (1985) presentan una explicación de esta materia.

la tasa de inflación a un nivel más elevado al comienzo del decenio de 1950 produjo una espectacular expansión de las actividades bancarias.¹² Menciona que la expansión del sector financiero se debió a la existencia de una serie de normas fijas acerca del pago de tasas de interés sobre los depósitos. El aumento del número de bancos, señala Daly, representaba un proceso de competencia con los ahorros disponibles que no se basaba en los precios, sino en la comodidad de la diversa ubicación de los locales.¹³

La explicación propuesta por Daly para el aumento del sector financiero uruguayo, caracterizado como un proceso de competencia no relacionada con los precios, parece muy apropiada para explicar el reciente aumento de la intermediación financiera en el Brasil. La lucha por recaudar el impuesto de inflación, en un medio caracterizado por la existencia de un gran número de normas fijas respecto de las tasas de interés, puede haber originado también una competencia mediante mecanismos no relacionados con los precios. En este sentido, Bodin de Moraes (1986)⁹ elaboró una versión del modelo de competencia monopolística de Salop para analizar los mecanismos que, ante un aumento de la tasa de inflación, dan lugar a la expansión del sector financiero.¹⁴

La característica más interesante de este modelo es que permite subrayar que, para un consumidor, la principal diferencia entre dos (o más) instituciones financieras es la distancia relativa. Por lo tanto, la existencia de costos de movilización y la prohibición de pagar tasas competitivas de interés sobre los depósitos llevarán a las instituciones financieras a cometer básicamente mediante su ubicación.

IV. EL SECTOR FINANCIERO DESPUÉS DEL PLAN CRUZADO

La importancia de la inflación para la evolución del sistema financiero brasileño en los últimos 15 años resulta difícil de exagerar, en vista de lo dicho hasta aquí. Una larga historia de reformas, normas y adaptación de las instituciones financieras a la elevada inflación transformó al sistema financiero en parte del mecanismo de transmisión de las presiones inflacionarias.

A grandes rasgos, este mecanismo fue el siguiente: la indización generalizada hizo del componente de inercia el elemento más importante para la determinación de la inflación; es decir, el valor mínimo de la tasa en un momento dado se determinaba según la tasa pasada, a la que se agregaban los cambios bruscos de la oferta o la demanda. Cada vez que un nuevo cambio brusco, como una devaluación o la pér-

¹² La inflación anual media (IPC) en el Uruguay subió del 7% en el período 1940-1954 al 24% en el período 1955-1964. El efecto de esta alza sobre el sector financiero se sintió casi inmediatamente. Entre 1958 y 1964, mientras el ingreso por habitante disminuía lentamente, el número de bancos (considerando sucursales) aumentó de 433 a 704.

¹³ Véase Daly (1967), p. 93.

¹⁴ Véase Salop (1979).

dida de una cosecha, apuntaba a una aceleración de los aumentos de precios, la liquidez real disminuía y las tasas de interés tendían a subir, al disputarse los bancos las escasas reservas existentes. Si el Banco Central rehusaba hacerse cargo de la situación, la falta de liquidez de las empresas marginales se traducían en ofertas más altas por las reservas, ejerciéndose así mayor presión sobre el Banco Central para que prestara "asistencia financiera". Las operaciones de rescate terminaban aumentando la liquidez del sistema y de este modo sancionaban la tasa más alta.

Dada una larga tradición inflacionaria, los ahorros financieros tenían a encauzarse hacia activos de corto plazo con un continuo proceso de repactación de las tasas. Por consiguiente, gran parte de los recursos humanos y técnicos de la economía, dentro del sistema financiero al igual que en los sectores productivos, se dedicaba a pronosticar la inflación y a vigilar los rendimientos en los mercados financieros. Cuando en febrero de 1986 el gobierno decidió promover una reforma monetaria concebida para detener repentinamente la inflación, sobre la base de poner término a la indización a corto plazo, hubo inmediata preocupación por la suerte del sistema financiero; es decir, por lo difícil que sería adaptar el sistema existente a tasas bajas de inflación.

Inmediatamente después de anunciarse el Plan Cruzado, el gobierno fijó un objetivo de inflación cero, en un esfuerzo por erradicar efectivamente las expectativas inflacionarias de la memoria de los agentes económicos. Además de la posible pérdida para el sistema bancario de los ingresos por concepto del impuesto de inflación, había dos fenómenos cruciales para el futuro desarrollo del sector financiero en esa coyuntura: la gran incertidumbre en cuanto a las normas que regirían, dado que el programa creaba discontinuidad en la política e iba acompañado por noticias de que el gobierno tenía en estudio una importante reforma financiera; fuertes cambios en las carteras, con preferencia por el dinero en vez del cuasidinero que devengaba intereses. Para el sistema financiero en su totalidad, esto significaba una reducción del mercado para las actividades bancarias.

Se preveía que este estado de cosas generaría: a) quiebras de las empresas marginales en el sector financiero; b) recuperación de operaciones bancarias, con introducción de honorarios por servicios bancarios que antes se cobraban implícitamente por la mantención de depósitos inactivos; c) grandes ajustes de las empresas sobrevivientes, entre ellos disminución del número de empleados y del número de sucursales.

La rapidez y el costo de los ajustes dependerían, desde luego, del tipo de política monetaria aplicada por el Banco Central después del mes de marzo. Al haber menos inflación, los agentes económicos deseaban contar con una mayor cantidad de dinero; sin embargo, es difícil precisar los montos. En tales situaciones, si el Banco Central aplica una política restrictiva o subestima el aumento de la demanda de dinero, las tasas de interés aumentan y los bancos pierden más, tanto por la reducción de los depósitos como por el mayor costo de las reservas

bancarias. Por otra parte, si el Banco Central se adapta en exceso o sobreestima la demanda de dinero, se corre el riesgo de que el exceso de demanda se transmita al sistema.

Cabe tener en cuenta que un aspecto decisivo del Plan Cruzado fue el haberse anunciado como opción no recesiva para poner término a la inflación. Aunque el gobierno podía contar con el pleno apoyo de la población, inmediatamente después que se puso en operación el programa, la mayor parte de la oposición se concentró en los posibles efectos recesivos de la congelación de los precios. El gobierno prefirió entonces reducir inmediatamente la tasa de interés nominal teniendo en cuenta tres cosas: i) subrayar las posibilidades de rebajar los precios nominales, en vista de los menores costos financieros; ii) reforzar las expectativas de cero inflación, de modo que las tasas nominales pudieran ser consideradas por los agentes como probables tasas reales de interés; iii) estimular la actividad económica, para evitar que la gran incertidumbre producida por el cambio drástico de las normas vigentes pudiera ejercer un efecto de contracción de la inversión. Por consiguiente, es fácil comprender que la política monetaria posterior al Plan Cruzado se sesgaría hacia una excesiva monetización.

Actualmente hay consenso respecto de que la política monetaria aplicada por el Banco Central en los primeros meses del Plan Cruzado fue demasiado expansionista. Esto puede observarse fácilmente en los cuadros 5 y 6. En el primero de ellos se dan datos sobre la evolución de determinados agregados monetarios en los siete primeros meses de 1986. Puede apreciarse que la masa monetaria nominal (M1) aumentó en casi un 200% entre fines de febrero, fecha de la adopción del plan, y fines de julio. Esto no basta para afirmar que la política monetaria fue excesivamente expansionista, ya que puede tratarse simplemente del reflejo del brusco aumento de la demanda de dinero inducida por la reducción del costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo y depósitos a la vista. Sin embargo, la existencia de una monetización excesiva de la economía puede señalarse con más certeza mediante la evolución de un agregado monetario más amplio, como M4. La estabilidad de precios sólo debería dar lugar a una reorganización de la cartera de los agentes económicos, sustituyéndose los activos indizados por activos nominales. Los datos que figuran en el cuadro 5 muestran que M4 no permaneció constante, sino que aumentó 22.5% entre febrero y julio.¹⁵

Otro indicio de la excesiva monetización de la economía lo dan las tasas de interés real *ex-post* y la diferencia entre el valor del dólar de los Estados Unidos en los mercados paralelo y oficial con posterioridad a febrero. En el cuadro 6 se muestra la evolución de la tasa real de rentabilidad *ex-post* para determinados activos. Puede apreciarse

¹⁵ Cabe señalar que entre fines de febrero y fines de marzo, únicamente, M4 aumentó en 17.8%. Sin embargo, parte de este aumento no tuvo nada que ver con la monetización excesiva, sino que se debió al hecho de que una fracción de la existencia de depósitos indizados tenía fechas de reajuste entre el último día de febrero y el último día de marzo.

que el rendimiento real neto *ex-post* de las colocaciones a muy corto plazo (de un día para otro) así como el de los certificados de depósito permaneció a un nivel muy bajo o negativo. Además, a pesar de que el tipo de cambio con respecto al dólar fue mantenido constante, la tasa de devaluación en el mercado paralelo siguió siendo muy alta. A fines de agosto esta diferencia, que era alrededor del 25% cuando se inició el Plan Cruzado, había aumentado al 70%.

El Plan Cruzado, cuyo objetivo fue reducir a cero la inflación, disminuyó considerablemente la rentabilidad esperada de las instituciones financieras. Los principales bancos bajaron bruscamente su cotización en el mercado de valores poco después de anunciarse el plan de estabilización. Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre el empleo en el sector financiero, existen varios indicios de que los bancos y otras instituciones financieras han iniciado un proceso de ajuste a las nuevas condiciones. El empleo en el sector se redujo, principalmente por no hacer contrataciones para ocupar las vacantes. Según estimaciones no oficiales, hubo una disminución de alrededor de 40 mil empleos en el sector hasta setiembre de 1986. En cuanto a los ingresos, al autorizarlo el Banco Central, los bancos comenzaron inmediatamente a cobrar por varios servicios que anteriormente se prestaban sin costo explícito a los clientes. Cabe señalar que seis meses después de la reforma no se había producido ninguna crisis importante, y que gracias a la rentabilidad esperada de los bancos en el año en curso el precio de las acciones de los principales bancos en el mercado de valores mostró una sólida recuperación. Esta situación significa que los bancos se han adaptado en forma sorprendentemente rápida a la nueva situación, o bien que el Banco Central ha actuado de un modo menos restrictivo que el originalmente previsto.

Es aún muy prematuro evaluar todas las consecuencias para el sistema financiero de la reforma monetaria de 1986, porque los resultados del programa son todavía inciertos y los bancos, al menos, se han visto hasta ahora menos afectados que lo previsto al iniciarse el Plan. Puede ser que la preocupación excesiva por no perjudicar al sector financiero en los primeros meses del experimento brasileño sea el origen de las dificultades actuales para definir una política monetaria apropiada y compatible con el objetivo de alcanzar un nuevo equilibrio con reducida inflación.

REFERENCIAS

- Behrens, Alfredo. "O papel dos bancos de investimento como instituições de crédito a longo prazo", *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 4, N° 10, enero-abril de 1978.
- Bresciani-Turroni, C., *The Economics of Inflation. A Study in Currency Depreciation in Post-War Germany*, Londres, George Allen & Unwin Ltd., 1937.

- Bodin de Moraes, P., "Inflation and the size of the financial sector", tesis no publicada para optar al doctorado, M.I.T., 1986.
- Carneiro, D. D., "Long run adjustment, debt crisis and the changing role of stabilization policies in the Brazilian recent experience", en R. Thorp y L. Whitehead (eds.), *Debt and adjustment in Latin America*, Londres, Macmillan, 1986.
- , y Fraga Neto, A., "Política monetaria e endogeneidade dos agregados monetarios: nota sobre a evidência empirica nos anos 70", *Política e Planejamento Economico*, vol. 14, N° 1, abril de 1984.
- Coates, M. V., "Política de credito ao consumidor e desempenho industrial: analise da experiencia brasileira 1972-1981", tesis no publicada para optar a la maestría en ciencias, PUC-RJ, 1985.
- Daly, H. E., "A note on the pathological growth of the Uruguayan banking sector", *Economic Development and Cultural Change*, vol. 16, octubre de 1967.
- Dornbush, R. y Pechman, C., "The bid-ask spread in the black market for dollars in Brazil", *Journal of Money Credit and Bank*, vol. 17, N° 4, 1985.
- Dreizen, J. J., *O conceito de fragilidade financeira num contexto inflacionario*, Río de Janeiro, BNDES, 1985.
- Fishlow, A., "Indexing Brazilian style: inflation without tears?", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, 1974, pp. 261-280.
- Keynes, J. M., *A Tract on Monetary Reform*, Londres, Macmillan, 1923.
- Montoro, A. F., *O sistema financeiro brasileiro*, Río de Janeiro, INPES/IPEA, 1982.
- Rocha, R. R., "Costs of intermediation in developing countries: a preliminary investigation", Banco Mundial, 1985, documento mimeografiado.
- Sochaczewsky, A.C.L.P., "Financial and economic development of Brazil, 1952-1968", tesis no publicada para optar al doctorado, The London School of Economics and Political Science, 1980.
- Simonsen, M. H., "Correção monetaria: a experiência brasileira", São Paulo, febrero de 1974, documento mimeografiado.
- , "Inflation and the money and capital markets in Brazil", en H. S. Ellis (ed.) *The Economy of Brazil*, Berkeley, University of California Press, 1969.
- Salop, S. C., "Monopolistic competition with outside goods", *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, primavera de 1979.

Cuadro 1
BRASIL: ALGUNOS DATOS MACROECONOMICOS

Año	PIB _a	Producción industrial _a	Inflación _b	Salarios reales _c	Base monetaria	Exportaciones _d	Importaciones _d	Relación de intercambio		PSER/PIB
								Total	Excluido el petróleo (1977 = 100)	
1971	12,0	—	19,8	63,6	5,6	2,9	3,2	82	65	1,5
1972	11,1	14,0	15,5	68,1	10,3	3,9	4,2	87	72	5,7
1973	13,6	16,6	15,7	73,3	16,7	6,2	6,2	95	82	3,0
1974	9,7	7,8	34,5	74,3	9,4	7,9	12,6	78	78	0,8
1975	5,4	2,1	29,2	82,1	— 3,9	8,7	12,2	76	76	1,6
1976	9,7	11,9	46,4	84,7	2,6	10,1	12,4	85	85	2,0
1977	5,7	2,2	38,7	89,3	13,0	12,1	12,0	100	100	4,0
1978	5,0	6,1	40,9	96,7	5,2	12,7	13,7	86	84	2,9
1979	6,4	6,9	77,2	100,0	2,9	15,2	18,1	79	81	2,9
1980	7,2	9,2	110,2	96,0	— 15,0	20,1	22,9	65	78	1,8
1981	— 1,6	— 10,2	95,2	100,1	— 22,9	23,3	22,1	55	71	3,1
1982	0,9	— 0,2	99,7	109,9	— 5,4	20,4	19,6	54	69	2,9
1983	— 3,2	— 5,5	211,0	94,5	— 23,0	21,9	15,4	53	64	0,1
1984	4,5	7,0	223,8	87,3	— 20,4	27,0	13,9	58	71	2,2
1985	8,3 ¹	7,0	235,1	85,3	2,1	25,6	13,2	55	69	—

Fuentes de datos sin elaborar: Boletim do Banco Central (varios números).
Cuadros de cuentas nacionales (FGV).
International Financial Statistics (varios números).
Conjuntura Económica (varios números).
FIBGE - Indicadores de la industria.

- Tasas reales de crecimiento.
- Diciembre a diciembre.
- Industria únicamente. Deflactados según el índice general de precios (IGP), 1979 = 100.
- En miles de millones de dólares de los Estados Unidos.
- Ajustada para tener en cuenta la inflación. Estimaciones del autor. Para detalles, véase Carneiro (1986 B).
- Estimación preliminar.

Cuadro 2

**BRASIL: NÚMERO DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS,
INFLACIÓN E INGRESO REAL POR HABITANTE,
1971-1985**

Año	<i>Instituciones financieras</i>		Inflación ^a	Ingreso por habitante (1975 = 100)
	<i>Total</i>	<i>Bancos comerciales</i>		
1971	13.378	8.012	19.8	82.1
1975	14.330	8.650	29.2	100.0
1979	17.151	10.789	77.2	117.6
1983	23.097	14.549	211.0	109.9
1985	24.425	15.529	235.1	118.5

Fuente: Relatorio do Banco Central do Brasil, diversos números.

^a La inflación es la tasa de cambio del índice general de precios en 12 meses contados de diciembre a diciembre.

Cuadro 3

**BRASIL: NÚMERO DE EMPLEADOS EN LOS BANCOS
COMERCIALES, 1979-1984**

Año	<i>Nacionales privados</i>			<i>Estatales y federales</i>	
	<i>Total</i>	<i>Bradesco</i>	<i>Extranjeros privados</i>	<i>Total</i>	<i>Banco do Brasil</i>
1979	269.618		11.872	174.479	
1980	282.668		11.880	186.278	
1981	306.970	83.719	11.806	203.798	83.719
1982	339.987		12.173	232.729	
1983	384.956		12.197	232.245	
1984	426.620	125.984	12.177	n.a.	115.618

Fuente: *Conjuntura Económica*, febrero de 1986 y *The Banker*, junio de 1982 y junio de 1985.

Cuadro 4

ARGENTINA: NUMERO DE BANCOS COMERCIALES E INFLACIÓN, 1979-1985

Año	Bancos comerciales ^a		Inflación ^b
	Total	Privados	
1979	3.921	1.975	159,5
1980	3.921	1.935	100,8
1981	3.986	1.842	104,5
1982	4.154	2.002	164,8
1983 (marzo)	4.539	2.280	343,8
1984 (octubre)	4.596	2.423	626,7
1985	4.956	2.938	779,9

Fuente: Banco Central de la República Argentina e Indicadores de Coyuntura.

^a El número de oficinas centrales y sucursales corresponde a diciembre de cada año, salvo cuando se indica lo contrario.

^b La inflación es la tasa media anual de crecimiento del índice del costo de la vida.

Cuadro 5

BRASIL: ALGUNOS AGREGADOS MONETARIOS, 1986

(En miles de millones de cruzados)

Mes	Base monetaria	M1	M4
Enero	45,9	94,1	893,7
Febrero	51,5	107,4	927,9
Marzo	70,0	199,8	1.093,8
Abril	94,8	237,8	1.103,0
Mayo	109,0	273,6	1.108,7
Junio	120,6	319,9	1.133,9
Julio	137,6	318,8	1.137,1

Fuente: *Conjuntura Económica*, vol. 40, N° 9, p. 28.

Cuadro 6

BRASIL: TASAS REALES MENSUALES EX-POST DE RENTABILIDAD DE DETERMINADOS ACTIVOS: ENERO-AGOSTO DE 1986^a

(Porcentajes)

Mes	Tasa neta de depósito día a día	Certificados de depósitos	Dólar de los Estados Unidos (mercado paralelo)
Enero	— 1,30	0,92	— 10,80
Febrero	— 1,63	0,95	5,92
Marzo	0,75	1,13	— 8,40
Abril	— 0,03	1,07	14,54
Mayo	— 0,72	— 0,19	1,57
Junio	— 0,48	— 0,04	— 0,30
Julio	— 0,10	0,29	13,48
Agosto	— 0,14	0,68	— 5,74

Fuente: Boletim Macrometrica.

^a Las tasas nominales fueron deflactadas por el índice de precios al consumidor (IPC), calculado por el I.B.G.E.

Gráfico 1

BRASIL: AGREGADOS MONETARIOS, 1970-1984

(Como proporción del PIB nominal)

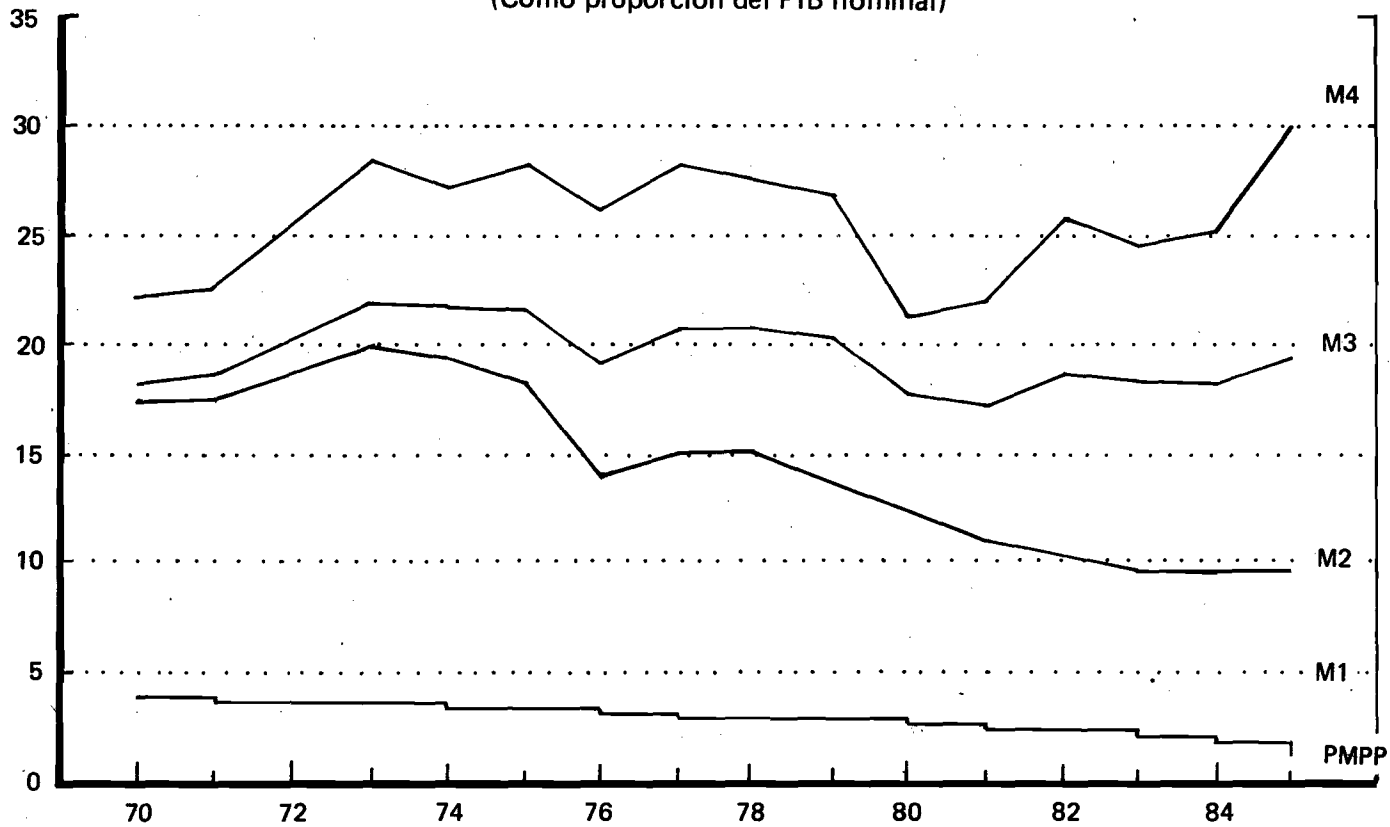
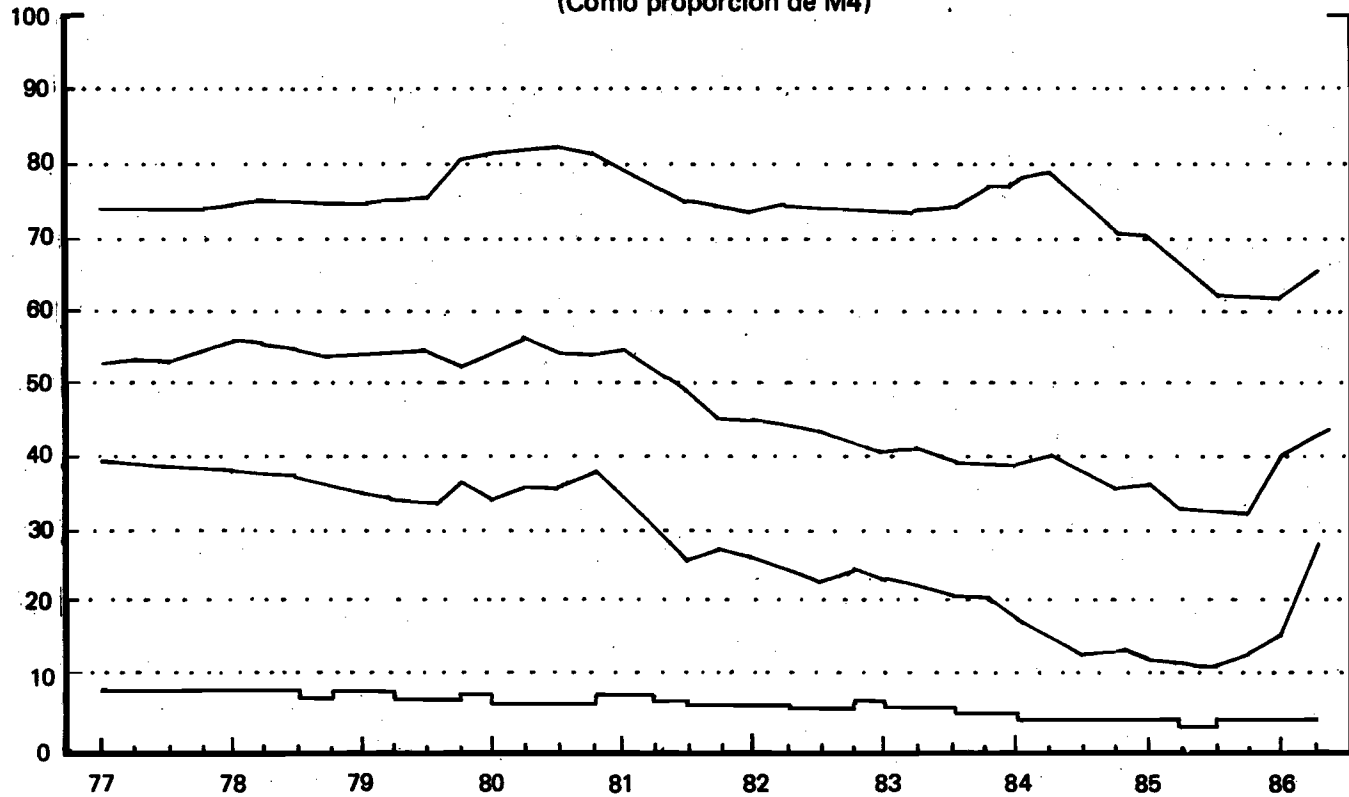


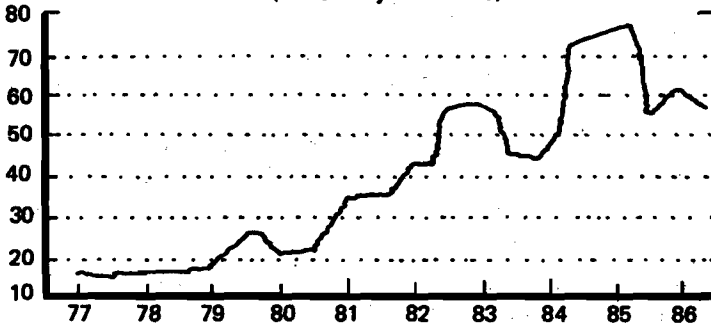
Gráfico 2

BRASIL: AGREGADOS MONETARIOS
(Como proporción de M4)



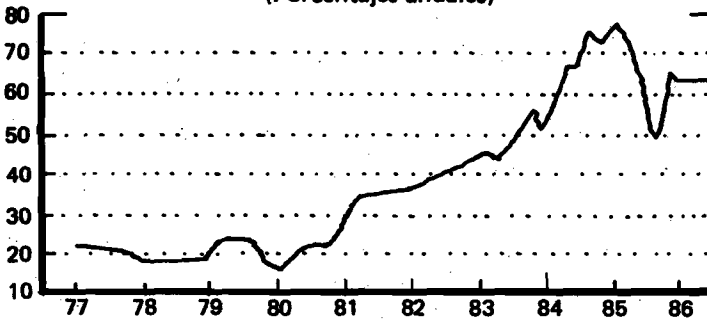
Fuente de los datos brutos: Boletín del Banco Central.

Gráfico 3a
BRASIL: TASAS DE INTERES NOMINAL
EN BANCOS COMERCIALES, 1977-1986
(Porcentajes anuales)



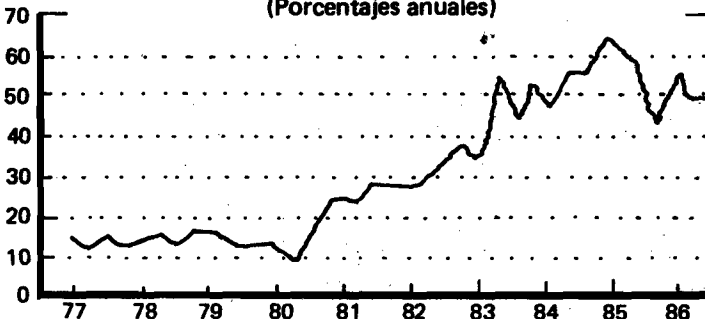
Fuente de los datos brutos: Suma Económica.

Gráfico 3b
BRASIL: TASAS DE INTERES NOMINAL
EN BANCOS DE INVERSIONES, 1977-1986
(Porcentajes anuales)



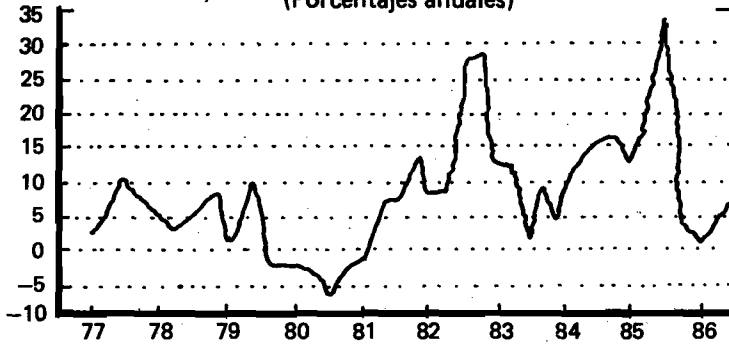
Fuente de los datos brutos: Suma Económica.

Gráfico 3c
BRASIL: TASAS DE INTERES NOMINAL
DE LOS BONOS FEDERALES, 1977-1986
(Porcentajes anuales)



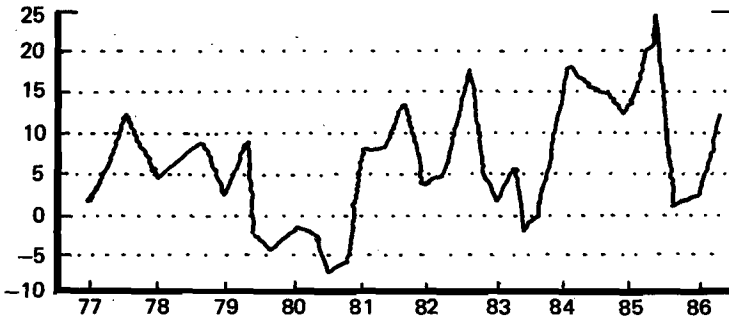
Fuente de los datos brutos: Suma Económica.

Gráfico 4a
BRASIL: TASAS DE INTERES REAL
EN BANCOS COMERCIALES
 (Porcentajes anuales)



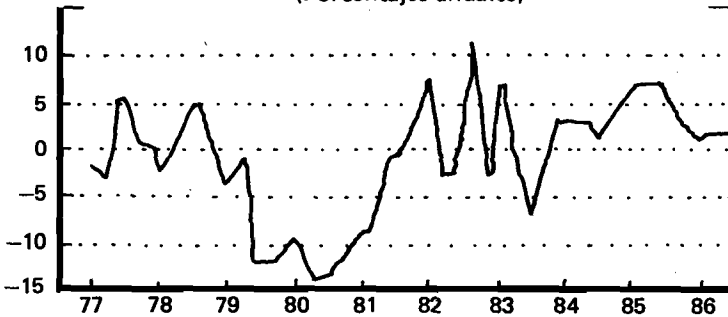
Fuente de los datos brutos: Suma Económica.

Gráfico 4b
BRASIL: TASAS DE INTERES REAL EN BANCOS COMERCIALES
 (Porcentajes anuales)



Fuente de los datos brutos: Suma Económica.

Gráfico 4c
BRASIL: TASAS DE INTERES REAL DE BONOS FEDERALES
 (Porcentajes anuales)



Fuente de los datos brutos: Suma Económica.

FINANCIAMIENTO INTERNO Y AJUSTE: PERÚ 1980-1985

RICHARD WEBB *

* Doctor en Economía, Universidad de Harvard. Fue Presidente del Banco Central de Reserva del Perú.



INTRODUCCIÓN

Durante el período 1980-1985 el Perú, al igual que la mayoría de los países de la región, sufrió una crisis económica sin precedentes en este siglo. En esa crisis se combinaron una caída en el PBI de 16 % y una duplicación en el ritmo de la inflación, que pasó de 60% a 120% anual en los primeros meses de 1983. Los sueldos y salarios reales, en la actividad moderna, cayeron 40 % entre 1982 y 1985, y, en el mismo período, la deuda pública externa aumentó en 44 %.

Como en el resto de la región, la crisis peruana estuvo estrechamente asociada a los conocidos eventos externos de esos años —recesión mundial y fuerte caída en los precios de las materias primas, aumento en las tasas de interés mundiales, proteccionismo y cierre de los mercados financieros externos.

Pero la crisis tuvo dos agravantes en el Perú. El primero fue El Niño, fenómeno climático que causó una pérdida directa del 5 % del PBI de 1983, cuyo efecto se sumó al resultado de la crisis en el sector externo durante ese período.

El segundo agravante se relaciona con la década anterior a la crisis. En el Perú, la recesión de los años ochenta viene a ser una continuación de un estado de crisis financiera y productiva que fue casi continua desde 1975. A diferencia del resto de la región, el Perú no creció entre 1975-1979 y, en ese período, la economía sufrió un colapso en la estabilidad financiera que tradicionalmente la caracterizaba. La economía fue debilitada además por cambios institucionales e intervenciones estatales durante todos los años setenta, aunque especialmente en el período 1970-1975. El estado de la economía al cierre de la década, trabada por distorsiones en los mercados de trabajo, tierra, y capital, y por un sector público sobredimensionado y particularmente ineficaz, probablemente redujo su capacidad de ajuste durante los años ochenta.

¿Cuál fue el efecto de esta crisis sobre el endeudamiento empresarial? ¿Hubo una crisis financiera en el sector privado? ¿Y cómo afectaron los problemas financieros de las empresas a la evolución global de la economía?

A continuación se busca una respuesta a esos interrogantes. En la sección I se resume la evolución de la economía a nivel agregado para situar el contexto global que vivió la empresa en esos años. La sección II examina el comportamiento financiero de las empresas con base en sus balances auditados y reportados anualmente a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Finalmente, la sección III ofrece algunas interpretaciones de lo observado.

Cabe señalar que, en términos generales, la estadística encontrada es limitada y, mucha de ella, de poca confiabilidad. Además, el tema

ha sido poco investigado en el país. Lo que se presenta, por lo tanto, es de carácter especialmente tentativo.

I. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1970-1985

1. *Antecedentes (1970-1978)*

Resulta difícil comprender el comportamiento empresarial de los años ochenta sin conocer la experiencia vivida en la década anterior.

Esa experiencia tiene dos componentes negativos para el empresario. El primero consiste en una etapa (1970-1975) en la que aumenta marcadamente la intervención y la participación directa del Estado en la economía. El dirigismo se acompaña de medidas redistributivas que quiebran las reglas de juego en cuanto a las garantías de que goza el empresario, tanto nacional como extranjero.

En ese período, el gobierno impone una reforma agraria drástica cuyo efecto sobre las actitudes empresariales proviene no sólo de la expropiación misma sino también de la arbitrariedad burocrática y hostilidad política con que se lleva a cabo la transferencia. La propiedad industrial y minera es afectada por la ley de comunidad industrial, que transfiere parte de las utilidades al trabajador y le otorga participación en el directorio de la empresa. A la vez se proyectan leyes con el mismo objetivo para otros sectores de actividad, y aunque no llegan a ser promulgadas, queda la amenaza. El empresario también se ve afectado por la ley de estabilidad laboral que casi imposibilita la reducción de personal. Finalmente, el gobierno expropia una serie de actividades y empresas, mayormente de propiedad extranjera, pero también nacional, como en el caso de la industria pesquera.

La intervención del Estado aumenta con la implantación del control de cambio y de las importaciones, además de la mayor reglamentación de la inversión y de otros aspectos de la actividad productiva.

El segundo aspecto negativo coincide con la segunda mitad de la década. De 1975 a 1978 se vive un período de aguda inestabilidad macroeconómica en el cual la inflación sobrepasa largamente los niveles de 10 o 20 % que había alcanzado anteriormente. De 1975 a 1979 la inflación promedia el 44 %, y los precios relativos, especialmente de productos controlados por el gobierno, tales como las divisas y los combustibles, sufren variaciones grandes y repentinas. El Banco Central pierde todas sus reservas, y tanto el acceso a las divisas como su precio se vuelven altamente inseguros para el empresario, situación que el país no había sufrido desde los años cuarenta. La producción se estanca y, al final de la década, el ingreso por habitante ha bajado en 5 % con relación al año 1974. A lo largo de la década la inversión, y en especial la del sector privado, se reduce.

El peso negativo de todo esto es contrarrestado en parte por una recuperación de la balanza de pagos en los últimos años de la década. El volumen de las exportaciones crece 65 % entre 1975-1979 como resul-

tado del inicio de operaciones del oleoducto de la selva norte y de una importante mina de cobre, y las exportaciones no tradicionales aumentan de US\$ 96 millones en 1975 a US\$ 845 millones en 1979. Además, los precios de las exportaciones suben excepcionalmente en 1979. La mejora en la balanza también se debe a una drástica reducción de las importaciones que sigue a las medidas de austeridad fiscal y control monetario en los años 1978-1979. En esos dos años, el producto empieza a recuperarse, creciendo a una tasa del 3 % anual, a pesar de la reducción de la demanda agregada impuesta por el programa de estabilización.

El balance de la década no es favorable para la capacidad productiva. Ésta se ve reducida por el efecto acumulado de una década de menor inversión, y por la pérdida de flexibilidad empresarial que resulta de las varias distorsiones en los mercados de factores y de bienes, así como de la sujeción de una parte importante de la economía a una mayor regulación y gestión directa de la burocracia.

La experiencia de la década también termina condicionando a las expectativas empresariales, reduciendo la propensión a invertir en el país, y aumentando el comportamiento especulativo. A esto contribuyen la inseguridad crónica en cuanto a la disponibilidad de divisas, la posibilidad de utilizar crédito en moneda nacional a tasas de interés negativas en términos reales, la mayor inseguridad percibida en cuanto al derecho a la propiedad y a las ganancias, y el mayor riesgo que resulta de un ambiente macroeconómico inestable. Toda esta experiencia aumenta el riesgo de la inversión de capitales propios y aumenta, por lo tanto, la ventaja relativa del endeudamiento.

El efecto de todo lo anterior sobre el comportamiento empresarial se puede resumir en las siguientes estadísticas de inversión privada y de probable fuga de divisas: la tasa anual promedio de inversión privada para las tres décadas (1950-1959, 1960-1969 y 1970-1979) fue de 17,7, 12,3 y 8,0 por ciento. La baja en la inversión aparente se acompaña de un aparente aumento en la fuga de divisas: para las mismas

Cuadro 1
INVERSIÓN BRUTA PRIVADA¹
(Porcentajes del PBI)

1950-1959	17,7
1960-1969	12,3
1970-1979	8,0
1980-1982	10,8
1983	7,9
1984	6,8
1985	6,8

Fuente: Elaborado en base a Cuentas Nacionales del Instituto Nacional de Estadística (INE) y del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Incluye variación de inventarios. Excluye empresas públicas.

décadas los errores y omisiones de la balanza de pagos fueron, en promedio, de 0,6, 0,8 y -1,1 por ciento del PBI al año (Cuadro 1).

2. Tres años y medio de recuperación, enero de 1979 a junio de 1982

La década de los setenta cierra con varias golondrinas. De enero de 1979 a junio de 1982 la economía se recupera lentamente, creciendo 13 % a lo largo de tres y medio años, y la inflación se mantiene a un ritmo alto pero estable de 60 % anual (Cuadro 2). La escasez de divisas para el empresario desaparece con la abundancia exportadora de 1979-1980, y se dictan varias medidas de apertura de las importaciones. La demanda agregada aumenta con las mejoras salariales que se dan en 1980, y con el crecimiento de la inversión pública. El marco legal para el propietario parece afianzarse con el regreso de un gobierno democrático, que es además de tendencia centro o centro-derechista. El gobierno también se alinea discretamente con la actitud de la segunda fase del régimen anterior, mediatizando algunas de las medidas reformistas, en particular la estabilidad laboral. La disponibilidad de divisas y las buenas relaciones con el FMI y el resto del sistema financiero mundial crean la expectativa de un menor grado de inestabilidad macroeconómica.

Cuadro 2
PRODUCTO BRUTO INTERNO SEGÚN GASTO
(Índice 1980 = 100)

Año	Consumo		Gasto Público		Inversión Privada		Exportación		Importación		PBI Total	
	Índice	% Var.	Índice	% Var.	Índice	% Var.	Índice	% Var.	Índice	% Var.	Índice	% Var.
1980	100	—	100	—	100	—	100	—	100	—	100	—
1981	102	2.0	106	6.0	127	27.0	95	-5.0	110	10.0	103	3.0
1982	102	—	115	8.5	115	-9.4	107	12.6	116	5.5	105	1.9
1983	93	-8.8	103	-10.4	55	-52.2	95	-11.2	87	-25.0	92	-12.4
1984	96	3.2	94	-8.7	58	5.5	100	5.3	70	-19.5	97	5.4
1985	98	2.1	87	-7.4	58	—	101	1.0	61	-12.9	98	1.0

Fuente: Elaborado en base a información del BCRP.

Pero el verano no llega. Los precios de exportación empiezan a declinar desde los primeros meses de 1980, y para junio de 1982 el índice del poder de compra de las exportaciones tradicionales ha perdido la mitad del valor que había registrado en enero de 1980. La confianza con respecto a las divisas se desvanece rápidamente ante la recesión externa, el fuerte aumento de las importaciones (41 % en tres años), y la caída de las reservas que empieza en los primeros meses de 1981.

El sector industrial sufre el impacto simultáneo de menores aranceles, una apreciación del tipo de cambio, medidas de apertura, la fuerte expansión en las compras en el exterior por empresas y entidades del Estado, que tradicionalmente no pagan los aranceles de aduana, y un

contrabando estimulado por el blanqueo de divisas del narcotráfico y por el dúpning que genera la recesión mundial. Durante 1980-1981 el precio relativo de los productos industriales baja: en el caso de los sectores textil y calzado la reducción es de 28 %, y para los artefactos domésticos de 21 %. El sector externo actúa como un fuerte deprimente, tanto vía demanda directa como por su efecto sobre las expectativas.

El creciente déficit fiscal contribuye a las preocupaciones con relación al futuro. De otro lado, un elevado flujo de crédito externo permite mantener el nivel de las reservas internacionales, y la recuperación de la economía mundial crea esperanza. En este contexto el empresario invierte poco, pero se da un sólido flujo de retorno de capitales del extranjero, para ser invertidos principalmente en certificados bancarios de moneda extranjera. La creciente desconfianza no parece afectar a este instrumento de ahorro en dólares. De 1980 a 1982 la inversión privada aumenta ligeramente, a 10,8 % del PBI, pero su nivel no se acerca a las tasas registradas en el período 1950-1969 (15,0 % en promedio).

3. Crisis: de julio de 1982 a julio de 1985

El último semestre de 1982 es un período de creciente recesión, producto del continuo descenso del valor de las exportaciones y de la competencia externa que afecta al sector industrial. A pesar de un programa monetario restrictivo —el Banco Central no presta al gobierno— la capacidad de gasto se mantiene mediante un fuerte endeudamiento externo, tanto público como privado, que, en proporción creciente, toma la forma de créditos a corto plazo. Sin embargo, gran parte de esta capacidad de gasto se dirige al exterior, y casi todos los sectores productivos caen durante el segundo semestre de 1982.

A partir de los primeros meses de 1983 la crisis adquiere otra dimensión con el "shock" que significa el desastre climático de la corriente de El Niño. La pérdida de cosechas, embarques de minerales y petróleo, pesca, alguna manufactura y otra actividad ligada a las materias primas afectadas alcanza a un 5 % del producto nacional. Las políticas fiscal y monetaria deprimen aún más las ventas industriales y comerciales: el gasto público se reduce en 7 % en términos reales.

El cambio en el entorno que vive el empresario no se limita al colapso en sus ventas; desde los primeros meses de 1983 la inflación sube a un ritmo anual de tres dígitos, y empiezan a darse cambios mayores en los precios relativos, sobre todo por la aceleración de la devaluación, la reducción de subsidios a los combustibles y otros productos controlados, y la escasez de muchos productos agrícolas.

En el lapso de año y medio (junio de 1982 a diciembre de 1983), la producción industrial cae 25 %, la agrícola 17 % y la construcción 19 % (Cuadro 3).

Al descomponer esta pérdida de producción se descubre que la caída inducida por la reducción de la demanda agregada es mayor que la producción perdida por causas exógenas —el clima y la recesión internacional—. Durante ese período de 18 meses, el producto real de las acti-

Cuadro 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO SEGÚN SU ORIGEN ¹
(Índices 1980 = 100)

	Agropecuario ²	Minería	Manufactura	Construcción	Otros ³	PBI Total
1978	101	96	91	81	93	93
1979	105	105	95	84	96	97
1980	100	100	100	100	100	100
1981	110	96	100	111	104	103
1982						
I	112	103	100	122	104	105
II	118	99	100	114	108	107
III	112	102	98	114	104	104
IV	111	104	90	104	100	100
1983						
I	110	86	86	88	98	95
II	100	99	82	93	95	93
III	95	99	79	84	89	88
IV	101	98	75	92	94	90
1984						
I	110	101	80	87	94	93
II	110	100	84	91	97	95
III	120	102	85	97	99	98
IV	120	103	83	88	98	97
1985						
I	120	106	93	88	101	101
II	117	108	85	79	98	97
III	115	108	82	72	96	95
IV	117	108	83	75	98	97

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

¹ Desestacionalizado.

² Incluye Sector Pesca.

³ Incluye Sector Gobierno.

vidades primarias y exportadoras se reduce en 14 % (Cuadro B.1). De incluirse la pérdida de ingreso real por efecto de los términos de intercambio, la reducción es 13 %. En el resto de la economía, sin embargo, o sea en las actividades industriales, comerciales y de servicios cuya producción, en el corto plazo, responde más bien a la demanda, la reducción en el producto es 17 %. Este patrón se repite en el sector manufacturero. La industria de procesamiento de productos primarios, mayormente para la exportación, cae un 29 % en el lapso de 9 meses por efecto del clima (Cuadro B.2). Pero la recuperación es rápida; de 1983 a junio de 1985 crece un 31,3 %. El resto de la industria, cuya producción es endógena en el corto plazo debido a la enorme capacidad ociosa disponible a partir de 1983 (y aun en 1982) crece sólo el 0,6 % en todo el período de diciembre de 1983 a junio de 1985. Otro elemento de los efectos inducidos por el "shock" externo y climático es la inversión: la inversión privada se reduce en 35 % en términos reales entre 1982-1983, y la total en 29 %. El componente endógeno es mayor que el exógeno en la explicación de la recesión en este período.

El contexto global no varió sustancialmente durante los siguientes 18 meses, o sea hasta el inicio de un programa económico radicalmente diferente impuesto por el gobierno que se inició en julio de 1985. La

producción en los sectores primarios y de oferta exógena a la demanda interna se recuperó totalmente durante el año 1984, pero la economía endógena siguió severamente recesada. El cuadro financiero también continuó inestable, con una inflación de tres dígitos, y creciente, impulsado en grado importante por una acelerada devaluación y aumento del precio de la energía y de los servicios públicos. El programa monetario limitó el crédito y aumentó las tasas de interés en un intento desesperado por limitar la fuga de capitales y dolarización de la liquidez, estimulados ya no sólo por la inestabilidad general y por la alta rentabilidad relativa del dólar, sino por desconfianza a las posibles medidas del nuevo gobierno.

En este contexto fue natural que la inversión privada se mantuviera deprimida, y que continuaran la especulación y la recesión.

II. EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS. 1980-1985

1. *Propósito y método*

El propósito de esta sección es examinar el impacto de la crisis sobre la evolución financiera de las empresas, utilizando información obtenida directamente de sus balances. Se busca conocer en qué forma la crisis afectó la liquidez, el endeudamiento, la rentabilidad y la solvencia de las empresas más importantes.

Los datos sobre la evolución financiera de las empresas que se presentan a continuación se basan en los balances auditados presentados anualmente a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores por empresas de importancia en distintas actividades. Estos datos han sido publicados sólo en forma parcial e intermitente y fue necesario, por lo tanto, obtener información adicional directamente de las hojas de trabajo de la CONASEV.

El valor estadístico de la presente muestra se ve afectado por varias características de los datos: la cobertura está sesgada hacia la empresa grande; la estructura por actividades (Cuadro A.1) difiere de la del país, y el grado de cobertura ha aumentado a través del tiempo. El número de empresas declarantes aumentó de 785 en 1980 a 2.010 en 1984. Sin embargo, el grado de cobertura de las ventas totales ha variado menos: como porcentaje del PBI, las ventas reportadas fueron de 43 % en 1980, 57 % en 1982 y 48 % en 1984. En el caso de las empresas manufactureras, la cobertura aumentó de 19 % del PBI total en 1980 a 23 % en 1982 y bajó a 21 % en 1984.

Además de los limitantes señalados, es necesario mencionar otra deficiencia de estos datos, cuyo peso es imposible conocer: la no veracidad de los balances. Respondiendo a una pregunta sobre el impacto real de la crisis sobre sus empresas prestatarias, un banquero me contestó: "En realidad es muy difícil descubrirlo, y para eso nunca miraría un balance porque no tienen nada que ver con la realidad. Lo único que puedo hacer para verificar la situación de un empresario es che-

quear la relación de deudores (deudas a otros bancos reportadas por la Superintendencia de Bancos) y mirarle a los ojos".

2. Liquidez

El comportamiento de la liquidez durante el período analizado se puede resumir en que, a pesar de que disminuyeron sus activos líquidos, las empresas lograron mantener un nivel positivo de liquidez (Cuadro 4).

Cuadro 4

EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas Manufactureras						
4.1 Índice de liquidez	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
4.2 Liquidez de caja	.54	.76	.80	.82	1.0	1.0
4.3 Rotación caja-bancos ¹	11	12	27	29	34	27
4.4 Rotación Ctas. por cobrar ²	74	64	71	91	74	64
4.5 Act. corriente / activo total	.61	.52	.53	.48	.49	.50
4.6 Act. caja-bancos / activo total	.03	.03	.06	.06	.08	.14
b) Empresas Comerciales						
4.1 Índice de liquidez	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
4.2 Liquidez de caja	.81	.82	.83	.90	1.0	1.0
4.3 Rotación caja-bancos ¹	12	11	17	20	24	21
4.4 Rotación Ctas. por cobrar ²	79	80	69	86	62	55
4.5 Act. corriente / activo total	.75	.77	.76	.77	.77	.77
4.6 Act. caja-bancos / activo total	.05	.05	.07	.08	.12	.15
c) Empresas Mineras						
4.1 Índice de liquidez	1.6	1.3	1.1	1.4	1.2	1.4
4.2 Liquidez de caja	1.3	.52	1.0	1.4	1.6	1.5
4.3 Rotación caja-bancos ¹	36	10	15	28	30	28
4.4 Rotación Ctas. por cobrar ²	69	42	64	80	86	82
4.5 Act. corriente / activo total	.36	.39	.18	.21	.22	.32
4.6 Act. caja-bancos / activo total	.07	.02	.02	.04	.04	.14

Fuente: CONASEV.

¹ Número de días.

² De largo plazo.

Los cambios más importantes en la estructura y composición de la liquidez de las empresas fueron los siguientes:

a) En las empresas manufactureras, los activos corrientes perdieron importancia al interior de los activos. En 1980 los activos líquidos representaban el 61 % del total de activos mientras que en 1985 eran el 50 %, con una disminución del 16,7 %. A pesar de eso, lograron mantener una posición de liquidez equilibrada, al adecuar sus pasivos de corto plazo a la evolución del activo líquido. Así, el índice de liquidez (activo corriente entre pasivo corriente: índice 4.1 en Cuadro 4) se mantuvo positivo y sólo se redujo en 5,9 %, siendo su nivel más bajo el alcanzado en 1983 (1,18). Para el año 1985, el índice se había recuperado a 1,28, similar al nivel pre-crisis en 1982.

Las empresas comerciales mantuvieron una mayor estabilidad en el manejo de liquidez como consecuencia de la naturaleza de sus activi-

dades, y las mineras muestran un nivel positivo en todos los años, a pesar de una crisis especialmente aguda, con una sorprendente elevación de ese índice en 1985.

b) La disminución de la velocidad de rotación de las cuentas por cobrar (cuentas por cobrar entre ventas: índice 4,4) se constituyó en un problema importante para las empresas, pero lo compensaron con una menor rotación de las cuentas por pagar. Así, el período promedio de cobros aumentó, en la manufactura, de 71 a 91 días entre 1982 y 1983, pero el período se redujo a 74 días en 1984 y a sólo 64 en 1985.

c) De otro lado, la creciente rentabilidad de alternativas financieras de rápida liquidez, en especial los Certificados Bancarios en Moneda Extranjera (Cuadro B. 11) hizo que las empresas buscaran mantener su liquidez en una forma más líquida y rentable, esto es en caja-bancos, sobre todo retardando el pago de sus cuentas por pagar. Así, en el sector manufacturero la relación entre caja en bancos y las ventas (multiplicado por 360: índice 4.3), aumenta de 11 días en 1981-1982 a 27 en 1983, y continúa en aumento, llegando a 34 en 1984. En el comercio y en la minería se da un comportamiento similar. Así, se comprueba que, paradójicamente, las empresas mantuvieron un saldo promedio en caja-bancos más alto durante los años de crisis que antes, como lo indican los índices 4.3 y 4.6 (Cuadro 4). Las estadísticas de la CONASEV no distinguen entre tipos de depósitos bancarios, pero la evidencia obtenida en entrevistas, así como el fuerte aumento en el total de depósitos en moneda extranjera a nivel nacional, coinciden en señalar que el incremento de caja en bancos se convirtió sustantivamente en moneda extranjera.

d) Las empresas mineras tuvieron un comportamiento similar al mostrado por las manufactureras, pero con una mayor variabilidad en sus índices de liquidez y manteniendo menores saldos de disponibilidad inmediata en caja-bancos (índice 4.6).

3. Rotación de activos

La rotación de activos (ratio entre las ventas totales y los activos totales) puede utilizarse como un indicador de cambios en el nivel de producción y capacidad instalada, si bien no nos indica el nivel absoluto de utilización de capacidad instalada.

Podemos apreciar que en el sector comercio la rotación de activos se ha mantenido estable, mas no así en la manufactura (Cuadro 5). Allí (ver índice 5.2) se registra una disminución tendencial en dicha ratio hasta 1983 y una recuperación en 1984-1985. La caída en 1983 se da a pesar de un mantenimiento del nivel de inventarios durante ese año, efecto de la velocidad de reducción en las ventas (ver índice 5.1). La reacción parece producirse a partir de 1984 cuando se empieza a reducir el nivel promedio de los inventarios. Esta disminución implica también que el incremento en la rotación de activos notado desde 1984 se haya dado sin recurrir a un mayor uso de la capacidad instalada.

Cuadro 5

ÍNDICES DE GESTIÓN Y SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas Manufactureras						
5.1 Inmovilización de inventarios ¹	156	142	157	152	133	129
5.2 Rotación activo total	1.0	.95	.82	.75	.81	.91
5.3 Endeudamiento patrimonial ²	.30	.28	.32	.18	.18	.14
5.4 Endeudamiento / activo	.57	.53	.55	.54	.52	.51
5.5 Apalancamiento	1.4	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
5.6 Respaldo patrimonial	.85	.87	.99	1.1	.98	.95
b) Empresas Comerciales						
5.1 Inmovilización de inventarios ¹	95	85	91	92	79	70
5.2 Rotación activo total	1.6	1.7	1.6	1.5	1.7	2.0
5.3 Endeudamiento patrimonial ²	.26	.41	.32	.14	.16	.15
5.4 Endeudamiento / activo	.66	.75	.73	.73	.73	.72
5.5 Apalancamiento	1.9	3.0	2.7	2.7	2.7	2.6
5.6 Respaldo patrimonial	.50	.51	.67	.77	.69	.62
c) Empresas Minerás						
5.1 Inmovilización de inventarios ¹	142	186	86	120	91	115
5.2 Rotación activo total	.70	.66	.47	.49	.58	.57
5.3 Endeudamiento patrimonial ²	.26	.35	.91	.69	.18	.06
5.4 Endeudamiento / activo	.38	.48	.56	.53	.47	.31
5.5 Apalancamiento	.61	.92	1.3	1.1	.90	.44
5.6 Respaldo patrimonial	.95	.90	1.8	1.6	1.5	.93

Fuente: CONASEV.

¹ Número de días.² De largo plazo.

Es interesante descubrir que, en los sectores manufactura y comercio, los márgenes brutos se mantienen a pesar de la menor rotación (índices 6.1 y 5.2). La utilidad bruta por ventas logra absorber el incremento en el componente de costos fijos dentro del costo medio operacional (Cuadro 6).

Se deduce que el aumento en los costos fijos fue absorbido por la reducción de costos variables, tales como la mano de obra y por una caída en el precio relativo de algunos insumos. En el caso de la mano de obra, la reducción de costos está constatada por la fuerte caída que muestra el índice de sueldos y salarios reales en empresas de 10 o más trabajadores en Lima. El salario real promedio cae 26 % entre el promedio de 1980-1982 y 1983, y otro 19 % entre 1983 y 1985 (Cuadro B.10). Es probable además que el abaratamiento de algunos productos agropecuarios, como la madera, el azúcar y las carnes contribuyeran también a la reducción de los costos variables.

En el sector comercial se repite el fenómeno de una alta estabilidad del margen bruto de ventas a través de todo el período.

Cuadro 6

ÍNDICE DE RENTABILIDAD, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas Manufactureras						
6.1 Margen bruto ventas	0.29	0.30	0.33	0.33	0.32	0.32
6.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.24	0.21	0.12	0.09	0.15	0.19
6.3 Rentabilidad bruta activo	0.10	0.10	0.05	0.04	0.07	0.09
6.4 Rentabilidad neta ventas	0.05	0.02	0.02	0.01	0.05	0.04
6.5 Gasto administrativo / ingresos	0.07	0.07	0.09	0.08	0.08	0.09
6.6 Gasto financiero / ingresos	0.07	0.07	0.10	0.15	0.13	0.12
6.7 Gasto operacional / ingresos	0.26	0.27	0.35	0.37	0.34	0.33
b) Empresas Comerciales						
6.1 Margen bruto ventas	0.26	0.24	0.26	0.26	0.25	0.25
6.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.42	0.40	0.27	0.13	0.30	0.44
6.3 Rentabilidad bruta activo	0.14	0.10	0.07	0.04	0.08	0.12
6.4 Rentabilidad neta ventas	0.06	0.03	0.02	0.01	0.03	0.04
6.5 Gasto administrativo / ingresos	0.04	0.06	0.10	0.10	0.10	0.10
6.6 Gasto financiero / ingresos	0.10	0.08	0.06	0.10	0.07	0.07
6.7 Gasto operacional / ingresos	0.24	0.24	0.29	0.30	0.28	0.28
c) Empresas Mineras						
6.1 Margen bruto ventas	0.62	0.39	0.53	0.62	0.53	0.39
6.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.45	0.16	0.28	0.26	0.07	0.12
6.3 Rentabilidad bruta activo	0.28	0.08	0.12	0.12	0.03	0.08
6.4 Rentabilidad neta ventas	0.13	0.02	0.12	0.13	0.02	0.07
6.5 Gasto administrativo / ingresos	0.03	0.08	0.11	0.10	0.24	0.11
6.6 Gasto financiero / ingresos	0.05	0.06	0.04	0.14	0.16	0.12
6.7 Gasto operacional / ingresos	0.50	0.41	0.42	0.50	0.55	0.48

Fuente: CONASEV.

4. Solvencia

La solvencia de una empresa se entiende como la capacidad para hacer frente a sus obligaciones, lo que implica también un análisis de la autonomía financiera y de la capacidad de endeudamiento.

La conclusión principal que se deriva del Cuadro N° 5 es que, con excepción de la minería, la crisis no llevó a un aumento en los niveles de endeudamiento. Incluso, la relación patrimonio-deuda tiende a mejorarse en el sector manufacturero. Así, el nivel de leverage operacional (pasivos totales entre el patrimonio: Índice 5.5) en ese sector cae de 1.35 en 1980 a 1.03 en 1985, y el índice de endeudamiento de largo plazo, en relación al patrimonio (Índice 5.3) disminuye aún más. De otro lado, la relación total activos a total pasivos (Índice 5.4) se mantiene estable a lo largo del período 1980-1985. La diferencia entre el comportamiento del endeudamiento global y el del leverage se debe a que este último se vio favorecido por la evolución positiva del patrimonio. El patrimonio se vio protegido ante la inflación por el alto nivel de activos fijos y

por la revaluación de esos activos. El resultante crecimiento del patrimonio contribuyó a evitar un aumento en el índice de leverage.

El financiamiento de las empresas durante todo el período fue fundamentalmente de corto plazo (índices 5.3 y 5.5) reflejando tanto la escasa disponibilidad de crédito de largo plazo como la reducción en el nivel de inversiones de planta.

En 1984, luego de la fuerte baja de ventas ocurrida en 1983 (16.8%), las empresas mostraron poca disposición a incrementar sus niveles de producción por lo que prefirieron disminuir sus inventarios. El grado de desconfianza era tal que incluso se prefería no invertir en mano de obra, reparaciones y otras inversiones menores necesarias para operar.

5. Rentabilidad

A través del margen bruto (Índice 6.1) podemos apreciar la rentabilidad de las ventas, una vez deducido el costo de las mismas, como medida de la capacidad de cubrir los gastos operativos requeridos, tales como gastos financieros, de personal, impuestos y otros.

El margen bruto permaneció casi constante a lo largo del período analizado, a pesar de afrontar un incremento del costo operacional de las ventas (Índice 6.7), que llegó incluso a superar el ingreso operacional. Dentro de la estructura de los gastos de operación, los gastos financieros mostraron una participación creciente por efecto del incremento de las tasas nominales de interés. Entre 1982 y 1984 la utilidad operacional —la diferencia entre el margen bruto y los gastos operacionales (Índices 6.1 y 6.7)— fue negativa.

A pesar de la rentabilidad operacional negativa, las empresas han mostrado utilidades por efecto de la rentabilidad obtenida en el manejo de su liquidez.

6. Evolución por periodos

El comportamiento de las empresas manufactureras y comerciales se puede agrupar por el grado de respuesta que tuvieron al contexto macroeconómico, de acuerdo a los siguientes sub-períodos:

a) 1980 - Junio 1982: A pesar de un cierto dinamismo en las ventas de las empresas manufactureras, la disponibilidad de capacidad ociosa redujo la necesidad de inversión en planta.

Las empresas comerciales gozaron un mayor dinamismo en sus ventas en parte por el fuerte incremento en las importaciones, dando lugar a un mayor uso de capacidad instalada y mayor endeudamiento. Los mineros, a pesar de la caída en los precios de los minerales, continuaron con sus planes de inversión de mediano plazo.

b) Julio 1982 - 1983: Se caracterizó por una disminución generalizada en las ventas, tanto en las empresas comerciales como manufactureras, con cambios importantes en el manejo de la liquidez. Las empresas buscaron mantener una mayor porción de ésta en la forma

de inversiones financieras retardando el cumplimiento de sus obligaciones con el Estado, proveedores y el sistema bancario.

La reducción de ventas se tradujo en un menor uso de la capacidad instalada y en una rentabilidad decreciente.

c) 1984 - 1985: Período de recuperación en cuanto a los índices de rentabilidad de las empresas y con cierta recuperación en las ventas. Se debe notar que el aumento en las ventas es absorbido más por una disminución de los inventarios que por una respuesta en el nivel de producción. En cuanto al manejo de la liquidez, continúa el uso de instrumentos de inversión financiera.

7. Evolución de la rentabilidad del sector manufacturero

Los datos del Cuadro N° 7 resumen la evolución de ingresos y gastos del sector manufacturero durante el período crítico 1981-1985, en base a sus balances presentados a la CONASEV. Se presenta la situación en tres momentos: el segundo semestre de 1981, antes de la crisis y etapa de auge moderado; el segundo semestre de 1983, momento de mayor recesión, y el primer semestre de 1985 luego de dos años de ajuste.

Cuadro 7
RENTABILIDAD EN LA MANUFACTURA, 1981-1985
(Porcentaje de Ventas)

Semestre	Índice de Ventas	Costo				Margen Operativo	Ingreso Financiero	Utilidad Neta	Índice de Utilid. Total
		Ventas	Financiero	Impuestos	Otros				
1981: II	100,0	70,4	7,2	5,2	16,4	2,0	2,8	4,8	100
1983: II	77,0	66,6	14,2	4,3	19,6	— 4,7	5,6	1,6	25
1985: I	89,0	65,1	12,7	4,0	18,1	0,1	5,2	5,3	98

Fuente: Elaborado en base a datos de balances de CONASEV.

Nota: Ver anexo Cuadro N° A-5 para un mayor detalle en cuanto a periodos.

El resultado más notable es que a pesar de una caída de 23% en el valor real de las ventas, la utilidad neta se mantiene positiva, si bien cae a sólo un cuarto de su nivel anterior. Más aún, el nivel de las utilidades se recupera rápidamente, y para el primer semestre de 1985 casi iguala el monto absoluto de utilidades de 1981, aunque las ventas siguen recesadas en un 11% en relación a 1981. La utilidad neta por unidad de venta en 1985 (5.3%), por lo tanto, supera el nivel de 1981 (4.8%).

La crisis impactó negativamente sobre el margen de utilidad de dos formas: por la elevación de los costos fijos por unidad de venta, y por el mayor costo financiero por la mayor tasa nominal de interés.

El efecto de los costos fijos se refleja principalmente en "Otros Costos", que suben de 16.4% a 19.6% de las ventas entre 1981 (II) y 1983 (II). El costo financiero se eleva más, de 7.2% a 14.2% de las ventas. En total, estos factores elevan el costo por unidad de venta en 10.2 puntos porcentuales.

Los factores que compensan se reflejan, primeramente, en la caída de los costos variables, o "Costo Ventas", de 70.4% a 66.6% entre 1981 (II) y 1983 (II). Como se mencionó anteriormente, las empresas se benefician de una fuerte reducción en el salario real, y de alguna caída en los precios relativos. En el caso de los salarios, la reducción fue suficiente para impactar sobre el costo medio, a pesar de la poca significancia que tienen dentro de los costos totales. En parte, la caída en el salario real compensa la dificultad creada por la Ley de Estabilidad Laboral para reducir personal, aunque las empresas logran cierta flexibilidad mediante el período legal de prueba de 3 años, antes de que los trabajadores obtengan la estabilidad laboral. En cuanto a los demás insumos, entre 1981 y 1983 los términos de intercambio mejoran en 11.5% a favor de la industria (Cuadro N° 8).

Cuadro 8
PRECIOS RELATIVOS, 1980-1985

	<i>Manufactura</i>		<i>Agricultura</i>	
	<i>Índice</i> ¹ (1979 = 100)	<i>Variación</i> (%)	<i>Índice</i> ² (1979 = 100)	<i>Variación</i> (%)
1980	85.3	— 14.7	105.6	5.6
1981	80.3	— 5.9	96.2	— 8.9
1982	81.6	1.6	81.7	— 15.1
1983	89.6	9.8	86.7	6.1
1984	92.9	3.7	95.2	9.8
1985	93.9	1.1	77.4	— 18.7
1981-85		16.9		— 19.6

Fuente: INE y Oficina Sectorial de Estadística del Ministerio de Agricultura.

¹ Deflactor implícito del valor agregado en la manufactura dividido por el deflactor del PBI. Elaborado en base a INE, Cuentas Nacionales del Perú, 1950-1985, setiembre 1985, Cuadros 4 y 5.

² Índice de precios basado en canasta de 15 productos y deflactado por índice del costo de vida.

La carga tributaria por unidad de venta también cae. Una parte de ese movimiento se refleja en el rubro "Impuestos", que baja de 5.2% a 4.3% en la primera etapa, y luego a 4.0% para 1985 (I). Otros impuestos se encuentran contabilizados dentro de los costos de ventas, y es de suponer que se da alguna reducción adicional en esos impuestos, al menos en términos de pagos efectuados, si se considera que la recau-

dación total del gobierno bajó en 28% en términos reales entre 1981 y 1983. Gran parte de esa reducción tomó la forma de atrasos y moras por parte de los contribuyentes, quienes, en el Perú, son en su casi totalidad, empresas.

Al mantenimiento de las utilidades también contribuye un aumento en los ingresos financieros que resulta de las mayores tasas nominales recibidas sobre los depósitos, pero, sobre todo, la ganancia que obtienen las empresas por la tenencia de activos líquidos en moneda extranjera. Como se vio en el análisis anterior, las empresas mantienen su liquidez a través de la crisis, hecho que no se relaciona con una situación de caída abrupta de las ventas pero que se explica por el alto rendimiento de esa liquidez, mantenida en moneda extranjera. Como se aprecia en el Cuadro B.11, para el período fines de 1981 a junio de 1985, la rentabilidad promedio real de un depósito en moneda extranjera fue de 23%.

Es probable que la caída en los costos de ventas también refleje, en la forma de una ganancia de capital en el movimiento de los inventarios, un beneficio financiero por el favorable diferencial entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación, compensando así la mayor carga por costos financieros.

El efecto neto sobre la rentabilidad se aprecia en el Cuadro N° 7. El margen operativo se vuelve negativo en el primer impacto de la crisis, bajando de 2.0% en 1981 (I) a -4.7% en 1983 (II), pero es compensado por el mayor ingreso financiero. La utilidad neta por unidad de venta se mantiene positiva, bajando de 4.8% a 1.6%. La continua reducción de costos operativos e impositivos, e incluso alguna reducción en los costos fijos por unidad de venta, reflejados en "Otros Costos", logran una recuperación completa en la utilidad neta para 1985 (I). El margen de utilidad neta en 1985 (I), 5.3%, incluso supera el de 1981 (II), 4.8%. Esta recuperación se combina con una normalización parcial de las ventas para levantar las utilidades totales de 1985 al nivel que tuvieron antes de la crisis.

Un resultado similar se da en el caso del sector Comercio, como se aprecia en el Cuadro N° 9.

Cuadro 9
SECTOR COMERCIO: INGRESOS FINANCIEROS
Y RENTABILIDAD
(Porcentaje de las ventas)

	<i>Margen operativo</i>	<i>Ingreso financiero</i>	<i>Otros ingresos</i>	<i>Utilidad neta</i>
1980	2	2	2	6
1981	0	2	2	4
1982	-3	3	2	2
1983	-4	4	1	1
1984	-3	4	2	3
1985	-2	4	2	4

Fuente: CONASEV.

III. UNA INTERPRETACIÓN

1. *La hipótesis*

El punto de partida para este examen de la experiencia financiera de las empresas durante los últimos cinco años es la crisis de producción y de endeudamiento externo que ha sufrido el país. La expectativa analítica es descubrir una crisis comparable y paralela en la situación financiera del sector empresas.

Varios elementos se combinaron en el shock que sufrieron las empresas durante el periodo, algunos descritos en la sección II de este informe. El más importante fue el repentino colapso de las ventas durante el período junio 1982 a diciembre 1983: 22% en términos reales para el sector privado no agrícola. Es probable que la caída fuera algo mayor para las empresas del sector moderno, debido a la creciente informalización e ilegalidad de la economía.

Otro impacto en las finanzas empresariales provino de la aceleración de la devaluación: después de tres años de abaratamiento (33% entre diciembre 1978 y junio 1982), el tipo de cambio real empezó a aumentar, subiendo 19% durante los siguientes 18 meses. Este encarecimiento recayó sobre el considerable endeudamiento en moneda extranjera en que habían incurrido las empresas desde 1980: en dos y medio años la deuda denominada en moneda extranjera (directa y avalada) había aumentado en 144% y a fines de 1982 constituía el 51% del endeudamiento total a corto plazo de las empresas (Cuadro B. 9). Sin embargo, cabe señalar que la mayor parte de ese crédito en moneda extranjera no era una deuda externa del país sino un financiamiento basado en dólares captados dentro del país a través de los certificados bancarios en moneda extranjera.

El impacto inicial de la acelerada devaluación de 1983 incluyó un elemento psicológico: el ritmo de la devaluación se duplicó en términos nominales en los primeros meses de 1983, pasando de una tasa anual de 72% en 1982 a 144% en el primer semestre de 1983. Ex post, el aumento real fue mucho menor, porque la inflación también se duplicó, pero durante buena parte del año la perspectiva fue alarmante para el empresario agobiado con una reciente deuda en dólares.

Al mismo tiempo, los empresarios empezaron a sentir los efectos de una política monetaria restrictiva: el crédito real en soles al sector privado se redujo en 21% entre junio de 1982 y fin de 1983. Además, la restricción crediticia se agravó con la crisis financiera externa: el saldo de crédito externo de corto plazo, incluyendo avales, baja de un pico de US\$ 3.028 millones a fines de 1982 a US\$ 2.238 millones durante el primer trimestre de 1984, una reducción de 26%. Es probable que parte de esta reducción fuera voluntaria, ante la creciente devaluación, pero la retracción del crédito al Perú por la banca internacional también debe haber contribuido.

Era de esperar que el conjunto de estos elementos se tradujera en una grave crisis financiera en el sector empresas. El flujo de caja de las empresas fue afectado en forma simultánea por la caída en las ventas, la restricción de créditos, y los mayores pagos financieros por la deuda en dólares. La rentabilidad fue afectada por la menor rotación y alto nivel de gastos fijos, incluyendo una parte de los gastos de mano de obra, dada la rigidez de la ley de estabilidad laboral en el Perú. Y la solvencia fue comprometida por la pérdida de rentabilidad e incremento en el peso de la deuda denominada en moneda extranjera.

2. *Los resultados*

La información presentada en la sección anterior indica que las empresas fueron menos afectadas por la crisis de lo que era razonable esperar. Hubo pocas quiebras —algunas madereras, algunas empresas ligadas a un banco que quebró, y algunos cierres temporales. El grado de sobrevivencia, al menos dentro del sector moderno de la economía, fue alto.

La evolución de los índices financieros reseñados en la sección II concuerda con esta imagen de sobrevivencia. El índice de liquidez se reduce, pero sin volverse negativo, y un componente de éste, caja-bancos, más bien aumenta. En la mayoría de las actividades, el pasivo corriente se eleva como porcentaje de las ventas entre 1981 y 1983, pero se reduce durante 1984-1985. Para 1985 se registra un nivel de endeudamiento a corto plazo menor al de 1981 en la manufactura, comercio, transportes y servicios (Cuadro N° 10). El leverage baja en la manufactura y minería y se mantiene relativamente estable en el comercio. Ante el impacto doble de la menor rotación y mayores gastos financieros, incluyendo dentro de este rubro la pérdida de cambio por la devaluación, la utilidad operativa se vuelve negativa durante todo el período 1982-1985 (Cuadros B.13 y N° 9). Sin embargo, la rentabilidad total es protegida por un creciente ingreso financiero que, entre 1982 y 1985, más que sobrepasa la pérdida operativa y permite que los sectores manufactura y comercio, por ejemplo, registren una utilidad neta positiva, aún en 1983, el peor año de la crisis.

3. *Los mecanismos de defensa*

La sobrevivencia ha descansado en mecanismos de defensa de la propia empresa, en la ayuda del gobierno, y en la eventual recuperación de la economía. Los mecanismos más importantes parecen haber sido el éxito de la empresa en trasladar el necesario ajuste a otros en la economía, y la ganancia financiera.

Como se vio en el Cuadro N° 9, las empresas lograron compensar la pérdida operativa que surgió en los años 1982 a 1985 con importantes ingresos financieros que, en el caso de la industria, alcanzaron un 6% del valor de las ventas en 1984 y, en el caso del comercio, 4% durante los años 1983-1985.

Cuadro 10

PASIVO CORRIENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD
(Porcentaje de las ventas)

<i>Sectores</i>	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Agropecuario	49.8	76.4	44.4	40.7	36.0	30.0
Minería	23.0	32.6	33.8	30.8	39.7	38.7
Manufactura	45.2	41.7	49.8	54.2	47.6	41.6
Construcción	84.5	73.7	63.8	58.8	84.0	71.8
Comercio	36.5	35.9	39.0	41.6	36.4	31.6
Transportes	34.8	51.8	51.4	48.3	42.6	37.4
Financiero	60.9	83.0	48.2	144.8	55.0	51.1
Servicios	31.7	68.0	68.7	50.1	43.9	47.7
Total	37.5	38.9	43.5	48.9	44.3	45.5

Fuente: CONASEV.

La oportunidad para realizar estas ganancias fue creada por la fuerte y persistente distorsión que caracterizó al mercado financiero a partir de 1982, y, en especial, por la alta rentabilidad absoluta que implicó la tenencia de moneda extranjera. Durante los tres años comprendidos entre marzo de 1982 y marzo de 1985 la rentabilidad de la moneda extranjera promedió 20% en términos reales. Por contraste, la tenencia de soles, colocados a la tasa más alta del mercado, tuvo una rentabilidad negativa de 26%. La tenencia de divisas se convirtió en la inversión más segura y de mayor rentabilidad en promedio durante un plazo de varios años.

La importancia que adquirió la inversión financiera durante este período puede medirse a través del valor de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario. Estos aumentaron de US\$ 592 millones a fines de 1979 a un máximo de US\$ 1,680 millones en marzo de 1985. En relación al cuasidinero total, el porcentaje aumentó de 38% a 72%. Una parte de estos depósitos son de personas naturales, y otra del Estado, pero se estima que las empresas privadas eran dueñas de entre 60 y 70% del total. Además de estos certificados, las empresas mantenían depósitos en el extranjero y otros valores denominados en moneda extranjera. Así, la pérdida financiera que sufrieron los endeudados en moneda extranjera fue compensada por una ganancia especulativa, al menos en el sector empresas en conjunto.

Los esfuerzos del empresario se dirigieron en un grado importante a la búsqueda de liquidez que le permitiera desdolarizar su deuda o invertir en divisas. Con frecuencia, esa búsqueda de liquidez se convirtió en un mecanismo recesivo, sobre todo cuando lo llevó a reducir inventarios, a posponer inversiones, o, incluso, a postergar compras y contrataciones requeridas por el ciclo de producción.

La empresa se defendió también trasladando el ajuste requerido a otros. En 1983, por ejemplo, la recaudación de impuestos se redujo 31% en términos reales en relación al año anterior. Una misión del FMI opinó que el gobierno había permitido "un colapso" en la administración tributaria. En realidad, para gran parte de las empresas no hubo opción; la involuntaria reducción de la presión tributaria, de 17.6% del PBI en 1982 a 14.2% en 1983, significó una transferencia del Estado a las empresas de 3.4% del PBI.

Cuadro 11

**CARTERA PESADA DEL SISTEMA BANCARIO COMERCIAL
Y DE AHORROS, 1979-1985**
(millones de intis)

Año	Total créditos	Créditos atrasados			
		Vencidos	En cobranza judicial	Total	% Créditos
1979	197.3	1.0	4.4	5.4	2.8
1980	391.1	2.6	4.8	7.4	1.9
1981	843.0	9.8	13.8	23.6	2.8
1982	1.514.4	44.7	36.2	80.9	5.3
1983	3.570.4	130.8	222.7	353.5	9.9
1984	6.953.1	231.6	708.4	940.0	13.5
1985 ¹	15.512.0	389.9	2.393.0	2.782.9	17.9

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

¹ Información preliminar a setiembre.

Los trabajadores también absorbieron parte del ajuste: como lo señala el Cuadro B. 10, los sueldos y salarios promedio en áreas urbanas se redujeron entre 20 y 30% a partir de 1982. El mecanismo de reducción fue mayormente el mercado, pero la política salarial, que estuvo dirigida a frenar las alzas como un mecanismo para reducir la inflación y el déficit fiscal, probablemente contribuyó a debilitar la capacidad de defensa del sector laboral. Es más difícil evaluar el papel que jugó la reducción de personal. Ciertamente, existió más flexibilidad que la sugerida por la ley de estabilidad laboral. La misma ley permitía despedir a trabajadores que no hubieran cumplido tres años de servicio. Pero además, el empresario recurrió a la compra de retiros, a la persuasión y a otros métodos para reducir personal.

El traslado del ajuste al trabajador fue también el resultado automático de mecanismos tales como el pago al destajo, comisiones y otras formas de pago que ligan el ingreso del trabajador con la producción o con las ventas.

Parte del ajuste fue trasladado también a los bancos, hecho que contribuyó a la quiebra de tres de ellos durante 1983 y 1984. La evolu-

ción de la cartera pesada en bancos y financieras se reporta en los Cuadros N° 11 y B. 4. El total de atrasos aumentó cada año a partir de 1980, subiendo de sólo 1.9% del total de colocaciones del sistema bancario en 1980 a 17.9% en 1985. Al final, parte de este atraso fue absorbido por el Banco Central, mediante créditos de apoyo a distintos bancos, y al tener que respaldar los depósitos de los bancos que cerraron.

Cuadro 12

EFFECTO DE LAS TASAS REALES NEGATIVAS SOBRE OPERACIONES EN MONEDA NACIONAL

(En millones de intis de 1985)

	Pérdida del depositante		Subsidio sobre el deudor privado	
	Valor	% ¹	Valor	% ²
1980	— 2.303	15,6	413	3,8
1981	— 918	5,7	73	0,5
1982	— 595	4,0	234	1,7
1983	— 3.738	30,9	2.447	20,9
1984	— 1.743	14,6	705	6,1
1985	— 3.125	54,8	1.253	18,6

Fuente: Elaborado en base a datos del B.C.R.P.

¹ Respecto del total de depósitos en moneda nacional.

² Respecto del total de colocaciones en moneda nacional.

Finalmente, es posible que parte del ajuste fuera trasladado al sector primario a través de una baja en el precio relativo de las materias primas. Este resultado está sugerido por el índice de precios reales del sector agropecuario: el nivel de precios del período 1983-1985 fue 9% más bajo que el de los años 1980-1982 (Cuadro N° 8).

Otra fuente de ayuda para la empresa fue el gobierno, y el mecanismo principal de esa ayuda fue la tasa de interés negativa. El fuerte subsidio que significaron las tasas activas a partir de 1983 se mide en el Cuadro 12: en 1983 se llegó a "licuar" 20,9% de la deuda en moneda nacional a través de las tasas activas, y en 1985 el subsidio alcanzó 18,6%. En total, a lo largo de tres años, se licuó la mitad de la deuda existente en 1982.

La licuación de la deuda fue intencional por parte de las autoridades monetarias. Implicó abandonar la política de tasas de interés reales que se había logrado introducir en 1981, con gran dificultad política, e implicó también un desacuerdo con el FMI que contribuyó al fracaso del *stand-by* firmado en 1983.

Un segundo instrumento utilizado por el gobierno para apoyar a la empresa en este período fueron los créditos de refinanciación. El monto de estos créditos se mide en el Cuadro 13: entre 1983 y 1985 representaron aproximadamente 0,7 % del PBI. Es probable que la mayor parte de ellos fuera utilizada para desdolarizar deudas o comprar divisas.

Cuadro 13

**BANCO CENTRAL DE RESERVA: CRÉDITOS DE APOYO
A BANCOS Y EMPRESAS, 1982-1984**

(Flujos en millones de intis)

		<i>A empresas</i>	<i>A bancos</i>	<i>Total</i>	<i>% PBI</i>
1982	I	0,08	0,38	0,46	0,56
	II	0,24	0,42	0,66	0,69
	III	0,01	-0,39	-0,38	-0,42
	IV	0,15	0,10	0,25	0,30
1983	I	0,18	0,50	0,68	0,93
	II	0,07	1,27	1,34	1,58
	III	0,66	0,02	0,68	0,87
	IV	0,28	0,22	0,50	0,68
1984	I	0,42	0,13	0,55	0,76
	II	1,03	0,54	1,57	1,81
	III	0,32	0,53	0,85	0,99
	IV	0,29	0,15	0,44	0,56

Fuente: Elaborado en base a información del B.C.R.P.

Sin embargo, y a pesar de esos créditos especiales de refinanciación, la política monetaria durante el período 1983-1985 fue relativamente restrictiva y dio lugar a una contracción del crédito real durante el período. Al mismo tiempo, la elevación de la inflación llevó a un aumento en la velocidad monetaria, factor que también contribuyó a la contracción del crédito en términos reales. Por último, los fuertes créditos otorgados al gobierno en 1983 para cubrir el faltante creado por la reducción de la recaudación significaron una menor disponibilidad de crédito para el sector privado. La combinación de estos factores dio como resultado una importante reducción en la oferta de crédito en soles al sector privado, como se aprecia en el Cuadro B.9: de junio de 1982 a marzo de 1985 el endeudamiento en soles del sector privado se redujo en 34 % en términos reales. Así, en el flujo total de crédito al sector privado, los créditos del Banco Central se elevaron fuertemente en importancia, de 6,0 % en 1980-1982 a 14,9 % en 1983-1984, pero

no pudieron contrarrestar el efecto negativo de los factores antes mencionados (Cuadro B. 16). Esta contracción tuvo un efecto inverso al de otras medidas del gobierno, al obligar a un mayor ajuste por parte de las empresas.

4. Comentario final

El balance final de la experiencia financiera de las empresas durante el reciente período de crisis tiene algo de paradójico. Las empresas lograron resistir con sorprendente éxito, pero los mecanismos de sobrevivencia tuvieron un alto costo social, y probablemente contribuyeron a agravar la crisis global. El costo social tomó la forma de una pérdida de inversión y hasta de capacidad productiva, donde la falta de mantenimiento terminó inutilizando equipos. Durante tres años, la inversión neta por el sector privado no sobrepasa el 3 o 4 % del PBI. Los empresarios se protegieron a través de la fuga de capitales, contribuyendo a la crisis de balanza de pagos. Los errores y omisiones de esa balanza pasaron de un monto anual positivo, igual a 2,4 % del PBI en el período 1980-1982, a una cifra negativa de -3,4 % del PBI durante los años 1983-1985. Por otro lado, se trasladó una parte desproporcional del ajuste a los obreros. Trabajadores eventuales sin estabilidad laboral perdieron su empleo, y los estables sufrieron una grave pérdida de capacidad adquisitiva. También en el sector informal bajaron fuertemente los ingresos (Cuadro B. 10). Y parte del ajuste ha sido absorbido por la población general a través del financiamiento inflacionario del déficit fiscal creado por el no pago de impuestos y por la protección de los depósitos bancarios, inflación que perjudicó, en particular, a los ahorristas no protegidos por activos en moneda extranjera.

El daño mayor, sin embargo, resultó del efecto recesivo multiplicador que produjeron las reacciones defensivas del empresario, aumentadas por la exagerada distorsión en el mercado financiero. Esas reacciones contractivas fueron mayores debido a la experiencia anterior del empresario, durante la década de los setenta, y su efecto fue agravar la recesión: las empresas logran cierto equilibrio financiero a un nivel menor de producción, inversión, salarios y demanda total. Como se señaló anteriormente, el PBI "endógeno", o sea la producción determinada mayormente por la demanda, no se recupera luego del colapso de 1983, e incluso cae 2 % entre su nivel en 1983 y el primer semestre de 1985, mientras que la producción determinada por el clima y la demanda externa crece 17,3 % en el mismo período.

REFERENCIAS

- Banco Central de Reserva del Perú; *Memoria*, 1985.
Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV); *Indicadores Financieros*, varios números.

ANEXO A

DATOS DE BALANCES



Cuadro A-1
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LAS VENTAS NETAS
POR SECTOR

	1980		1985	
	Millones I/.	%	Millones I/.	%
Minería	591	27,3	7.924	10,7
Manufactura	990	45,8	33.569	45,4
Comercio	480	22,2	20.702	28,0
Otros	101	4,7	11.771	15,9
Total	2.161	100,0	73.966	100,0

Fuente: Elaborado en base a los datos procesados en la CONASEV.

Cuadro A-2
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LAS VENTAS NETAS DE CADA INDUSTRIA
EN EL SECTOR MANUFACTURERO - AÑO 1980

CIIU	Descripción	Ventas Netas	
		Mil. I/.	%
3111	Matanza de Ganado, Preparación Carne	701.0	.1
3112	Fabricación de Productos Lácteos	22767.0	2.3
3113	Envasado y conservación de frutas y legumbres	5563.0	.6
3114	Elaboración de pescado, crustáceos y otros	37691.0	3.8
3115	Fabricación de aceites y grasas vegetales	28380.0	2.9
3116	Productos de molinería	85156.0	8.6
3117	Fabricación de productos de panadería	11987.0	1.2
3119	Fabricación cacao, chocolate y confites	18759.0	1.7
312	Elaboración de alimentos diversos	57409.0	5.8
313	Bebidas alcohólicas y aguas gaseosas	30051.0	3.0
314	Industria del tabaco	27963.0	2.8
321	Textil (hilados, tejidos, etc.)	128354.0	13.0
322	Fabricación de prendas de vestir	6218.0	.6
323	Curtiduría y talleres de acabado	7669.0	.8
324	Fabricación de calzado	18786.0	1.9
331	Talleres y productos de madera	9948.0	1.0
332	Fabricación de muebles y accesorios	1341.0	.1
341	Fabricación de papel y sus productos	20419.0	2.1
342	Imprenta, editoriales, industrias conexas	4763.0	.5
351	Fabricación de sustancias químicas	45014.0	4.5
352	Pinturas, medicamentos, productos tocador	124063.0	12.5
354	Productos diversos, petróleo y carbón	15730.0	1.6
355	Productos de caucho	2196.0	.2
356	Productos plásticos	38584.0	4.0
361	Objetos de barro, loza y porcelana	4536.0	.5
362	Fabricación de vidrio y sus productos	12844.0	1.3
369	Productos para la construcción	4789.0	.5
371	Industrias básicas de hierro y acero	25171.0	2.5
372	Industrias básicas metales no ferrosos	10880.0	1.1
381	Artículos ferretería y productos metálicos	52209.0	5.3
382	Maquinaria	23188.0	2.3
383	Aparatos eléctricos	47947.0	4.8
384	Vehículos	60599.0	6.1
TOTAL		989681.0	100.0

Fuente: Elaborado en base a datos procesados por CONASEV.

Cuadro A-3
COSTO FINANCIERO
(Porcentaje de ventas)

CIU	Descripción	1980	1981	1982	1983	1984	1985
111	Produc. Agropec. (cultiv. y crianza)	4.0	9.0	8.0	6.0	7.0	7.0
112	Servicios Agrícolas	—	—	1.0	115.0	85.0	14.0
113	Caza Ordinaria y con trampas	—	—	—	20.0	48.0	51.0
122	Extracción de Madera	—	—	—	7.0	12.0	2.0
138	Pesca Consumo Humano	—	33.0	—	13.0	15.0	7.0
220	Producción Petróleo Crudo y Gas	—	—	—	9.0	26.0	72.0
230	Extracción Minerales Met. no Ferros.	5.0	6.0	10.0	11.0	10.0	11.0
290	Extracción otros minerales	10.0	23.0	2.0	14.0	23.0	40.0
3111	Matanza Ganado Preparación Carne	—	2.0	6.0	1.0	—	0.3
3112	Fabricación Productos Lácteos	—	1.0	4.0	2.0	1.0	2.0
3113	Envasado y Conserv. Frutas y Legumb.	21.0	14.0	20.0	28.0	36.0	31.0
3114	Elabor. Pescado, Crustáceos y otros	13.0	17.0	51.0	35.0	34.0	17.0
3115	Fabric. Aceites y Grasas Vegetales	4.0	3.0	8.0	8.0	11.0	11.0
3116	Productos de Molinería	2.0	3.0	9.0	7.0	6.0	3.0
3117	Fabricación Productos Panadería	2.0	2.0	3.0	5.0	9.0	7.0
3119	Fabric. Cacao, Chocolate; Confitería	7.0	5.0	5.0	9.0	10.0	14.0
312	Elaboración Alimentos diversos	7.0	6.0	7.0	14.0	14.0	11.0
313	Bebidas Alcohólicas y Aguas Gaseosas	1.0	2.0	1.0	9.0	7.0	7.0
321	Textil (hilados, tejidos, etc.)	3.0	15.0	25.0	31.0	28.0	29.0
322	Fabricación de Prendas de Vestir	7.0	8.0	10.0	13.0	20.0	28.0
323	Curtiduría y Talleres de Acabado	4.0	9.0	19.0	13.0	9.0	13.0
324	Fabricación de Calzado	6.0	12.0	5.0	5.0	4.0	6.0
331	Talleres y Productos de Madera	10.0	11.0	17.0	11.0	29.0	18.0
332	Fabricación Muebles y Accesorios	44.0	10.0	23.0	7.0	15.0	8.0
341	Fabricación Papel y sus productos	7.0	12.0	17.0	12.0	11.0	18.0
342	Imprenta, Editoriales, Ind. Conexas	7.0	5.0	8.0	11.0	17.0	17.0
351	Fabricación Sustancias Químicas	11.0	9.0	9.0	17.0	19.0	15.0
352	Pinturas, Medicamentos, Pdtos. Tocad.	7.0	5.0	7.0	16.0	12.0	12.0
354	Pdtos. diversos de Petróleo y Carbón	2.0	7.0	8.0	14.0	8.0	9.0
355	Pdtos. de Caucho, llantas, cámaras	3.0	4.0	6.0	3.0	6.0	9.0
356	Productos Plásticos	10.0	19.0	26.0	36.0	20.0	17.0
361	Objetos de barro, loza, porcelana	5.0	12.0	39.0	—	43.0	26.0
362	Fabric. Vidrio y pdtos. de vidrio	10.0	16.0	12.0	24.0	29.0	26.0
369	Productos de Construcción	1.0	8.0	5.0	13.0	4.0	5.0
371	Ind. Básicas de Hierro y Acero	4.0	11.0	9.0	16.0	12.0	12.0
372	Ind. Básicas de Metales no Ferrosos	7.0	11.0	9.0	19.0	11.0	12.0
381	Artíc. Ferrería y Pdtos. Metálicos	6.0	11.0	14.0	21.0	17.0	16.0
382	Maquinaria	4.0	12.0	12.0	20.0	16.0	16.0
383	Aparatos Eléctricos	6.0	13.0	18.0	20.0	18.0	13.0
384	Vehículos	8.0	9.0	5.0	35.0	20.0	16.0
385	Equipo Profesional y Científico	—	—	14.0	13.0	12.0	18.0
390	Joyas y Artículos Conexas	5.0	14.0	16.0	16.0	16.0	9.0
410	Luz; Fuerza Eléctrica y Gas	—	—	—	12.0	17.0	23.0
500	Construcción	5.0	8.0	9.0	8.0	15.0	14.0
611	Comercio Materias Primas Agrícolas	—	4.0	11.0	9.0	10.0	12.0
612	Comerc. Minerales y Pdtos. Químicos	4.0	5.0	4.0	19.0	13.0	13.0
613	Comerc. Madera y Material Construcc.	1.0	3.0	2.0	2.0	3.0	1.0
614	Comerc. Maq. Industrial y Vehículos	7.0	11.0	17.0	32.0	18.0	11.0
615	Comerc. Artículos Ferrerter. y Electric.	10.0	6.0	5.0	11.0	6.0	5.0
616	Comerc. Muebles y Acces. para Hogar	70.0	13.0	9.0	18.0	5.0	11.0
617	Comerc. Textil, Vestido y Calzado	4.0	9.0	2.0	16.0	11.0	8.0
618	Comerc. Pdtos. Aliment., Bebid. y Tabaco	1.0	2.0	1.0	3.0	2.0	2.0
619	Comerc. por Mayor no especificado	3.0	6.0	6.0	10.0	9.0	9.0
621	Abaceras y otras tiendas de aliment.	—	—	2.0	1.0	1.0	1.0

Continúa.

Cuadro A-3

COSTO FINANCIERO

(Porcentaje de ventas)

CIU	Descripción	1980	1981	1982	1983	1984	1985
622	Farmacias	—	—	—	2.0	2.0	3.0
623	Tiendas Textiles, Vestido y Calzado	3.0	3.0	8.0	5.0	3.0	2.0
624	Tienda Muebles y accesor. para hogar	3.0	11.0	22.0	12.0	16.0	7.0
625	Ferreterías	2.0	5.0	4.0	7.0	6.0	4.0
626	Vehículos	6.0	7.0	9.0	14.0	9.0	9.0
627	Estaciones de Gasolina	1.0	—	—	1.0	1.0	1.0
628	Almacenes y Bazares	3.0	2.0	3.0	4.0	4.0	19.0
629	Comerc. por menor no especificado	2.0	4.0	6.0	12.0	8.0	7.0
632	Hoteles, Hostales y Casas Huéspedes	23.0	—	11.0	6.0	3.0	5.0
711	Transporte terrestre	4.0	6.0	10.0	7.0	14.0	7.0
712	Transporte marítimo	4.0	7.0	15.0	15.0	19.0	23.0
713	Transporte aéreo	2.0	—	19.0	3.0	4.0	3.0
719	Serv. relac. transp.; Depósit. y Almac.	7.0	15.0	14.0	15.0	22.0	28.0
720	Comunicaciones (Correo, telégraf., etc.)	—	—	—	3.0	1.0	4.0
810	Establecimientos Financieros	—	2.0	—	19.0	16.0	17.0
831	Bienes Inmuebles	31.0	9.0	16.0	47.0	41.0	25.0
832	Servicios a las empresas	1.0	1.0	7.0	14.0	10.0	9.0
833	Alquiler maquinaria y equipo	—	10.0	1.0	15.0	17.0	7.0
933	Servic. Médicos, Odontológ. y Veterin.	—	1.0	3.0	4.0	2.0	3.0
935	Asociac. Comerciales, Profes. y Laboral.	—	59.0	1.0	5.0	6.0	15.0
939	Otros servicios sociales y comunales	—	—	—	—	23.0	1.0
941	Exhibición Cine, emisión Radio y TV	—	2.0	1.0	14.0	10.0	14.0
949	Serv. de Diversión y Esparcimiento	—	3.0	1.0	1.0	—	—
951	Talleres de reparación	—	5.0	14.0	9.0	1.0	3.0
959	Estudios Fotográficos	—	25.0	38.0	37.0	25.0	22.0
	TOTAL	6.0	7.0	8.0	13.0	14.0	12.0

Fuente: Elaborado en base a datos procesados por CONASEV.

Nota: Para los años 1980, 1981, 1982 y 1985 el indicador fue calculado en base a los Balances Generales y al Estado de Ganancias y Pérdidas preparados por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Los años 1983 y 1984 fueron tomados directamente de la publicación "Indicadores Financieros", también elaboradas por la CONASEV.

(—) sin información.

Cuadro A-4
PASIVO CORRIENTE
(Porcentaje de ventas)

CIU	Descripción	1980	1981	1982	1983	1984	1985
111	Produc. Agropec. (cultiv. y crianza)	49.9	40.0	41.7	32.9	26.3	25.3
112	Servicios Agrícolas	—	—	—	222.0	160.0	45.2
113	Caza Ordinaria y con trampas	—	—	—	38.4	50.0	66.1
122	Extracción de Madera	—	—	—	43.2	30.0	9.8
130	Pesca Consumo Humano	—	144.8	105.9	46.4	45.2	31.4
220	Producción Petróleo Crudo y Gas	10.8	—	55.0	14.3	28.7	—
230	Extracción Minerales Met. no Ferros.	31.1	43.4	132.0	50.4	47.2	36.3
290	Extracción otros minerales	40.0	95.1	17.1	59.8	61.8	55.1
3111	Matanza Ganado Preparación Carne	8.0	15.4	41.5	18.8	12.8	12.6
3112	Fabricación Productos Lácteos	20.6	20.4	17.6	14.1	16.5	12.9
3113	Envasado y Conserv. Frutas y Legumb.	67.1	54.8	49.3	56.1	74.5	65.5
3114	Elabor. Pescado, Crustáceos y Otros	47.4	65.3	112.1	81.7	67.0	42.4
3115	Fabric. Aceites y Grasas Vegetales	29.0	22.0	35.9	62.0	39.7	41.7
3116	Productos de Molinería	26.0	27.2	38.5	42.1	33.9	26.7
3117	Fabricación Productos Panadería	21.5	28.5	28.5	—	32.4	29.4
3119	Fabric. Cacao, Chocolate; Confitería	42.0	32.8	28.4	42.6	24.8	36.9
312	Elaboración Alimentos Diversos	31.2	24.6	40.0	41.1	38.2	28.7
313	Bebidas Alcohólicas y Aguas Gaseosas	27.0	35.0	38.2	40.2	37.6	38.5
321	Textil (hilados, tejidos, etc.)	57.1	65.1	98.3	84.4	76.1	58.1
322	Fabricación de Prendas de Vestir	51.7	69.6	45.0	51.5	62.5	52.8
323	Curtiduría y Talleres de Acabado	25.2	36.8	44.4	38.8	27.1	29.0
324	Fabricación de Calzado	41.7	47.6	9.0	32.7	28.8	29.8
331	Talleres y Productos de Madera	66.4	58.5	61.1	25.3	95.8	59.4
332	Fabric. Muebles y Accesorios	87.5	93.1	41.8	35.3	30.3	30.8
341	Fabricación Papel y sus productos	36.6	48.2	56.1	44.6	39.5	43.6
342	Imprenta, Editoriales, Ind. Conexas	51.1	28.4	32.0	41.8	61.0	44.8
351	Fabricación Sustancias Químicas	49.4	40.7	43.4	56.5	53.8	46.2
352	Pinturas, Medicamentos, Pdtos. Tocad.	47.1	44.5	48.1	52.7	43.4	40.3
354	Pdtos. Diversos de Petróleo y Carbón	39.6	36.3	44.4	36.2	38.7	28.6
355	Pdtos. de Caucho, llantas, cámaras	30.2	21.1	23.1	40.2	21.8	23.5
356	Productos Plásticos	53.8	57.0	82.1	77.5	50.3	46.1
361	Objetos de barro, loza, porcelana	36.7	78.4	141.0	98.8	71.4	40.7
362	Fabric. Vidrio y Pdtos. de Vidrio	51.8	54.2	93.1	71.8	74.0	51.0
369	Productos de Construcción	34.4	32.5	26.4	48.0	33.3	25.6
371	Ind. Básicas de Hierro y Acero	37.0	47.0	83.4	58.2	44.1	43.1
372	Ind. Básicas de Metales no Ferrosos	33.8	29.0	23.9	50.0	27.1	31.7
381	Artic. Ferretería y Pdtos. Metálicos	39.2	44.1	49.3	56.1	43.3	42.3
382	Maquinaria	59.7	52.4	53.1	84.5	52.0	55.4
383	Aparatos Eléctricos	46.0	56.8	62.4	65.0	51.7	39.4
384	Vehículos	70.5	44.5	80.1	81.0	77.7	50.5
385	Equipo Profesional y Científico	—	—	80.7	42.8	55.6	56.0
390	Joyas y Artículos Conexos	23.2	65.2	64.0	39.7	45.0	26.9

Continúa.

Cuadro A-4
PASIVO CORRIENTE
(Porcentaje de ventas)

CIUU	Descripción	1980	1981	1982	1983	1984	1985
410	Luz; Fuerza Eléctrica y Gas	67.3	—	123.0	72.4	61.0	172.7
500	Construcción	84.5	73.7	31.8	58.8	84.0	74.6
611	Comercio Materias Primas Agrícolas	—	43.7	61.6	34.7	46.6	36.3
612	Comerc. Minerales y Pdtos. Químicos	42.5	48.6	45.3	52.2	41.0	46.4
613	Comerc. Madera y Material Construc.	10.3	15.3	22.6	17.7	16.3	14.4
614	Comerc. Maq. Industrial y Vehículos	55.3	54.1	70.1	86.1	62.8	47.7
615	Comerc. Artículos Ferreter. y Electric.	31.5	38.8	30.2	48.8	26.8	22.7
616	Comerc. Muebles y Aceso. para Hogar	34.0	65.8	54.2	54.1	28.6	25.8
617	Comerc. Textil, Vestido y Calzado	49.1	42.5	52.5	59.8	47.2	38.7
618	Comerc. Ptdos. Aliment., Bebid. y Tabaco	21.0	23.2	24.3	27.7	23.4	19.5
619	Comerc. por Mayor no especificado	38.2	40.0	61.8	39.3	37.5	36.6
621	Abacerías y otras tiendas de aliment.	1.4	—	34.5	21.3	14.6	12.4
622	Farmacias	11.8	18.1	12.8	15.8	23.8	24.3
623	Tiendas Textiles, Vestido y Calzado	36.8	38.3	39.5	53.7	48.1	41.0
624	Tienda Muebles y accesor. para hogar	26.4	44.7	76.8	46.1	47.6	43.8
625	Ferreterías	26.6	32.0	23.9	30.6	25.8	21.9
626	Vehículos	45.4	38.4	37.2	51.5	43.7	29.3
627	Estaciones de Gasolina	3.0	5.3	2.3	6.3	4.6	3.9
628	Almacenes y Bazares	22.5	29.4	36.3	44.7	33.3	67.0
629	Comerc. por menor no especificado	27.5	35.4	32.7	45.4	40.8	31.2
632	Hoteles, Hostales y Casas Huéspedes	26.2	14.8	29.0	35.6	32.7	29.7
711	Transporte terrestre	49.6	91.2	35.3	73.6	36.4	24.9
712	Transporte marítimo	38.6	43.0	48.1	65.1	47.0	39.2
713	Transporte aéreo	17.9	17.5	31.1	20.2	47.4	48.6
719	Serv. relac. transp.; Depósit. y Almac.	25.1	50.5	22.6	47.9	41.7	58.1
720	Comunicaciones (Correo, telégrf., etc.)	—	—	—	30.3	50.0	49.0
810	Establecimientos Financieros	—	409.0	1025.0	56.6	36.2	83.9
831	Bienes Inmuebles	103.8	59.2	58.1	148.7	98.0	58.1
832	Servicios a las empresas	42.8	39.5	43.7	346.2	42.8	43.7
833	Alquiler maquinaria y equipo	45.4	49.7	98.5	248.3	56.4	51.9
933	Servic. Médicos, Odontológ. y Veterin.	22.1	33.8	25.0	33.1	18.2	26.8
935	Asociac. Comerciales, Profes. y Laboral.	—	125.0	37.4	22.2	100.0	53.2
939	Otros servicios sociales y comunales	—	—	—	10.9	116.7	91.4
941	Exhibición Cine, emisión Radio y TV	—	76.8	37.7	81.0	68.0	60.8
949	Serv. de Diversión y Esparcimiento	—	37.3	29.5	16.9	18.8	15.4
951	Talleres de reparación	—	31.0	51.5	42.5	28.6	28.0
959	Estudios Fotográficos	—	108.7	61.7	35.5	53.3	48.8
TOTAL		37.5	41.7	62.3	48.9	44.3	44.4

Fuente: CONASEV.

¹ El Pasivo Corriente incluye sobregiros y pagarés bancarios, cuentas por pagar comerciales, parte corriente de la deuda a largo plazo y cuentas por pagar diversas.

² El indicador (Pasivo Corriente / Ventas) fue calculado en base a los Balances Generales y Estados de Ganancias y Pérdidas procesados por la CONASEV

— Sin información.

Cuadro A-5

EMPRESA MANUFACTURERA PROMEDIO: CONDUCTA
(Porcentaje de ventas)

	<i>Ingreso Ventas Netas</i>	<i>Costo Ventas</i>	<i>Gasto Financiero</i>	<i>Impuestos</i>	<i>Resto Gastos *</i>	<i>Total Gastos Ventas</i>	<i>Margen Operativo</i>	<i>Ingreso Financiero **</i>	<i>Utilidad Neta</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1980									
I	99.0	69.3	7.1	4.1	16.2	96.7	2.3	3.9	5.3
II	101.0	70.6	7.4	4.2	16.9	99.0	2.9	3.9	5.0
1981									
I	99.5	70.0	7.2	5.1	16.4	97.6	1.0	2.8	4.8
II	100.0	69.2	7.2	5.2	16.4	98.0	2.0	2.8	4.8
1982									
I	100.0	65.4	10.4	4.1	21.8	101.7	- 1.7	3.9	2.1
II	94.0	61.1	9.7	3.9	20.3	94.9	- 0.9	3.7	2.9
1983									
I	84.0	54.8	13.3	3.5	15.9	87.9	- 3.9	4.4	0.0
II	77.0	51.9	10.9	3.9	15.1	80.8	- 3.1	4.3	1.2
1984									
I	82.0	54.2	11.6	3.7	14.9	83.8	- 1.8	6.2	4.4
II	84.0	55.1	11.7	3.6	15.4	85.8	- 1.8	6.2	4.4
1985									
I	89.0	57.9	11.3	3.6	16.1	88.9	0.1	4.6	4.7
II	82.5	53.8	10.6	3.4	14.9	82.7	- 0.8	4.4	4.2

Fuente: CONASEV.

* Incluye los costos de Administración, Gasto, Ventas y Resto de Gastos.

** Incluye los otros ingresos operacionales que se estiman en un 1 % de las ventas.

Nota: (5): Corresponde a la sumatoria de (2), (3), (4) y (5)

(6): Corresponde a la diferencia de (1) y (5)

(8): Corresponde a la sumatoria de (6) y (7)

ANEXO B

OTRA ESTADÍSTICA

Cuadro B-1

PRODUCTO BRUTO INTERNO¹

(Millones de intis de 1970)

		Endógeno	Exógeno ²	Total	Exógeno Ajustado ³	Total Ajustado
1978	I	55,2	23,0	78,2	23,0	78,2
	II	55,6	22,8	78,4	22,8	78,4
	III	55,2	22,7	77,9	22,7	77,9
	IV	55,4	25,1	80,5	25,1	80,8
1979	I	56,9	24,8	81,5	28,7	85,7
	II	55,1	25,4	80,3	30,8	85,9
	III	57,3	26,5	83,8	32,6	89,9
	IV	56,9	25,9	82,7	32,0	88,8
1980	I	60,5	25,2	85,7	32,7	93,2
	II	58,9	24,3	83,3	32,5	91,4
	III	59,4	24,2	83,6	32,2	91,6
	IV	62,2	23,4	85,6	30,4	92,6
1981	I	63,7	23,6	87,3	27,1	90,8
	II	60,7	25,1	85,3	29,9	89,7
	III	62,6	24,2	86,3	27,9	90,4
	IV	63,3	25,1	88,4	28,0	91,8
1982	I	63,1	25,7	88,8	26,5	89,6
	II	63,7	26,4	90,1	27,1	90,8
	III	62,9	25,3	88,2	25,7	88,6
	IV	59,2	25,1	84,3	25,0	84,1
1983	I	56,9	22,8	79,4	24,1	81,0
	II	56,3	22,6	78,9	24,4	80,7
	III	53,1	22,4	75,5	24,0	77,1
	IV	52,9	22,7	75,5	23,6	76,4
1984	I	53,7	24,3	78,3	25,2	78,8
	II	55,7	24,8	80,5	25,2	80,9
	III	57,1	26,1	83,2	26,2	83,3
	IV	55,3	26,6	81,9	26,2	81,5
1985	I	58,3	27,0	85,3	26,8	85,5
	II	56,1	26,0	82,1	25,0	81,0
	III	46,1	33,9	80,0	31,3	77,7
	IV	54,9	26,7	81,6	23,4	78,3
1986	I	59,3	25,0	84,3	21,2	80,5
	II	62,3	26,3	89,1	21,5	84,3
	III	64,0	26,7	90,7	21,1	85,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

¹ Desestacionalizado.² Comprende: agricultura, pesca, minería, industrias procesadoras de recursos primarios y exportaciones no tradicionales.³ Por la relación de precio del intercambio.

Cuadro B-2

VALOR AGREGADO EN MANUFACTURA: PROCESAMIENTO PRIMARIO Y RESTO
(Índices 1980 = 100)

Año	Trimestre	Procesamiento Primario (1)	Resto de la Industria	Total
1978	I	99,0	85,0	88,0
	II	91,0	89,0	90,0
	III	81,0	92,0	89,0
	IV	122,0	91,0	98,0
1979	I	105,0	84,0	89,0
	II	107,0	89,0	94,0
	III	105,0	93,0	96,0
	IV	117,0	97,0	102,0
1980	I	108,0	89,0	93,0
	II	100,0	99,0	100,0
	III	95,0	101,0	100,0
	IV	96,0	111,0	108,0
1981	I	86,0	97,0	95,0
	II	104,0	98,0	99,0
	III	84,0	102,0	98,0
	IV	110,0	107,0	108,0
1982	I	99,0	95,0	96,0
	II	102,0	98,0	99,0
	III	91,0	100,0	97,0
	IV	99,0	96,0	96,0
1983	I	72,0	85,0	82,0
	II	73,0	84,0	81,0
	III	83,0	78,0	79,0
	IV	81,0	79,0	80,0
1984	I	94,0	71,0	76,0
	II	98,0	79,0	83,0
	III	97,0	81,0	84,0
	IV	104,0	83,0	88,0
1985	I	112,0	82,0	88,0
	II	91,0	82,0	84,0
	III	102,0	75,0	81,0
	IV	107,0	83,0	88,0

Fuente: B.C.R.P.

Incluye CIUUs: 372 Metálica Básica no ferrosa

3118 Azúcar

353 Petróleo Refinado

310 Harina de Pescado

3114 Transferencia de otros productos pesqueros

Cuadro B-3

COSTO FINANCIERO POR SECTORES DE ACTIVIDAD

(Porcentaje de ventas)

Sectores	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Agropecuario	4	16	8	11	13	8
Minería	5	7	5	10	17	13
Manufactura	7	8	11	16	15	13
Comercio	4	6	6	11	8	7
Transportes	2	12	12	9	16	18
Servicios	—	6	6	10	8	7
Total	6	7	8	13	14	12

Fuente: CONASEV.

Cuadro B-4

CARTERA ATRASADA CON EL SISTEMA CREDITICIO DEL PAÍS,
DICIEMBRE DE 1985

(Millones de intis)

	Empresas Privadas	Empresas Públicas	Total Sistema
Número	56	4	623
Créditos líquidos	414,375	77,170	—
Créditos atrasados	338,199	523,891	—
Judiciales	1,561,499	3,487	—
Total Cartera Pesada	2,314,073	604,548	5,654,001
Total Cartera	3,464,072	1,441,790	22,880,227
% de Cartera Pesada	66,8	41,8	24,7

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

Cuadro B-5
DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA

(Tasas anuales)

	<i>Inflación</i>	<i>Devaluación</i>	<i>Tasas de Interés sobre Depósitos</i> <i>En M/E¹</i>	<i>En Intis</i>
1980	60,8	35,8	12,9	37,9
I	68,3	28,8		37,9
II	37,8	31,0	11,9	37,8
III	88,3	38,3		37,9
IV	53,1	49,6	13,9	37,9
1981	72,7	47,7	16,4	64,8
I	140,0	83,8	16,6	64,5
II	57,0	23,2	17,3	64,8
III	50,8	37,8	18,0	64,5
IV	56,8	55,8	13,9	64,5
1982	72,8	90,7	12,7	70,3
I	78,0	65,8	14,5	67,4
II	60,2	90,6	14,6	67,4
III	69,0	91,1	12,8	73,3
IV	85,6	140,5	9,4	73,3
1983	125,1	135,5	9,1	78,2
I	164,4	145,3	8,8	73,8
II	124,5	168,6	8,9	73,3
III	150,0	174,3	9,6	79,1
IV	73,0	53,8	9,3	82,1
1984	111,5	132,7	10,4	82,6
I	138,7	95,5	9,6	82,1
II	99,1	137,8	11,8	82,1
III	94,1	121,6	11,8	82,1
IV	116,7	284,7	9,3	84,0
1985	158,3	168,8	7,8	77,8
I	231,2	338,8	8,8	101,2
II	274,5	244,6	7,7	105,3
III	156,6	137,3	7,8	82,7
IV	39,8	—	7,5	32,3

Fuente: BCRP.

¹ Moneda Extranjera.

Cuadro B-6
ESTRUCTURA DEL AHORRO
(Como porcentaje del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ahorro Externo	6	8.6	7.9	5.4	1.5	- 6
Ahorro Interno	17.1	13.5	14.9	11.6	14.5	14.6
Sector Público	3.0	6	- 1	- 2.7	1.4	4.0
Sector Privado	14.1	12.9	15.0	14.3	13.1	10.6
Ahorro Total	17.7	22.1	22.8	17.0	16.0	14.1

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú - Memoria 1985.

Cuadro B-7
PARTICIPACIÓN RELATIVA DEL AHORRO POR COMPONENTES

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ahorro Externo	3.4	38.9	34.6	31.9	9.4	- 3.5
Ahorro Interno	96.6	61.1	65.4	68.2	90.6	103.5
Sector Público	16.9	2.7	- 4	- 15.3	8.6	28.9
Sector Privado	79.7	58.4	65.3	84.1	81.8	75.2
Total Ahorro	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.9

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú - Memoria 1985.

Cuadro B-8
COMPORTAMIENTO DEL AHORRO REAL
(Tasas de crecimiento)

	1981	1982	1983	1984	1985
Ahorro Interno	- 18,6	11,4	- 31,5	30,9	2,3
Sector Privado	- 5,7	17,3	- 16,1	- 4,1	- 17,8
Total Ahorro	28,8	4,1	- 34,4	- 1,4	- 10,5

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú - Memoria 1985.

Cuadro B-9
 CRÉDITO A CORTO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO
 (Millones de intis de 1980)

		Directo			Indirecto (Avalado)			Total		
		M/N ¹	M/E ²	Total	M/N	M/E	Total	M/N	M/E	Total
1974	Dic.	n.d.	n.d.	1185	n.d.	n.d.	544	n.d.	n.d.	1729
1975	Dic.	n.d.	n.d.	1236	n.d.	n.d.	508	n.d.	n.d.	1744
1976	Dic.	1022	51	1073	91	461	551	1112	512	1624
1977	Dic.	939	94	1033	80	666	745	1018	760	1778
1978	Dic.	682	124	805	90	566	656	771	690	1461
1979	Dic.	615	148	763	107	346	453	723	494	1216
1980	Mar.	607	194	801	112	399	511	718	593	1312
	Jun.	695	187	881	131	432	563	826	615	1444
	Set.	679	197	876	128	466	594	807	663	1470
	Dic.	710	228	938	137	471	608	847	699	1546
1981	Mar.	592	212	804	115	434	549	707	646	1353
	Jun.	742	209	951	116	397	503	858	596	1454
	Set.	798	214	1013	133	446	579	932	660	1592
	Dic.	895	222	1117	127	450	578	1022	672	1694
1982	Mar.	842	269	1111	122	532	654	964	800	1764
	Jun.	892	319	1210	138	564	702	1030	882	1912
	Set.	851	364	1215	124	632	756	976	995	1971
	Dic.	854	391	1245	131	631	762	985	1022	2007
1983	Mar.	776	386	1161	114	538	652	890	924	1813
	Jun.	706	400	1106	116	455	571	822	855	1677
	Set.	668	395	1063	265	484	749	932	879	1811
	Dic.	693	378	1071	122	405	526	815	783	1598
1984	Mar.	667	343	1009	94	452	546	761	794	1555
	Jun.	696	364	1060	99	375	474	795	739	1534
	Set.	700	368	1068	105	386	490	805	754	1558
	Dic.	694	425	1120	103	400	503	797	825	1622
1985	Mar.	582	463	1045	98	425	524	680	889	1569

Fuente: B.C.R.P. - Sub-Gerencia del Sector Monetario.

¹ Moneda Nacional.

² Moneda Extranjera, valuada al tipo de cambio del fin de periodo.

Cuadro B-10

SUELDOS Y SALARIOS REALES

	<i>Lima Metropolitana</i> (en intis 1979)		<i>Sueldo de los</i> <i>Trabajadores</i> <i>del Gobierno</i> <i>Central</i> (en intis 1979)	<i>Ingreso</i> <i>Mínimo</i> <i>Legal</i> (en intis 1979)	<i>Índice de</i> <i>Ingresos:</i> <i>Sector</i> <i>Informal</i>
	<i>Sueldos</i>	<i>Salarios</i>			
	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
1979	39,93	26,91	33,88	11,06	100,00
1980	42,88	28,46	40,08	13,69	114,85
1981	43,60	27,87	40,24	11,55	144,21
1982	47,05	28,25	39,34	10,73	174,16
1983	40,34	23,38	31,36	11,02	148,69
1984	37,19	19,94	31,56	8,53	131,99
1985	—	—	26,42	7,49	130,24

Fuentes: (1) Ministerio de Trabajo y Promoción Social - Encuesta de Establecimientos de 16 y más trabajadores.

(2) B.C.R.P. - Sector Fiscal, a base de información del Ministerio de Economía y Finanzas (no incluye gratificaciones).

(4) B.C.R.P. - Ingreso y Producto. Elaboración en base a datos del índice de Precios al Consumidor (1979 = 100) del Instituto Nacional de Estadística. Promedio de sueldos del servicio doméstico, precios de servicio de reparación de calzado, sastrería y otros servicios del sector informal.

Cuadro B-11

RENTABILIDAD FINANCIERA REAL Y COSTO REAL DEL CRÉDITO¹

(Tasa porcentual anual)

	<i>Intis</i>	<i>Depósito en: Dólares</i>	<i>Costo Oportunidad Depósito en intis</i>	<i>Costo del Crédito en intis</i>
1980	- 14	- 5	- 9	- 4
I	- 18	- 14	- 5	- 9
II	-	6	- 6	11
III	- 27	- 16	- 13	- 19
IV	- 10	11	- 19	1
1981	- 5	-	- 5	- 1
I	- 31	- 10	- 23	- 28
II	5	- 8	14	9
III	9	8	1	13
IV	5	13	- 7	8
1982	- 1	24	- 20	- 2
I	- 6	7	- 12	- 5
II	5	37	- 23	6
III	3	27	- 19	-
IV	- 7	42	- 35	- 9
1983	- 21	14	- 31	- 20
I	- 34	1	- 35	- 36
II	- 23	30	- 41	- 24
III	- 28	20	- 40	- 25
IV	5	- 3	8	13
1984	- 14	21	- 29	-
I	- 24	- 10	- 16	- 8
II	- 8	33	- 31	- 1
III	- 6	27	- 26	15
IV	- 15	94	- 56	3
1985	- 31	12	- 38	- 10
I	- 39	44	- 58	- 24
II	- 45	1	- 44	- 12
III	- 29	-	- 29	- 8
IV	- 5	- 23	23	4

Fuente: Elaborado en base a datos del B.C.R.P.

¹ Deflactada por costo de vida.² No incluye impuesto a los intereses.

Cuadro B-12

SECTOR PRIVADO: DEUDA A CORTO PLAZO A BANCOS

(Miles de Millones de Intis)

		Directa			Indirecta (avalada)			Total		
		M/N	M/E	Total	M/N	M/E	Total	M/N	M/E	Total
1974	Dic.	n.d.	n.d.	0,11	n.d.	n.d.	0,05	n.d.	n.d.	0,15
1975	Dic.	n.d.	n.d.	0,14	n.d.	n.d.	0,06	n.d.	n.d.	0,20
1976	Dic.	0,17	0,81	0,17	0,81	0,07	0,69	0,18	0,08	0,26
1977	Dic.	0,20	0,02	0,22	0,02	0,14	0,16	0,22	0,16	0,38
1978	Dic.	0,25	0,05	0,30	0,03	0,21	0,24	0,29	0,26	0,55
1979	Dic.	0,38	0,09	0,47	0,07	0,22	0,28	0,45	0,31	0,76
1980										
	Mar.	0,43	0,14	0,57	0,08	0,28	0,36	0,51	0,42	0,93
	Jun.	0,53	0,14	0,68	0,68	0,10	0,33	0,43	0,63	1,11
	Set.	0,61	0,18	0,79	0,12	0,42	0,53	0,73	0,60	1,32
	Dic.	0,71	0,23	0,94	0,14	0,47	0,61	0,85	0,70	1,55
1981										
	Mar.	0,73	0,26	1,00	0,14	0,54	0,68	0,88	0,80	1,68
	Jun.	1,03	0,29	1,33	0,16	0,54	0,70	1,20	0,83	2,03
	Set.	1,23	0,33	1,56	0,21	0,69	0,89	1,44	1,02	2,46
	Dic.	1,55	0,38	1,93	0,22	0,78	1,00	1,77	1,16	2,93
1982										
	Mar.	1,68	0,54	2,22	0,24	1,06	1,30	1,92	1,60	3,52
	Jun.	2,00	0,72	2,72	0,81	1,26	1,57	2,31	1,98	4,29
	Set.	2,18	0,93	3,11	0,32	1,62	1,93	2,50	2,55	5,04
	Dic.	2,55	1,17	3,72	0,39	1,88	2,28	2,94	3,05	5,99
1983										
	Mar.	2,95	1,47	4,42	0,43	2,05	2,48	3,39	3,32	6,81
	Jun.	3,29	1,86	5,15	0,54	2,12	2,66	3,83	3,98	7,81
	Set.	3,81	2,32	6,23	1,55	2,84	4,39	5,46	5,15	10,62
	Dic.	4,66	2,54	7,20	0,82	2,72	3,54	5,48	5,26	10,74
1984										
	Mar.	5,87	2,86	8,43	0,79	3,77	4,56	6,35	6,64	12,99
	Jun.	6,81	3,81	10,52	0,98	3,72	4,70	7,89	7,33	15,22
	Set.	8,20	4,81	12,81	1,22	4,52	5,74	9,43	8,83	18,26
	Dic.	9,87	6,04	15,91	1,46	5,68	7,14	11,33	11,73	23,05
1985										
	Mar.	11,16	8,88	20,04	1,88	8,16	10,04	13,04	17,04	30,08

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Sub Gerencia del Sector Monetario.

M/N = Moneda Nacional.

M/E = Moneda Extranjera, valuada al tipo de cambio de fin de periodo.

Cuadro B-13
SISTEMA FINANCIERO
(Número de Entidades)

	1982	1983	1984	1985
Bancos Comerciales				
Privados	15	14	16	16
Estatales	7	7	8	8
Bancos Estatales de Fomento	5	5	5	5
Empresas Financieras				
Privadas	10	10	7	7
Estatales	3	3	3	3
Mutuales	16	16	16	16

Fuente: B.C.R.P.

Cuadro B-14
ESTRUCTURA DE DEPÓSITOS EN EL SISTEMA¹
(En porcentaje)

	1982	1983	1984	1985 ²
Bancos Comerciales	73,3	76,9	81,2	82,2
Privados	(42,7)	(41,9)	(43,4)	
Estatales	(30,6)	(35,0)	(37,8)	
Bancos estatales de fomento	14,4	12,9	10,5	9,9
Empresas financieras	7,5	5,8	4,5	3,8
Privadas	(4,3)	(2,8)	(2,4)	
Estatales	(3,2)	(3,2)	(2,1)	
Mutuales	4,8	4,4	3,8	4,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Sistema bancario	87,7	89,8	91,7	92,1

Fuente: B.C.R.P.

¹ Calculado tomando sólo las asociaciones consideradas.² Preliminar.

Cuadro B-15
COLOCACIONES POR SECTORES ECONÓMICOS,
BANCA COMERCIAL Y DE FOMENTO
(Millones de intis)

	1983		1984		1985	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Agricultura	929	13,6	1.843	13,7	4.467	15,5
Ganadería	29	0,4	50	0,4	82	0,3
Pesquería	55	0,8	126	0,9	360	0,8
Industria	2.550	37,4	5.152	38,2	10.566	36,6
Minería	559	8,2	1.456	10,8	3.663	12,7
Comercio	910	13,3	1.502	11,1	3.236	11,2
Construcción	653	9,6	1.165	8,6	2.008	7,0
Sector público	145	2,1	70	0,5	238	0,8
Diversos	996	14,8	2.114	15,7	4.363	15,0
TOTAL	6.826	100,0	13.477	100,0	28.883	100,0

Fuente: B.C.R.P.

Cuadro B-16
**COLOCACIONES REALES POR SECTORES ECONÓMICOS,
 DE LA BANCA COMERCIAL Y DE FOMENTO**
 (Índice 1979 = 100)

	1983	1984	1985
Agricultura	70	66	62
Ganadería	2	2	1
Pesquería	4	5	4
Industria	193	185	147
Minería	42	52	51
Comercio	69	54	45
Construcción	50	42	28
Sector público	11	2	3
Diversos	75	76	61
TOTAL	517	484	402

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

Cuadro B-17
CARTERA PESADA DEL SISTEMA DE EMPRESAS FINANCIERAS PRIVADAS
 (Millones de intis)

Año	Créditos Atrasados				Colocaciones	
	Vencidos	En cobranza judicial	Total	% Colocaciones	Total	
1979	0,1	0,3	0,4	2,1	21,4	
1980	0,2	0,8	0,5	0,9	63,1	
1981	0,6	1,0	1,8	1,1	148,9	
1982	4,0	6,8	10,8	3,8	272,9	
1983	6,0	9,8	15,8	4,8	367,9	
1984	16,8	23,2	39,7	6,8	600,9	
1985 *	13,6	42,7	56,3	4,8	1.158,8	

Fuente: B.C.R.P.

* Información preliminar a setiembre.

Cuadro B-18
FLUJO DEL CRÉDITO B.C.R.P. AL SECTOR PRIVADO *

	Proporción porcentual del	
	Crédito directo	Crédito total
1971	31,6	25,4
1972	15,8	13,8
1973	11,4	7,5
1974	22,9	9,3
1975	38,1	30,6
1976	43,8	22,7
1977	16,7	6,3
1978	34,0	16,4
1979	7,5	6,2
1980	6,4	3,8
1981	11,8	8,1
1982	10,4	6,1
1983	21,2	15,5
1984	20,1	14,2

Fuente: B.C.R.P.

* Sector privado definido como banca de fomento, banca comercial y financieras.

POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y ENDEUDAMIENTO PRIVADO

ASPECTOS EMPÍRICOS

RICARDO H. ARRIAZU *

ALFREDO M. LEONE **

RICARDO H. LÓPEZ MURPHY ***

* Doctor en Economía (cand.), Universidad de Minnesota. Asesor Económico Financiero.

** Doctor en Economía, Universidad de Minnesota. Subdirector del Centro de Estudios Monetarios y Bancarios del Banco Central de la República Argentina.

*** Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Asesor Económico Financiero.

INTRODUCCIÓN

Desde comienzos de la década de los ochenta el problema del endeudamiento interno y externo ha ocupado un lugar preponderante en el debate económico latinoamericano. Cada vez es mayor el número de países de la región que han debido adoptar medidas destinadas a atenuar sus niveles de endeudamiento tanto en moneda nacional como extranjera. A pesar de lo anterior, la disponibilidad de estudios analíticos y empíricos que ayuden a la comprensión del problema, o a la determinación de su magnitud, es aún escasa.

El presente artículo examina la evolución de los niveles de endeudamiento del sector privado argentino durante el período 1974-1983; a la vez que intenta identificar los factores que han determinado dicho comportamiento. En particular se trata de determinar si la evolución de los niveles de endeudamiento respondió a cambios en las preferencias por la liquidez (endeudamiento para financiar la acumulación de activos financieros), a procesos de inversión, o al financiamiento de desequilibrios en los flujos de ingresos y gastos corrientes.

La primera sección del trabajo contiene una evaluación empírica de la evolución del endeudamiento del sector privado en general, y del sector empresario en particular. La segunda sección analiza la interrelación entre la política fiscal y el endeudamiento privado. En ella, se estudia la influencia del gasto público, del nivel de impuestos, y de los desequilibrios fiscales sobre el accionar de los demás sectores de la economía. La tercera sección examina la evolución del sector externo y la consistencia de las cifras provenientes de los saldos de deuda externa con las provenientes de la balanza de pagos. En esta sección se examinan también hipótesis alternativas acerca de los posibles factores explicativos del comportamiento de la balanza de pagos, y se intenta una evaluación empírica de los mismos.

Finalmente, la cuarta sección discute el tema de la evolución de los salarios, el empleo y la productividad en la Argentina, sobre los cuales la información disponible es muy dispersa y heterogénea. Si bien el uso que se hace de dicha información no es muy intenso, se consideró conveniente incluirla en este estudio para evitar a los investigadores las dificultades encontradas al tratar de obtenerla.

Cabe mencionar que este artículo originalmente era parte de un documento de los mismos autores en el que se incluía una amplia sección analítica. Esta última fue publicada bajo el título de "Políticas macroeconómicas - Endeudamiento privado: aspectos analíticos" en el libro *Deuda interna y estabilidad financiera*, volumen I: "Aspectos analíticos", GEL, Buenos Aires, 1987.

I. EVALUACIÓN EMPÍRICA - PRINCIPALES RESULTADOS

1. Endeudamiento privado - Órdenes de magnitud del problema

Al iniciar el estudio de las causas y consecuencias del endeudamiento privado, es conveniente evaluar en primer lugar la magnitud de dicho endeudamiento y el tipo de problemas que hicieron que el tema se convirtiera en centro de debate y que las autoridades adoptaran medidas, en más de una oportunidad, para atenuar tal endeudamiento.

Cuadro I-1

SALDOS DE LA DEUDA BRUTA DEL SECTOR PRIVADO: 1970-1983

(En moneda nacional o extranjera)

Fin de	<i>En moneda nacional (pesos corrientes)</i>		<i>En monedas extranjeras (dólares corrientes equivalentes)</i>	
	<i>Total (miles de millones)</i>	<i>Total</i>	<i>Con garantía de cambio (millones)</i>	<i>Sin garantía de cambio</i>
1970	27,0	1.732	171	1.561
1971	32,0	1.829	485	1.344
1972	47,5	2.699	534	2.165
1973	77,5	2.807	518	2.289
1974	117,6	3.410	250	3.160
1975	296,9	3.854	1.897	1.957
1976	1.300,1	3.091	566	2.525
1977	4.708,6	3.635	18	3.617
1978	12.895,0	4.139	0	4.139
1979	35.416,0	9.074	0	9.074
1980	92.342,8	12.703	0	12.703
1981	207.029,0	15.647	5.562	10.085
1982	783.280,0	15.018	9.475	5.543
1983	1.977.470,0	12.829	5.100	7.729

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de endeudamiento publicados por el B.C.R.A. Los datos en moneda nacional corresponden a los datos de préstamos al sector privado, excluyendo préstamos en moneda extranjera, publicados en las estadísticas monetarias. Los datos en moneda extranjera también fueron extraídos del Boletín Estadístico, pero los datos de deudas con seguros de cambio fueron extraídos del informe económico del Banco Mundial sobre la Argentina.

No existe en la Argentina información periódica y coherente que permita cuantificar rápida y directamente la magnitud del endeudamiento privado global y su distribución entre empresas y familias.

Para subsanar este inconveniente se utilizará un método indirecto para la evaluación del endeudamiento privado y su distribución. En una primera parte la evaluación se realiza en base a cifras del endeudamiento global del sector privado en general.

El Cuadro I-1 muestra los saldos de la deuda bruta del sector privado en moneda corriente, tanto nacional como extranjera, para el período 1970-1983. Las deudas en moneda extranjera fueron divididas en deudas con garantía de tipo de cambio (seguros de cambio y operaciones de pases) y deudas sin garantía, con el fin de poder estimar correctamente el valor actualizado de dichas deudas al convertirlas a moneda nacional.

En base a los datos del Cuadro I se elaboró el Cuadro I-2, que muestra los componentes del endeudamiento bruto expresados en su equivalente en moneda nacional y su total expresado en pesos, dólares, y como fracción del PBI. Para transformar el valor de las deudas en divisas sin seguros de cambio a su equivalente en pesos corrientes, se utilizó el tipo de cambio financiero oficial vigente a fin de cada período mientras que las deudas con seguros de cambio se convirtieron en base al tipo de cambio efectivamente adeudado al Banco Central, incluyendo las primas devengadas por los seguros de cambio hasta el momento de la medición. El tema de las deudas con seguros de cambio y sus efectos cuasi-fiscales sobre el patrimonio del Banco Central se encuentra tratado en el capítulo II, que examina los aspectos fiscales.

De estas cifras se pueden extraer algunas conclusiones preliminares sobre la magnitud del problema del endeudamiento. En primer lugar es posible observar que durante el período bajo análisis se registró un incremento en los saldos de deuda bruta del sector privado, sea cual fuere la unidad de cuenta utilizada para cuantificarlo. Estos saldos alcanzan su pico en 1980 o en 1981, según se midan en dólares corrientes o como fracción del PBI. A pesar de que dichos saldos de deuda representan un porcentaje relativamente pequeño del PBI, en comparación con la casi totalidad de los países industrializados y gran parte de los países en desarrollo, la tendencia fue claramente creciente durante el período y ello puede explicar la preocupación por el tema.

La diferencia en los años en que se observan los registros máximos cuando la deuda se mide en dólares corrientes o como fracción del PBI se debe fundamentalmente a la evolución del tipo de cambio real, aunque también incorpora efectos derivados de las fluctuaciones en los precios internacionales y en los niveles de la actividad económica interna.

Las tasas de crecimiento de los saldos de deuda bruta son muy elevadas en algunos años, particularmente en el período 1979-1981, situación que posiblemente explique mejor que el resto de las cifras la preocupación reciente por el tema. Las fluctuaciones de período a período se encuentran significativamente influenciadas por las variaciones bruscas en el tipo de cambio real y en los niveles internos de inflación y por la existencia de garantías de cambio. La influencia de estos factores sobre las tasas reales de interés correspondientes a cada instrumento de deuda es vital en el comportamiento de los niveles agregados de endeudamiento. A pesar de estas observaciones generales, que intentan explicar el porqué de la preocupación generalizada con el tema del endeudamiento privado resulta claro que es imposible llegar a conclu-

siones sobre la real importancia del mismo basándose exclusivamente en cifras de endeudamiento bruto.

Cuadro I-2

SALDOS DE LA DEUDA BRUTA DEL SECTOR PRIVADO: 1970-1983

(en valores corrientes)

Fin de	Moneda nacional (en miles de millones)				Dolares (millones)	Fracción del PBI (porcentaje) (1)
	Deuda Interna	Deuda Externa con seguros sin seguros de cambio de cambio		TOTAL		
1970	27.0	0.7	6.2	33.9	8475	33.93
1971	32.0	3.4	11.1	46.5	5636	30.90
1972	47.5	5.8	21.6	74.9	7505	29.69
1973	77.5	4.8	22.8	105.1	10531	27.76
1974	117.6	2.7	31.4	151.8	15210	25.56
1975	296.9	89.5	119.8	505.4	8312	18.65
1976	1300.1	137.0	699.0	2136.1	7712	18.60
1977	4708.6	0	2167.0	6875.6	11478	22.19
1978	12895.0	0	4110.0	17005.0	16887	22.46
1979	35416.9	0	14718.0	50134.0	30909	26.80
1980	92342.8	0	25353.0	117695.8	58966	34.13
1981	207028.0	34480.0	106940.8	348448.0	32872	40.65
1982	783280.0	234513.0	269224.8	1287017.0	26498	38.30
1983	1977470.0	571497.0	1797765.4	4346732.4	18688	23.92

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de endeudamiento y del PBI, publicados por el BCRA. Los montos en moneda nacional de las deudas con seguros de cambio son estimaciones propias.

(1) La relación en términos del PBI se calculó en base a cifras del PBI a precios corrientes, centradas a fin de año y expresadas en precios de fin de año.

El Cuadro I-3 muestra, con fines exclusivamente comparativos, los saldos de deudas financieras privadas, como fracción del PBI, en tres países altamente desarrollados y en la Argentina. Estas cifras subestiman el total del endeudamiento privado en dichos países puesto que solamente consideran las deudas bancarias y algunas otras deudas financieras, y no incluyen las deudas comerciales y otros instrumentos de deuda. En general, las cifras de estos tres países muestran algunas características comunes: los niveles de endeudamiento, en relación al PBI, son significativamente más elevados que en la Argentina, y sus tendencias muestran un crecimiento de la relación deuda/PBI, durante el período bajo análisis.

Cuadro I-3

SALDOS DE DEUDA BRUTA PRIVADA FINANCIERA EN ALEMANIA, ESTADOS UNIDOS, JAPÓN Y LA ARGENTINA: 1970-1983

Medidos como porcentaje del PBI

<i>Fin de</i>	<i>Alemania</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Japón</i>	<i>Argentina</i>
1970	70,1	75,3	107,5	27,02
1971	71,7	77,5	120,1	21,26
1972	75,9	80,7	131,9	18,83
1973	75,8	82,7	133,5	20,47
1974	75,4	83,4	129,7	19,80
1975	76,3	80,8	134,5	10,96
1976	76,9	80,9	136,5	11,32
1977	78,9	81,2	136,1	15,20
1978	81,7	85,9	136,6	17,03
1979	84,6	82,5	132,2	18,93
1980	90,1	81,6	135,2	26,78
1981	93,5	78,2	138,9	24,15
1982	96,3	79,6	143,7	23,31
1983	99,2	81,3	149,4	10,88

Fuentes: Elaboración propia en base a información de: FMI, "Estadísticas financieras internacionales". Las cifras consideran exclusivamente las deudas financieras en moneda nacional.

2. *Tenencias privadas de activos financieros - patrimonio financiero neto y endeudamiento neto*

La segunda parte de la evaluación empírica consiste en determinar qué porción de dicho endeudamiento se origina en la acumulación de activos financieros por parte del sector privado. Si bien el hecho de que una deuda financiera tenga como contrapartida tenencias de activos líquidos no garantiza que no se puedan plantear problemas de liquidez, derivados de diferentes plazos de disponibilidad y exigibilidad de dichos instrumentos financieros, es evidente que una deuda con tal contrapartida causará menos preocupación que una deuda sin dicha contrapartida, particularmente en economías con mercados de capitales relativamente poco desarrollados.

El cuadro I-4 muestra las tenencias privadas de activos financieros, divididas por el tipo de instrumento financiero, para el período 1970-1983. Estos activos han sido agrupados en dos grandes categorías: activos en moneda nacional en sus diferentes formas (incluyendo instru-

Cuadro I-4

TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS FINANCIEROS. 1970-1983

COMPOSICIÓN POR TIPO DE ACTIVO

<i>En Moneda Nacional</i>							
<i>Fin de</i>	<i>(Miles de millones)</i>				<i>Titulos, otras deudas públicas, otros (1)</i>	<i>TOTAL</i>	<i>En Monedas Extranjeras (Millones de dólares) TOTAL</i>
	<i>Billetes y Monedas</i>	<i>Depósitos</i>		<i>Aceptaciones</i>			
		<i>Vista</i>	<i>Plazo</i>				
1970	8.0	7.0	10.0	—	7.5	32.5	791
1971	9.4	10.4	16.8	—	9.0	45.6	1202
1972	12.0	16.1	21.2	5.0	14.7	69.0	1450
1973	25.3	30.9	37.3	10.0	21.3	124.8	1208
1974	41.4	47.8	57.5	15.0	34.7	196.4	1377
1975	118.1	143.8	105.0	33.0	213.2	613.1	3409
1976	385.4	540.8	590.0	212.0	1089.5	2817.7	3505
1977	890.5	1063.9	4043.6	80.0	2508.6	8586.6	3018
1978	3123.0	2355.0	10848.0	33.0	5798.0	22157.0	2948
1979	7094.0	6088.0	33441.0	71.0	7982.0	54676.0	2856
1980	15070.0	10930.0	71348.0	52.0	18112.0	115512.0	4827
1981	26570.0	15890.0	158676.0	114.0	47495.0	248745.0	10287
1982	97530.0	61280.0	333080.0	—	452376.8	944266.8	14759
1983	482420.0	236110.0	1507300.0	209600.0	992814.0	3428244.0	17355

Fuentes: Elaboración propia en base a información publicada por el BCRA (Boletines Estadísticos). En el caso de las tenencias privadas de divisas se utilizaron las estimaciones de Arriazu, Ricardo H. incluidas en los documentos "Movimientos Internacionales de Capitales", Cuadernos de la CEPAL, Santiago de Chile, 1979 (para el período 1970-1977) y en "Argentina: Balanza de Pagos y Deuda Externa. Perspectivas para el período 1983-1987", documento no publicado, Buenos Aires 1983.

(1) Incluye las deudas comerciales del sector público y excluye las tenencias de títulos públicos de las entidades financieras, porque los fondos que dan lugar a dichas tenencias ya se encuentran incluidos en las cifras de depósitos. Incluye también los patrimonios financieros líquidos de las entidades financieras.

mentos monetarios, títulos públicos y la deuda comercial del sector público), y activos en monedas extranjeras. Estos activos en monedas extranjeras están constituidos por depósitos en los principales mercados extranjeros, tenencias de billetes, de Bonex, depósito en monedas extranjeras en el sistema financiero local, y depósitos en el Uruguay —generalmente no incluidos en las cifras publicadas por el Banco de Ajuste de Basilea (BIS) y por el FMI. Estas cifras de tenencias de divisas son estimaciones, publicadas por uno de los autores de este documento, y solo pueden ser consideradas como tales, puesto que la información disponible es aun bastante deficiente, aun cuando la misma ha mejorado enormemente en los últimos años. Las mismas no incluyen las tenencias de bonos o acciones en el exterior, ni los depósitos de argentinos efectuados a través de sociedades registradas en el extranjero. Tampoco incluyen las tenencias de activos físicos en el exterior, por tratarse de una definición de activos financieros. Esta exclusión de las

tenencias privadas de activos físicos en el exterior (inversiones en inmuebles, etc.) es uno de los factores explicativos de las discrepancias existentes entre las variaciones de los niveles de endeudamiento, los desequilibrios en cuenta corriente, y los flujos de capitales registrados en la balanza de pagos. Este tema es examinado en bastante detalle en el capítulo III.

El cuadro I-5 muestra los mismos datos, pero agrupados en los mencionados dos grandes grupos, y expresados en distintas unidades de cuenta: pesos corrientes, dólares corrientes, dólares de poder de compra de 1970, y como fracción del PBI.

De estas cifras podemos extraer las siguientes conclusiones:

a) Las tenencias privadas totales de activos financieros tienden a ser mucho más estables, cuando se las mide como porcentaje del PBI, que si consideramos exclusivamente las tenencias de activos financieros nacionales; dichas tenencias totales promedian poco más del 36%. Si bien este índice fluctúa entre el 30% y el 49%, estas oscilaciones están dadas fundamentalmente por fluctuaciones en el tipo de cambio real. Con un tipo de cambio real alto el porcentaje tiende a elevarse, mientras que con un tipo de cambio real bajo tiende a reducirse. Entre 1970 y 1980 la serie de tenencias totales muestra una llamativa estabilidad.

Cuadro I-5

TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS FINANCIEROS. 1970-1983

SALDOS TOTALES EXPRESADOS EN DISTINTAS UNIDADES DE CUENTA

Fin de:	Pesos corrientes (Miles de Millones)			Dólares corrientes (millones) TOTAL	Dólares de 1970 TOTAL	Fracción del PBI (porcentajes) TOTAL
	En el país	En divisas	TOTAL			
					(1)	
1970	32.5	3.2	35.7	8925	8925	35.73
1971	45.6	9.9	55.5	6727	6180	36.88
1972	69.0	14.4	83.4	8357	6909	33.06
1973	124.8	12.1	136.9	13717	8253	36.16
1974	196.4	13.7	210.1	21052	9451	35.37
1975	613.1	207.3	820.4	13493	6342	30.28
1976	2817.7	970.9	3788.6	13677	6541	32.99
1977	8586.6	1807.8	10394.4	17353	7949	33.64
1978	22157.0	2969.1	25126.0	24951	10672	33.18
1979	55649.0	4632.0	59308.0	36565	12531	31.70
1980	115562.0	9635.0	125147.0	62699	19469	36.29
1981	248745.0	109142.0	357787.0	33753	10648	41.74
1982	944266.8	716845.0	1661111.8	34200	11633	49.44
1983	3428244.0	4032121.0	7460365.0	32074	12275	41.05

Fuente: Elaboración propia en base a los datos del Cuadro I-4. Las cifras del PBI, utilizadas para calcular la última columna, están expresadas en precios de diciembre de cada año.

(1) Deflactado por el índice de precios promedio de exportación y de importación de la Argentina.

b) La composición de estas tenencias entre activos en moneda nacional y en moneda extranjera ha fluctuado en el tiempo pero con una clara tendencia hacia una mayor tenencia de activos externos. A principios del período los activos en moneda nacional representaban aproximadamente el 90% del total, mientras que en 1983 dicho porcentaje se había reducido al 45,9%.

c) Al medirlas en dólares corrientes, las cifras muestran fluctuaciones mucho más significativas; pero debe tenerse en cuenta que, además de las fluctuaciones propias de los cambios en las preferencias por la liquidez, dicha serie incluye los efectos de variaciones en el tipo de cambio real y los efectos de la inflación internacional. La serie medida en dólares de 1970 muestra una mayor estabilidad.

Cuadro I-6

PATRIMONIO FINANCIERO NETO DEL SECTOR PRIVADO. 1970-1983
SALDOS TOTALES EXPRESADOS EN DISTINTAS UNIDADES DE CUENTA

Fin de:	Pesos corrientes (Miles de millones)			Pesos de 1970	Dólares corrientes de 1970 (Millones)		Fracción del PBI (%)
	Activo	Pasivo	Total				
1970	35.7	33.9	1.5	1.8	450	450	1.80
1971	55.5	46.5	9.0	6.2	1091	902	5.98
1972	83.4	74.9	8.5	3.6	852	513	3.37
1973	136.9	105.1	31.8	9.2	3186	1917	8.40
1974	210.1	151.8	58.3	11.5	5842	2623	9.82
1975	820.4	505.4	315.8	13.4	5181	2435	11.63
1976	3788.6	2136.1	1652.5	16.5	5966	2853	14.39
1977	10394.4	6875.6	3518.8	13.9	5874	2691	11.39
1978	25126.0	17005.0	8121.8	12.6	8065	3450	10.73
1979	59308.0	50134.0	9174.0	6.2	5656	1938	4.90
1980	125147.0	117696.0	7491.8	2.7	3733	1159	2.16
1981	357787.0	348448.0	9339.0	1.3	881	278	1.09
1982	1661112.0	1287017.0	374095.0	12.5	7702	2620	11.13
1983	7460365.0	4346732.4	3113632.6	19.8	13386	5123	17.13

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de los cuadros I-1 y I-5.

En base a estos cuadros estamos ahora en condiciones de calcular el Patrimonio Financiero Neto del sector privado, concepto equivalente al de Endeudamiento Privado Neto pero con signo inverso.

El cuadro I-6, muestra los activos y pasivos financieros totales del sector privado y el patrimonio financiero neto resultante. Estas cifras muestran claramente los factores que llevaron a que el tema del endeudamiento privado, en años recientes, se transformara en tema de debate. (Si bien las cifras miden la evolución del endeudamiento del sector privado en su conjunto, y no la del sector empresario, existen a priori razones para pensar que las fluctuaciones del endeudamiento empresario neto son aun más significativas).

De ellas se pueden extraer algunas conclusiones importantes. El

Patrimonio Financiero Neto del sector privado muestra profundas fluctuaciones en el período que se inicia en 1970. De un nivel del 1.80% del PBI, a principios de la década, dicho patrimonio se incrementa persistentemente en los primeros años de la década, alcanzando un máximo de 14.4% del PBI en 1976; a partir de allí se inicia un persistente deterioro llegando en 1981 a mostrar un Patrimonio Financiero Neto equivalente al 1.09% del PBI. Durante 1982 y 1983, la recuperación es espectacular, alcanzando un máximo de 17.13% en 1983, cifra muy superior a cualquier otra durante todo el período. Las cifras en dólares corrientes muestran exactamente la misma tendencia.

3. Patrimonio financiero neto del sector público consolidado

La cuantificación del PFN del sector público plantea numerosos problemas, por lo que el tema es examinado en detalle en el capítulo II. En dicho capítulo se muestra la evolución de los distintos rubros del activo y del pasivo del sector público, tanto en lo que se refiere al hoy llamado Sector Público no financiero como en lo que se refiere al Banco Central. Dicha información abarca el período 1973-1983.

El Cuadro I-7 muestra un resumen de dicha información, que incluye el total de los activos y pasivos financieros de ambos sectores, expresados en pesos corrientes.

Cuadro I-7

PATRIMONIO FINANCIERO NETO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO Y DEL BANCO CENTRAL: 1973-1983

(en miles de millones de pesos corrientes)

Fin de:	Sector público no financiero			Banco Central		
	Activo	Pasivo	PFN	Activo	Pasivo	PFN
1973	17.6	78.5	— 60.9	54.3	50.3	4.0
1974	34.8	129.4	— 94.6	75.4	74.4	1.0
1975	89.5	606.7	— 517.2	355.6	349.2	6.4
1976	490.6	2489.9	— 1999.3	924.6	1186.7	— 262.1
1977	1666.8	6284.8	— 4618.0	3584.3	3519.8	64.5
1978	3369.5	13736.0	— 10366.5	8609.4	7117.3	1491.9
1	3369.5	15509.3	— 12139.8	8609.4	7117.5	1491.9
1979	8136.8	32107.1	— 23970.3	22339.3	13175.0	9164.3
1980	17526.0	66981.3	— 49455.3	42243.1	23686.2	18556.9
1981	35996.6	318761.9	— 282765.3	180725.7	110362.2	70363.5
1982	105623.7	1755456.5	— 1650832.8	1076339.6	920002.1	156337.5
1983	573108.0	9318520.9	— 8745412.9	3614741.3	3324919.1	289822.3

Fuentes: Cuadros II-3 al II-6 del capítulo II.

¹ Durante 1978, el Banco Central modificó la cobertura de la información de deuda externa, con lo que incrementó su saldo al incluir nuevas operaciones. Para dicho período se incluyen ambas cifras de deuda externa.

En este cuadro, los activos y pasivos indexados o en moneda extranjera están expresados en términos de su valor de mercado (en el caso de los instrumentos en moneda extranjera la conversión a pesos se realizó utilizando el tipo de cambio oficial financiero), y las cifras de reservas incluyen las tenencias de oro también a precios de mercado.

Cuadro I-8

**EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO NETO
DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO: 1973-1983**

(En distintas unidades de cuenta)

Fin de	Pesos corrientes (miles de millones)		PFN	Pesos de 1970 (miles de millones)	Dólares (millones)	Fracción del PBI (porcentajes)
	Activo	Pasivo				
1973	71.9	128.8	— 56.9	— 15.50	— 5701	— 15.03
1974	110.2	203.8	— 93.5	— 18.36	— 9369	— 15.74
1975	445.1	955.9	— 510.8	— 21.69	— 8401	— 18.85
1976	1415.2	3676.6	— 2261.4	— 22.55	— 8164	— 19.69
1977	5251.1	9804.6	— 4553.5	— 18.06	— 7812	— 15.15
1978	11978.9	20853.5	— 8874.6	— 13.80	— 8813	— 11.72
1		22626.8	— 10647.9	— 16.56	— 10574	— 14.06
1979	30476.	45282.1	— 14806.0	— 9.94	— 9128	— 7.91
1980	59769.1	90571.3	— 30898.4	— 11.31	— 15432	— 8.93
1981	216722.3	429124.1	— 212401.8	— 29.40	— 20038	— 24.78
1982	1180963.3	2676448.6	— 1494495.3	— 50.02	— 30790	— 44.51
1983	4187849.3	12643439.9	— 8455590.6	— 53.75	— 36352	— 46.53

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de los cuadros II-3 al II-6.

Adicionalmente, las cifras correspondientes al Banco Central incluyen los compromisos a futuro de dicha institución, provenientes de las operaciones de pase y de seguros de cambio; los valores correspondientes a dichas obligaciones a futuro miden el valor actualizado de los compromisos aun no vencidos, y las diferencias entre los activos y los pasivos a futuro reflejan las pérdidas actualizadas —devengadas— resultantes de dichos compromisos. Las pérdidas por operaciones a futuro ya efectivizadas se encuentran incluidas en la base monetaria (pérdidas ya monetizadas) o en los saldos correspondientes al bono de absorción monetaria (pérdidas efectivizadas pero aun no monetizadas).

El cuadro I-8, muestra la evolución del Patrimonio Financiero Neto del Sector Público Consolidado, el que esta expresado en términos de distintas unidades de cuenta.

En este cuadro puede apreciarse que la evolución del PFN del sector público consolidado varía considerablemente según cual sea la unidad de cuenta en la que se realiza la evaluación. Expresado en términos de pesos corrientes el PFN muestra persistentemente un deterioro como consecuencia de los desequilibrios nominales y la permanente y alta inflación. Sin embargo, cuando la evaluación se realiza en términos de unidades de cuenta que tienden a corregir las distorsiones generadas por la inflación, los resultados se modifican.

En pesos de poder de compra de 1970 (moneda constante), el PFN del Sector Público Consolidado muestra un persistente deterioro desde 1973 a 1976, muestra una rápida mejora desde 1977 a 1979, y nuevamente se deteriora significativamente desde 1980 en adelante.

El valor final de dicho PFN es significativamente inferior al correspondiente al del inicio del período. La tendencia de las cifras en dólares corrientes y la de las medidas como fracción del PBI son similares, aunque las fluctuaciones de período a período son ligeramente distintas en razón de las profundas fluctuaciones del tipo de cambio real.

En los cuadros II-3 y II-5, del capítulo II, puede apreciarse la evolución individual del PFN del sector público no financiero y la del Banco Central, las que, a pesar de mostrar en algunos años tendencias parecidas, muestran por lo general comportamientos bastante distintos, lo que confirma la absoluta necesidad de consolidar los valores de ambos sectores al examinar el comportamiento del sector público. Como el capítulo II incluye información detallada sobre el accionar del sector público, repetir dicha información en esta sección sería redundante, por lo que se recomienda al lector interesado en examinar en más detalle los resultados del accionar del sector público que lo haga en dicho capítulo. De todos modos, en la sección correspondiente a las transferencias intersectoriales, el tema será desarrollado en más detalle.

4. *Patrimonio financiero neto del sector externo*

En las dos secciones previas se examinaron la evolución del PFN del sector privado y la del sector público consolidado. Para concluir esta etapa de la evaluación es necesario efectuar el mismo cálculo para el sector externo (no residentes en sus relaciones con la Argentina). Para ello es necesario cuantificar los activos y pasivos externos de los residentes argentinos (tanto del sector público como del privado), y en base a dicha información se puede definir la Posición Externa Neta del país, concepto exactamente equivalente al del PFN del sector externo, pero con signo contrario.

El cuadro I-9, muestra los activos y pasivos externos —expresados en dólares corrientes— del sector privado y del sector público. Adicionalmente, en el capítulo III, se examina la evolución del sector externo durante el período bajo estudio y la consistencia de las cifras de flujo de la balanza de pagos con las variaciones patrimoniales derivadas del Cuadro I-9. Este cuadro muestra resultados que aunque conocidos vale la pena destacar. En primer lugar, debe señalarse la amplitud de las fluctuaciones de la Posición Externa Neta, tanto la del sector privado como la del sector público, las que en conjunto tienden a coincidir con los ciclos de balanza de pagos de la Argentina, aunque a nivel individual difieren bastante.

En general, la posición externa neta del sector privado tiende a anticipar los ciclos de pagos externos, en el sentido de que la misma se torna más negativa con anterioridad a que lo haga la del sector público; sin embargo, en los momentos de ajuste (devaluaciones, reduc-

ciones de demanda agregada, etc.) la posición del sector público tiende a deteriorarse marcadamente al mismo tiempo que la del sector privado tiende a mejorar (ver los datos correspondientes a 1975-1976 y a 1981-1983), lo que muestra no solamente que el sector privado tiende a anticipar correctamente los períodos de ajuste; sino también que anticipó, correctamente, en ambas ocasiones, las medidas efectivamente implementadas por la autoridad económica, incluyendo el hecho de que en ambas ocasiones el sector público se hizo cargo de una parte de la deuda externa del sector privado.

Cuadro I-9

ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDAS EXTRANJERAS
1970-1983

(En millones de dólares corrientes)

Fin de:	Sector Privado			Sector Público		
	Activo	Pasivo	Posición Externa Neta	Activo	Pasivo	Posición Externa Neta
1970	791	1732	- 941	749	1607	- 858
1971	1202	1829	- 627	361	1898	- 1537
1972	1450	2699	- 1249	693	2409	- 1716
1973	1208	2807	- 1599	1749	2672	- 923
1974	1377	3410	- 2033	2055	3555	- 1500
1975	3409	3854	- 445	1238	4021	- 2783
1976	3505	3091	414	2575	5189	- 2614
1977	3018	3635	- 617	4719	6044	- 1325
1978	2948	4139	- 1191	6981	6596	385
1979	2856	9074	- 6218	12704	8357	- 1376
1980	4827	12703	- 7876	10396	9960	2744
1981	10287	15647	- 5360	6238	14459	- 4063
1982	14759	15018	- 259	6238	20024	- 13786
1983	17335	13381	3954	5787	28616	- 22829
				4234	31706	- 27472

Fuentes: Elaboración propia en base a información publicada por el BCRA (Boletines Estadísticos) y por el FMI (Estadísticas Financieras Internacionales). En el caso de las tenencias privadas de divisas la fuente es la misma que la del Cuadro I-4. En el activo del sector público, el oro se encuentra revaluado, al fin de cada año, en función del precio de mercado vigente a dichas fechas.

A fines del período, el sector privado mostraba una posición externa neta positiva, en una magnitud sin precedentes durante el período bajo estudio; en ese mismo período el sector público mostraba una posición externa neta negativa de una magnitud también sin precedentes. Durante el período bajo análisis el sector privado muestra posiciones externas netas positivas solamente en dos oportunidades (1976 y 1983), mientras que el sector público muestra una posición externa neta positiva solamente durante un período (en 1979).¹

¹ En 1978, aunque las cifras de deudas anteriores a la modificación de su cobertura mostraban también una posición neta positiva, al modificar dichas cifras la posición externa neta a fines de dicho año se tornó negativa.

En las cifras del sector público, el oro está valuado a precio de mercado, y en las cifras del sector privado la deuda externa, con o sin seguro de cambio, está valuada a precio de mercado. Las pérdidas devenidas del sector público en las operaciones con garantía de cambio no afectan esta posición externa puesto que las mismas reflejan transacciones financieras en moneda nacional entre el sector público y el sector privado.

El cuadro I-10, muestra el PFN del sector externo (posición externa neta conjunta de los sectores públicos y privados, con signo inverso), para el período 1970-1983, expresado en distintas unidades de cuenta.

Cuadro I-10
PATRIMONIO FINANCIERO NETO DE LOS EXTRANJEROS
EN SUS TRANSACCIONES CON LA ARGENTINA: 1970-1983
(En distintas unidades de cuenta)

Fin de:	En pesos corrientes (en miles de millones)	En pesos de 1970 (en millones)	En dólares corrientes (en millones)	En dólares de 1970 (en millones)	Como fracción del PBI (porcentajes)
1970	7,2	7,2	1799	1799	7,20
1971	17,9	12,3	2164	1988	11,86
1972	29,6	12,4	2965	2451	11,73
1973	25,2	7,3	2522	1517	6,65
1974	35,3	6,9	3533	1586	5,94
1975	196,3	8,3	3228	1517	7,24
1976	609,4	6,1	2200	1052	5,31
1977	1163,3	4,6	1942	890	3,76
1978	811,6	1,3	806	345	1,07
1	2585,0	4,0	2567	1098	3,41
1979	5634,8	3,8	3474	1191	3,01
1980	23830,2	8,7	11939	3707	6,91
1981	202947,6	28,1	19146	6040	23,67
1982	1121384,2	37,5	23088	7853	33,38
1983	5470286,8	34,7	23518	9001	30,10

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados del Cuadro I-10 son sumamente interesantes y ayudan a comprender la evolución de la economía argentina durante los últimos años. En general, la evolución del PFN tiende a coincidir con la esperada según los ciclos de balanza de pagos, pero esta aparente similitud sólo lo es en líneas generales, pues, como se verá más adelante, las variaciones en dicho PFN presentan grandes diferencias con la que debería esperarse en función de la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aun cuando ésta sea corregida para tomar en consideración factores tales como la sobre y subfacturación, los intereses de los fondos privados en el exterior, las variaciones en el precio del oro, etc. En el capítulo III se examina detalladamente la evolución del sector externo y la falta de consistencia entre las cifras provenientes de la evolución de los saldos del endeudamiento con los provenientes de la balanza de pagos, así como los posibles factores explicativos de dichas discrepancias. En los cuadros que siguen se muestran dichas discrepancias y los sectores en los que se originan.

Sin entrar en las detalladas consideraciones que se señalan en el mencionado capítulo, es posible concluir, en general, que las cifras de endeudamiento tienden a mostrar los verdaderos saldos de deudas brutas y que las discrepancias se distribuyen casi por igual entre operaciones no registradas pertenecientes a la cuenta corriente (mejorándolas en el caso de los intereses de las tenencias privadas de activos financieros y en los casos de sobre y subfacturación, y empeorándolas en el caso de las transacciones secretas del sector público y en el caso de las llamadas transacciones fronterizas —este último ítem muestra resultados inversos en unos pocos períodos— y la acumulación de activos reales en el exterior por parte del sector privado (no incluidos en la definición de PFN).

Cuadro I-11

SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO: DEUDA EXTERNA
Y FLUJOS DE CAPITALES: 1971-1983

(Flujos anuales en millones de dólares corrientes)

Periodo	Variación anual Saldos de Deuda Externa (1)	Flujo anual de capitales no compensatorios (2)	Discrepancias (3) = (1) - (2)
1971	186	279	— 93
1972	57	93	— 36
1973	27	96	— 69
1974	1065	696	369
1975	160	460	— 300
1976	98	7	91
1977	852	332	520
1978	1477	1388	89
1	3238		1850
1979	2281	1361	2681
1980	4532	3199	1333
1981	5581	4779	802
1982	4003	76	3927
1983	73	— 105	178

Fuente: Ver Cuadro III-10.

El cuadro I-11 muestra las discrepancias existentes entre los flujos de capitales del sector público no monetario implícitos en las estadísticas de deuda externa y los flujos correspondientes a dicho sector registrados en la balanza de pagos.

Estas cifras muestran que una parte importante de las discrepancias totales entre los flujos provenientes de los registros de deuda, en relación con los proveniente de la balanza de pagos, se originan en las cifras correspondientes al sector público no monetario.

En particular, es importante notar que estas últimas discrepancias no son muy importantes entre 1971 y 1973, alcanzan cierta importancia en 1974 y 1975, y se tornan muy significativas a partir de 1977, mostrando un persistente sesgo positivo. En función de lo expuesto en la sección

3, es posible concluir que la mayor parte de estas discrepancias se originan en las llamadas "operaciones secretas", cuyas contrapartidas deberían quedar registradas en el rubro importaciones.

La medición de las discrepancias correspondientes al sector privado plantea mayores problemas, puesto que las cifras de flujos de capitales se encuentran registradas en forma neta, por lo que se las debe ajustar para tomar en cuenta la acumulación de activos externos por parte de dicho sector. En adición a las dificultades obvias de medición de dichas tenencias, y las derivadas del tratamiento contable de los intereses de dichas tenencias, el problema de medición de las discrepancias se agrava porque el mecanismo de registro de dichos flujos varía significativamente en función de la existencia, o no, de controles de cambios. En ausencia de tales controles, las compras de divisas se efectúan directamente en el mercado por lo que los flujos netos de capitales incluyen (con signo negativo) dichas compras, mientras que con controles de cambios dichos fondos provienen del mercado marginal de cambios, abastecido indirectamente por el BCRA a través de operaciones de evasión, lo que distorsiona tanto las cifras de flujos de capitales como las cifras de los distintos rubros de la cuenta corriente.

El cuadro I-12 muestra dichas discrepancias para el sector privado, con la diferencia de que por un lado se muestran las discrepancias brutas —no ajustadas— provenientes del cuadro III-11 del capítulo III (resultado de comparar los flujos anuales de variaciones en los saldos de deuda privada, los flujos de movimientos de capitales privados no compensatorios y los flujos de errores y omisiones —los que al estimar dichas discrepancias fueron tratados como si se originasen en flujos privados no registrados—, y por el otro las discrepancias ajustadas, luego de tomar en cuenta la acumulación de divisas por parte del sector privado —neta de los intereses devengados por tales tenencias—.

La observación de los períodos en que se registran las discrepancias no ajustadas más significativas permite suponer que gran parte de las mismas quedan explicadas por la acumulación de divisas por parte del sector privado; sin embargo, antes de llegar a dicha conclusión es necesario recordar que estos movimientos solo pueden explicar dichas discrepancias en períodos de libertad de transacciones en el mercado de cambios, ajustando previamente los resultados por los flujos devengados de intereses de dichas tenencias. Las restantes columnas del Cuadro I-12 muestran dichos ajustes y las discrepancias que permanecen sin explicación. La observación de los signos y magnitud de tales discrepancias no explicadas, y su asociación con los acontecimientos económicos de los períodos en los cuales las mismas se registran, permite especular acerca de los distintos factores que pueden ayudar a comprender dichas discrepancias. En la sección III se incluye una evaluación detallada de dichos factores.

5. *Consistencia de los resultados*

El Cuadro I-13 muestra el PFN de los tres sectores en que se dividió la economía, expresados como fracción del PBI, y una última columna que mide las discrepancias entre el agregado de los PFN de los tres sectores y la restricción de compatibilidad que exige que en todo momento dicha suma sea igual a cero. Como se señala en la nota al pie de página en dicho cuadro, la mayoría de las diferencias se deben a razones de redondeo, pero las cifras correspondientes a 1978 y 1980 exceden el margen razonable atribuible a este concepto.

Cuadro I-12

TENENCIAS PRIVADAS, INTERESES Y DISCREPANCIAS: 1971-1983
(Flujos anuales en millones de dólares corrientes)

Periodo	Discrepancias no ajustadas	Tenencias privadas			Discrepancias ajustadas
		Variación	Intereses devengados	Variación no explicada por intereses	
	(1)	(2)	(3)	(4) = (2) - (3)	(5) = (1) - (4)
1971	558	411	52	359	199
1972	1034	248	58	190	844
1973	204	- 200	98	- 298	502
1974	1342	169	114	55	1287
1975	714	2032	134	1898	- 1184
1976	- 231	96	154	- 58	- 173
1977	- 168	- 487	157	- 644	476
1978	800	- 70 *	208	- 278	1078
1979	1633	- 92 *	278	- 370	2003
1980	5362	1971 *	427	1544	3818
1981	7449	5460 *	1009	4451	2998
1982	2427	4472	1362	3110	- 683
1983	184	2576	1273	1303	- 1119

Fuente: Ver Cuadro III-11.

* Período de vigencia de libertad de transacciones cambiarias.

La verificación de esta compatibilidad es sumamente importante para evitar errores atribuibles a la falta de coherencia de las cifras normalmente publicadas en la Argentina. En particular cabe destacar las siguientes diferencias que surgen de las cifras oficiales: los valores que las cifras del Banco Central muestran bajo el concepto préstamos al tesoro difieren de los valores que el tesoro (a través del Boletín de Tesorería) indica que recibió del Banco Central (en este estudio se utilizaron las cifras del Banco Central). Los redescuentos que las entidades financieras dicen haber recibido del Banco Central difieren de las publicadas en el balance de este último (también se utilizó la información proveniente del Banco Central). Las estadísticas monetarias no incluyen bajo el concepto de activos financieros a los patrimonios líquidos de los bancos, lo que es correcto si lo que se desea es medir algún concepto de agregados monetarios en manos del público, pero se incurre

en un fuerte error si se intenta medir el PFN del sector privado excluyendo dichos fondos líquidos, etc. En diferentes pasajes de este documento se señalan otras mediciones y ajustes que resultaron necesarios para lograr la necesaria compatibilidad y para tener una información lo más completa posible.

Cuadro I-13

PATRIMONIOS FINANCIEROS NETOS SECTORIALES
ANÁLISIS DE CONSISTENCIA: 1970-1983

(como fracción del PBI)

<i>Fin de:</i>	<i>Sector privado</i>	<i>Sector público</i>	<i>Sector externo</i>	<i>Errores y omisiones</i>
1970	1,80	— 9,00 (e)	7,20	0 (e)
1971	5,98	— 17,84 (e)	11,86	0 (e)
1972	3,37	— 15,10 (e)	11,73	0 (e)
1973	8,40	— 15,03	6,65	0,02
1974	9,82	— 15,74	5,94	0
1975	11,63	— 18,85	7,24	0,02
1976	14,39	— 19,69	5,31	0,01
1977	11,39	— 15,15	3,76	0
1978	10,73	— 11,72	1,07	0,08
1	10,71	— 14,06	3,41	0,08
1979	4,90	— 7,91	3,01	0
1980	2,16	— 8,93	6,91	0,14
1981	1,09	— 24,78	23,67	— 0,02
1982	11,13	— 44,51	33,38	0
1983	16,42	— 46,53	30,10	— 0,01

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de los Cuadros: I-6, I-8, y I-10. Los valores correspondientes a errores y omisiones, en su mayor parte, provienen de problemas de redondeo; sin embargo, las cifras de 1978 y 1980 exceden el margen razonable atribuible a problemas de redondeo.

(e) Los datos para el sector público para el período 1970-1972 no provienen del cálculo directo de sus componentes, sino que fueron estimados por diferencia con los resultados correspondientes al sector privado y al sector externo, recordando que la suma de los PFN sectoriales debe ser igual a cero.

En el Cuadro I-13 los datos correspondientes al PFN del sector público para el período 1970-1972 fueron estimados en base a esta relación de consistencia y a la información disponible para los otros dos sectores. Si bien se cuenta con casi toda la información necesaria para obtener directamente las cifras correspondientes al PFN del sector público consolidado para dichos años, la misma no es lo suficientemente completa como para ser incluida en los respectivos cuadros en el capítulo II.

6. *Variaciones anuales de los patrimonios financieros netos sectoriales*

a) *Magnitud de las variaciones*

El Cuadro I-14 muestra las variaciones anuales de los PFN sectoriales medidas a través de las primeras diferencias de las cifras sectoriales del Cuadro I-13. De este cuadro puede extraerse una serie de conclusiones:

i) las cifras de variaciones anuales de los PFN de los distintos sectores son muy significativas y, al reflejar tendencias, son quizás más representativas de los problemas sectoriales que las cifras absolutas. De todos modos, la evaluación de la evolución de un sector requiere el análisis conjunto de las cifras de stocks y de las cifras de variaciones de dichos stocks.

ii) las cifras del Cuadro I-14 están expresadas como fracciones del PBI, por lo que las mismas ya incluyen los efectos de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación así como los derivados de la evolución del PBI a precios constantes.

iii) el sector privado muestra flujos favorables (incrementos del PFN) en los períodos 1971, 1973-1976 y 1982-1983, y flujos negativos en los restantes períodos. Los valores más favorables se registran en 1982 y 1983, y el más desfavorable en 1979.

iv) el sector público muestra flujos ajustados por inflación favorables en 1972-1973 y 1977-1979, y resultados negativos en los demás años. El valor más favorable se registra en 1979 y los más negativos en 1981 y 1982. En la mayoría de los períodos las variaciones patrimoniales del sector público y las del sector privado muestran signos contrarios, indicando una fuerte presunción de transferencias patrimoniales reales entre ambos sectores y mostrando la gran influencia del accionar del sector público sobre la evolución patrimonial del sector privado; más aún, los período de variaciones máximas relativas (negativas y positivas) del PFN tienden a coincidir casi totalmente, aunque con el signo inverso.

v) el sector externo muestra variaciones negativas en su PFN (resultado positivo de la cuenta corriente de la Argentina) en los períodos 1972-1974, 1976-1979 y 1983, y variaciones positivas (cuenta corriente negativa) en los restantes períodos. Como ya se señaló, las cifras de variaciones del endeudamiento y del patrimonio financiero neto del sector externo no coinciden con las cifras oficiales de evolución de la balanza de pagos.

b) *Transferencias intersectoriales nominales*

Si bien en la sección anterior se insinuaron algunas posibles direcciones de transferencias intersectoriales, el tema es de tal importancia que requiere un tratamiento más formal.

Cuadro I-14

PATRIMONIOS FINANCIEROS NETOS SECTORIALES

VARIACIONES ANUALES: 1971-1983

(como fracción del PBI)

Periodo	Sector privado	Sector público	Sector externo	Errores y omisiones
1971	4,18	- 8,84 (e)	4,66	0 (e)
1972	- 2,61	2,74 (e)	- 0,13	0 (e)
1973	5,02	0,07	- 5,08	0,01
1974	1,42	- 0,73	- 0,71	- 0,02
1975	1,81	- 3,09	1,31	0,03
1976	2,77	- 0,84	- 1,94	- 0,01
1977	- 3,00	4,54	- 1,54	0
1978	- 0,66	3,43	- 2,69	0,08
1979	- 5,83	6,15	- 0,40	- 0,08
1980	- 2,74	- 1,02	3,90	0,14
1981	- 1,07	- 15,85	16,76	- 0,16
1982	10,03	- 19,73	9,70	0
1983	5,29	- 2,02	- 3,28	- 0,01

Fuente: Elaboración propia en base a los datos del Cuadro I-13.

(e) Los datos correspondientes al sector público, para el período 1970-1972, no provienen del cálculo directo de sus componentes, sino que fueron estimados por diferencia con los resultados correspondientes al sector privado y al sector externo, recordando que la suma de los PFN sectoriales debe ser igual a cero. Como la serie de deuda externa pública fue modificada en 1978, sin que se reconstruyera la serie para años anteriores, esta situación plantea dificultades para el cálculo de los flujos anuales; la solución adoptada fue la de calcular los flujos, hasta 1978 inclusive, en base a la serie anterior, y los flujos a partir de 1979 en base a la nueva serie.

En un trabajo anterior,² se explora una posible alternativa para medir las transferencias intersectoriales sobre la base de la información disponible en materia de flujos de egresos-ingresos y variaciones patrimoniales. Básicamente, dicho esquema parte de la ecuación (1):

$$(X - M) = (Y - T - EPr.) + (T - G) \quad (1)$$

y subdividiendo el gasto privado (EPr.) entre gastos en bienes exportables [$x(P)$], bienes importables [$M(P)$] y bienes no comerciables internacionalmente [$N(P)$]; subdividiendo el gasto público (G) también entre gastos en salarios [$W(G)$], en bienes exportables [$x(G)$], importables producidos en el país [$m(G)$], importaciones [$M(G)$] y no comerciables [$N(G)$]; identificando los flujos netos de intereses y distinguiendo entre los flujos de intereses abonados por el sector público al sector privado [$I(G)$] por las tenencias netas de instrumentos nacio-

² Arriazu, R., A. M. Leone y R. López Murphy; "Políticas macroeconómicas y endeudamiento privado. Aspectos Analíticos" en *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, 1987.

nales, los intereses abonados por el sector externo al sector privado [$I^*(P)$] (generalmente negativos) y los intereses abonados por el sector externo al sector público [$I^*(G)$] (también generalmente negativos), es posible definir los siguientes conceptos:

$$[W(G) + x(G) + m(G) + N(G + I(G) - T)] = A \quad (2)$$

$$[X(P) - M(P) + I^*(P)] = B \quad (3)$$

$$[I^*(G) - M(G)] = C \quad (4)$$

en donde A mide las transferencias nominales del sector público al sector privado, B mide las transferencias nominales del sector externo al sector privado y C mide las transferencias nominales del sector externo al sector público. En base a las relaciones (2) al (4) la ecuación (1) puede ser reescrita del siguiente modo:

$$(B + C) = (A + B) + (-A + C) \quad (1')$$

de donde:

$$\text{Var. PFN Sector Privado} = A + B \quad (5)$$

$$\text{Var. PFN Sector Público} = -A + C \quad (6)$$

$$\text{Var. PFN Sector Externo} = -B - C \quad (7)$$

Estas relaciones permiten identificar claramente la dirección y magnitud de las transferencias patrimoniales intersectoriales nominales que se producen entre $t = 0$ y $t = T$. Si bien no existe información detallada de cada uno de estos elementos, la información disponible es lo bastante amplia como para que a través de cálculos indirectos se puedan cuantificar en forma aproximada los valores de A, B y C. Este método indirecto parte de los datos disponibles de la posición externa neta de los sectores público y privado, cuyas variaciones corresponden aproximadamente a los valores de B y C. En base a estos datos y las mediciones de las variaciones del PFN del sector público (o del sector privado) es posible estimar el valor de A a través de la simple diferencia entre dichas variaciones y el valor de C (o la diferencia entre la variación del PFN del sector privado y el valor de B).³

Para comprobar la corrección de estas estimaciones basta con com-

³ Los valores de B y C estimados mediante este procedimiento pueden no corresponder exactamente con los verdaderos cuando el sector público y/o el sector privado modifican su posición externa neta no como respuesta a desequilibrios en sus transacciones externas sino como consecuencia de alteraciones en la composición de sus activos y pasivos financieros entre instrumentos en moneda nacional e instrumentos en monedas extranjeras. La información disponible acerca de los flujos de importaciones y de intereses netos con el exterior no identifica los sectores de origen de dichos flujos, por lo que los cálculos solo pueden ser aproximados.

parar las variaciones del PFN del sector privado (sector público) estimadas a través de la suma de A y B, con las mediciones de dichas variaciones incluidas en el cuadro I-9. El cuadro I-15 muestra los valores estimados de A, B y C para el período bajo estudio.

Para medir las transferencias intersectoriales ajustadas por inflación es necesario modificar las ecuaciones (5) a (7) de modo tal que dichos valores reflejen los resultados de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación. En el párrafo que sigue se muestran dichas modificaciones.

Definiendo el PFN al final del período i [PFN (i)] y el nivel general de precios al final del mismo período i [P(i)], es posible medir las variaciones de los PFN durante el período, expresadas en moneda constante, [Var. PFN* (1)] mediante la siguiente relación:

$$\begin{aligned} \text{Var. PFN}^*(1) &= [\text{PFN} (1)/\text{P}(1)] - [\text{PFN}(0)/\text{P}(0)] \\ &= [\text{PFN} (1)/\text{P}(1)] - [\text{PFN}(0) \times \text{P}(0) \\ &\quad \times (1 + \text{Var. P})]/[\text{P}(0) \times \text{P}(1)] \\ &= [\text{PFN} (1) - \text{PFN}(0)]/\text{P}(1) - [\text{PFN}(0) \times \\ &\quad \text{P}(0)/\text{P}(0)] \times [\text{Var. P}/\text{P}(1)] \end{aligned}$$

en donde el primer término mide los flujos nominales expresados en moneda constante y el segundo término mide el ajuste del PFN inicial como consecuencia de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación. La misma relación puede ser escrita expresando sus términos como fracción del PBI (Y), procedimiento que además de ajustar las cifras por los efectos de la inflación también las ajusta por las variaciones en el nivel de actividad económica.

$$\text{Var. PFN}'(1) = [\text{PFN}(1) - \text{PFN}(0)]/Y(1) - [\text{PFN}(0)/Y(0)] \times [\text{Var. Y} \times Y(0)/Y(1)]$$

en base a la cual podemos definir:

$$A' = A/Y(1) - [F(P,G)/Y(0)] \times [\text{Var. Y} \times Y(0)/Y(1)] \quad (8)$$

$$B' = B/Y(1) - [F(P,E)/Y(0)] \times [\text{Var. Y} \times Y(0)/Y(1)] \quad (9)$$

$$C' = C/Y(1) - [F(G,E)/Y(0)] \times [\text{Var. Y} \times Y(0)/Y(1)] \quad (10)$$

en donde $F(i,j)$ = Posición financiera neta del sector i en relación al sector j ; para i,j = P (sector privado), G (sector público) y E (sector externo). En base a estas relaciones podemos medir:

$$\text{Var. PFN}' \text{ Sector Privado} = A' + B' \quad (11)$$

$$\text{Var. PFN}' \text{ Sector Público} = -A' + C' \quad (12)$$

$$\text{Var. PFN' Sector Externo} = -B' - C' \quad (13)$$

Para cuantificar los valores de A', B' y C' se puede utilizar el mismo procedimiento que se utilizó para calcular A, B y C. Es importante reiterar que dichas mediciones son aproximadas puesto que no incorporan los efectos de posibles variaciones en los portafolios de los respectivos sectores. El cuadro I-16 muestra dichas mediciones para el periodo bajo estudio.

Estas estimaciones muestran los frecuentes cambios de dirección de las transferencias intersectoriales cuando se las mide incluyendo los efectos de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación y los ajustes derivados de las fluctuaciones en los niveles reales de actividad económica.

Cuadro I-15

TRANSFERENCIAS INTERSECTORIALES NOMINALES ESTIMADAS

FLUJOS NOMINALES ANUALES: 1971-1983

Periodo	Del sector público al sector privado		Del sector externo al sector privado		Del sector externo al sector público	
	En pesos corrientes (A)	Como % del PBI (A/Y)	En pesos corrientes (B)	Como % del PBI (B/Y)	En pesos corrientes (C)	Como % del PBI (C/Y)
1971	8.6	5.68	- 1.4	- 0.94	- 9.3	- 6.15
1972	6.9	2.72	- 7.3	- 2.89	- 4.4	- 1.76
1973	26.7	7.06	- 3.5	- 0.92	7.9	2.09
1974	30.8	5.19	- 4.3	- 0.73	- 5.8	- 0.97
1975	263.1	9.71	- 6.8	- 0.25	- 154.2	- 5.69
1976	1168.8	10.18	141.7	1.23	- 554.9	- 4.83
1977	2350.6	7.61	- 484.3	- 1.57	- 70.0	- 2.25
1978	5432.0	3.13	- 829.8	- 1.10	1881.4	1.56
1					- 1773.3	- 2.34
1979	9939.3	5.31	- 8886.3	- 4.75	5836.4	3.12
1980	3951.9	1.25	- 5634.9	- 1.63	- 12560.5	- 3.64
1981	42943.5	5.01	- 41095.5	- 4.79	- 138021.8	- 16.10
1982	320519.6	9.54	44236.4	1.32	- 962672.9	- 28.65
1983	1679095.4	9.24	932047.0	5.13	- 5281181.8	- 29.06

Fuentes: Los valores de B y C fueron calculados en base a los datos del cuadro I-9, convertidos a moneda nacional multiplicando los valores en dólares por el tipo de cambio financiero oficial de fines de periodo y midiendo la variación de dichos valores, período a período. Los valores correspondientes a A fueron estimados en base a la fórmula descrita utilizando la Var. PFN del sector privado; los mismos cálculos efectuados en base a la Var. PFN del sector público muestran resultados ligeramente distintos por problemas de redondeos y de inconsistencia de cifras. Los valores A, B y C miden las transferencias nominales incluyendo ajustes y revaluaciones de los valores nominales y por lo tanto es una definición más amplia de transferencias nominales que la usual basada en los flujos sin ajustes y revaluaciones. Los valores expresados como fracción del PBI nominal no son valores ajustados por inflación sino que muestran una forma alternativa de expresar valores nominales, la que será de utilidad cuando se midan los valores ajustados por inflación.

De las mismas pueden extraerse las siguientes conclusiones:

a) cuando las transferencias se miden en términos nominales, el sector privado aparece como recibiendo permanentemente transferencias del sector público y transfiriendo recursos al sector externo, mientras que las transferencias del sector externo al sector público son un poco más inestables, aunque con una tendencia a que las transferencias tengan lugar del sector público al sector externo.

Cuadro I-16

TRANSFERENCIAS INTERSECTORIALES REALES ESTIMADAS
FLUJOS ANUALES: 1971-1983

(Como fracción del PBI)

Período	Transferencias		
	Del sector público al sector privado	Del sector externo al sector privado	Del sector externo al sector público
	(A')	(B')	(C')
1971	3.85	0.33	-4.99
1972	-1.11	-1.50	1.64
1973	4.28	0.73	4.36
1974	0.63	0.80	-0.09
1975	-0.61	2.42	-3.72
1976	0.78	2.00	-0.59
1977	-0.80	-2.19	3.74
1978	-0.35	-0.39	3.08
1979	-1.94	-3.81	4.21
1980	-3.71	0.83	-4.73
1981	1.15	-2.07	-14.69
1982	3.78	6.25	-15.95
1983	-0.14	5.43	-2.07

Fuentes: Elaboración propia en base a la información de los cuadros I-8 y I-10 y las ecuaciones (8) y (13).

b) sin embargo, cuando las transferencias se miden en moneda constante los signos no son tan inequívocos puesto que, ajustados por los efectos de la inflación, dichos valores incluyen el llamado "impuesto inflacionario", con lo que los resultados son más ambiguos, con muchos períodos en los que el sector público recibe transferencias del sector privado (superávit en el presupuesto consolidado ajustado por inflación), mientras que en otros el déficit persiste (lo que indica que el impuesto inflacionario no alcanzó a compensar el déficit nominal).

Del mismo modo, las transferencias desde y hacia el sector externo muestran un signo más ambiguo, con una tendencia a que el sector privado reciba transferencias del exterior (superávit en la cuenta corriente del sector privado) y una tendencia a que el sector público transfiera recursos reales al exterior (déficit en cuenta corriente).

c) el concepto de "transferencias reales" hacia, y del, exterior es distinto al tradicional, pues debe interpretarse como transferencias patrimoniales ajustadas por inflación y no como una transferencia de bienes y servicios (en realidad una transferencia de bienes y servicios reales desde el exterior al país genera una transferencia patrimonial "real" del país al exterior).

d) las mediciones de las transferencias de, y hacia, el exterior en un período determinado están significativamente influenciadas por las fluctuaciones en el tipo de cambio real.

7. Factores explicativos de las variaciones en los PFN sectoriales

En la sección anterior se mostró la evolución, durante el período 1974-1983, de los PFN de los distintos sectores de la economía, así como la de los diversos activos y pasivos financieros que los componen y determinan. En esta sección se examinará la importancia relativa de los diversos factores que ayudan a explicar tanto la evolución relativa de tales PFN como las transferencias patrimoniales intersectoriales implícitas en dicha evolución. El análisis se centrará en el examen de los factores explicativos de la evolución del PFN del sector privado; sin embargo, del mismo deberían también surgir con claridad los factores explicativos de la evolución del PFN de los demás sectores. La metodología de análisis ya fue descrita en detalle (véase Arriazu, Leone y López Murphy, op. cit.) y se basa en la medición de los factores que dan origen a las variaciones en el endeudamiento neto del sector privado, es decir: variaciones en el ritmo de acumulación de capital físico en el país (inversiones), variaciones en el nivel de los desequilibrios operativos (ingresos menos gastos corrientes), y variaciones en el ritmo de acumulación de capital físico en el exterior (compra de bienes reales, registradas o no, en el exterior). En las secciones que siguen se examinan cada uno de estos factores.

a) *Inversión y variaciones del PFN*

El primer aspecto importante a considerar al evaluar los posibles factores causantes de las variaciones en los niveles del endeudamiento —y, consecuentemente, en los PFN— sectoriales es el relativo a las variaciones en los niveles de inversión, en el país, de cada sector. En esta sección se examinará exclusivamente la contribución de las variaciones en los niveles de inversión del sector privado a la explicación de las variaciones del PFN del sector, puesto que los efectos de las fluctuaciones en los niveles de inversión del sector público serán estu-

diados en conjunto con las fluctuaciones de los demás gastos del sector público, y las variaciones en la inversión directa externa no forman parte de los factores explicativos de las transferencias patrimoniales medidas a través de las variaciones en los PFN.

Al encarar el tema es necesario recordar que las variaciones en los niveles de inversión de un sector no tienen necesariamente que reflejarse en variaciones de su PFN, puesto que, en parte o en su totalidad, dichas inversiones pueden haber sido financiadas tanto por la generación interna de fondos por parte de las empresas como por los ahorros de otros subsectores dentro del sector privado. Sin embargo, modificaciones significativas en la propensión a invertir del sector pueden originar variaciones en sus PFN, cuando las mismas no van acompañadas por variaciones significativas, y del mismo signo, en los niveles de ahorro interno (y viceversa).

A pesar de que el procedimiento más directo y sencillo para medir estos efectos sería el de medir la brecha entre la inversión y el ahorro privado, este procedimiento tendría el inconveniente de desdeñar la valiosa información que proveen las respectivas series individuales al mismo tiempo que se confundirían las variaciones en el endeudamiento originadas en variaciones en los portafolios financieros del sector con las variaciones originadas en desequilibrios operativos o en excesos de gastos corrientes con respecto a los ingresos.

En consecuencia, el procedimiento utilizado para la medición del posible impacto de las fluctuaciones en los niveles de inversión sobre los PFN del sector privado consiste en medir la tendencia de largo plazo de la inversión privada, en diversas unidades de cuenta, para luego medir los desvíos de los niveles anuales de inversión con respecto a dicha tendencia.

Los resultados mostraron que, de todas las unidades de cuenta, la que mejor se presta a este tipo de análisis es la que mide los niveles de inversión como fracción del PBI, puesto que la tendencia de largo plazo de esta relación muestra una llamativa estabilidad. Desde 1950 a la fecha, la inversión privada —medida como fracción del PBI— promedia el 13%, cifra que se mantiene cuando se miden dichos promedios década a década y también durante el período bajo análisis, aunque con una levisísima tendencia al alza. Naturalmente los valores anuales muestran significativos desvíos frente a esta tendencia, pero nunca por períodos prolongados. En base a esta tendencia, se definieron los desvíos anuales definidos como la diferencia entre los niveles efectivamente registrados durante cada año y dicha tendencia.

Tal como se señaló anteriormente, dichos desvíos no deben necesariamente reflejarse en variaciones en los PFN si las mismas son compensadas por variaciones en los niveles de ahorro. La metodología utilizada en este documento permite captar tales variaciones compensadoras en otras mediciones. En efecto: si tales variaciones se materializan dentro de las empresas, ellas serían detectadas al evaluar los resultados operativos netos de las mismas, y si se originasen en el

sector de familias, ellas serían detectadas al examinar la evolución de los salarios y del consumo.

El cuadro I-17 muestra los desvíos anuales, medidos como fracción del PBI, de los flujos privados de inversión en relación con el promedio de largo plazo (13%). Dichos desvíos constituyen la base de posibles variaciones en el PFN del sector y en base a ellos se elaboró una serie de los saldos acumulados de dicho endeudamiento potencial. El cuadro incluye también las variaciones anuales en los niveles de endeudamiento neto (concepto equivalente al del PFN, pero con signo inverso) efectivamente registradas. Las últimas dos columnas muestran la serie acumulada del endeudamiento potencial estimado (atribuido a variaciones en los niveles de inversión) y la serie acumulada de endeudamiento neto efectivo, a partir de 1971.

Naturalmente, es casi imposible esperar que ambas series coincidan, pues de hacerlo implicaría que la totalidad de las variaciones en el nivel de endeudamiento puede ser explicada por la evolución de la variable inversión, y que el resto de las variables explicativas no tiene ninguna importancia.

El examen de las cifras del Cuadro I-17 nos permite extraer varias conclusiones. En ocho de las catorce observaciones registradas, el signo de las variaciones estimadas en la deuda potencial y el signo de las variaciones efectivamente registradas en el endeudamiento privado coinciden.

No siendo la inversión la única variable explicatoria de las variaciones del PFN del sector, es casi imposible esperar que dichas variaciones en los niveles de inversión permitan explicar totalmente las variaciones en los niveles de endeudamiento. Por el contrario, es de esperar que la contribución de otros factores sea como mínimo tan importantes como la de los niveles de inversión y que en muchos períodos la influencia de otros elementos (de signo contrario) más que compense la influencia de la variable inversión. Esto queda bastante claro cuando comparamos las dos últimas columnas, en donde se muestra la evolución del endeudamiento potencial acumulado y la del efectivamente registrado, desde 1971: mientras las cifras de endeudamiento neto potencial basadas en la evolución de los niveles de inversión muestran que dicho endeudamiento neto debería haber crecido —como consecuencia del comportamiento de la inversión privada— en un monto equivalente al 3% del PBI desde 1971 a 1983 —a pesar de la caída en los niveles de inversión en el período 1981-1983—, en la realidad dicho endeudamiento neto se redujo significativamente durante dicho período.

Sin embargo, en dicha serie podemos distinguir tres períodos claramente diferenciados. Un primer período, que va desde 1971 a 1976 inclusive, donde los datos muestran un incremento en el endeudamiento potencial mientras que el endeudamiento efectivo decrece, con tres años en los que las diferencias entre el endeudamiento potencial y el efectivo son significativas —1973, 1975 y 1976—. Más adelante, en esta misma sección, se verá que durante dicho período los shocks

Cuadro I-17

INVERSIONES Y VARIACIONES PATRIMONIALES DEL SECTOR PRIVADO
(Medidas como fracciones del PBI)

Período	Inversión Privada (1)	Desvíos de la Inversión con respecto al promedio del período (2) = (1) - 13.0	Endeudamiento privado neto		
			Variaciones Efectivamente Observadas (3)	Variación Potencial Acumulada (4)	Variaciones Acumuladas Endeudamiento Neto Efectivo (desde 1971) (5)
1971	13.57	0.57	- 4.18	0.57	- 4.18
1972	12.92	- 0.08	2.61	0.49	- 1.57
1973	12.64	- 0.36	- 5.02	0.13	- 6.59
1974	12.70	- 0.30	- 1.42	- 0.17	- 8.01
1975	16.25	3.25	- 1.81	3.08	- 9.82
1976	15.31	2.31	- 2.77	5.39	- 12.59
1977	15.26	2.26	3.00	7.65	- 9.59
1978	13.02	0.02	0.66	7.67	- 8.93
1979	14.59	1.59	5.83	9.26	- 3.10
1980	16.22	3.22	2.74	12.48	- 0.36
1981	11.24	- 1.76	1.07	10.72	0.71
1982	10.88	- 2.12	- 10.03	8.60	- 9.32
1983	8.10	- 4.90	- 5.29	3.70	- 14.61

Fuentes: Elaboración propia en base a datos del BCRA y a estimaciones de los cuadros previos.

(4) Variaciones acumuladas de la columna (2)

(5) Variaciones acumuladas de la columna (3)

externos —términos del intercambio y tasas internacionales de interés— fueron netamente favorable a la Argentina, y si además recordamos que 1971 y 1976 fueron años de licuación de pasivos, podría concluirse que ambos factores contribuyeron a explicar este comportamiento del endeudamiento. El segundo período, que va desde 1977 a 1980, muestra mucho mayor consistencia puesto que la serie potencial muestra un incremento de 7.1%, mientras que el endeudamiento efectivo se incrementó en un 12.2%. Los últimos tres años no plantean en conjunto mayores problemas, aunque la disminución que muestra la serie de endeudamiento potencial fue superada en la práctica por la caída en el endeudamiento neto efectivo como resultado de una nueva licuación de pasivos. Estos efectos deberían quedar más claramente identificados al evaluar, por ejemplo, el impacto de las tasas reales de interés.

a) Déficit operativo, consumo y transferencias patrimoniales

El segundo factor explicativo a examinar es el relativo a la influencia de los déficit operativos (ingresos menos gastos corrientes en el caso de las empresas, e ingresos menos consumo en el caso de las familias) en la evolución del endeudamiento neto del sector privado. La medición de estos elementos no es sencilla puesto que la información disponible no es completa y, en muchos períodos, es inconsistente. Adicionalmente, la forma en que la misma se encuentra publicada no es la adecuada para nuestros fines. En las subsecciones que siguen se muestra la evolución de cada uno de los elementos que interesan a nuestro análisis.

i) *Impuestos explícitos e inflacionarios*

La evaluación del impacto del accionar del sector público, a través de su política de gastos y de impuestos sobre el patrimonio financiero neto del sector privado, plantea numerosas dificultades, pero por suerte ninguna de un carácter insalvable.

Tal como se indica en la sección II, las interrelaciones entre el accionar del sector público y del sector privado son numerosas y requieren una cuidadosa evaluación antes de poder llegar a conclusiones definitivas sobre el tema. Sin embargo, en base al análisis de la sección II, es posible extraer las siguientes conclusiones:

— Todo impuesto, o tarifa de servicio público, abonado por el sector privado al sector público, reduce —tomado aisladamente— la capacidad de gasto del sector privado y genera una transferencia patrimonial del sector privado al sector público.

— Una porción del gasto público está constituida por una transferencia directa del sector público al sector privado (sueldos, jubilaciones, intereses netos abonados o percibidos sobre instrumentos financieros nacionales, transferencias unilaterales, etc.), las que producen efectos exactamente opuestos a los descritos en el párrafo anterior, por lo que para medir los efectos netos de dichas acciones es necesario evaluarlos en forma neta.

— El flujo neto de intereses abonados al exterior (incluyendo aquellos implícitos en las modificaciones en el precio del oro) abonado por el sector público, constituye un gasto público equivalente a cualquier gasto en bienes y servicios.

— Los flujos de intereses entre los sectores público y privado, financiados mediante impuestos, no dan lugar a transferencias netas aunque sí pueden dar lugar a transferencias dentro del sector privado. Estos flujos son importantes cuando se pretende medir la evolución del PFN del sector empresario en relación con la del sector no empresario, pero se netean cuando se analiza el sector privado como un todo.

— Los resultados netos de la exposición de los instrumentos financieros del sector público a la inflación (a los que podríamos llamar "impuesto inflacionario neto", en un sentido amplio del término) producen los mismos resultados que los impuestos (si el resultado neto es favorable al gobierno) y que las transferencias (si el resultado neto fuese desfavorable), por lo que al evaluar las transferencias patrimoniales deben ser tomados en consideración.

— El accionar del BCRA, a través de su política financiera, produce como resultados transferencias entre el sector público y el sector privado (generalmente desfavorables al gobierno); que deben ser tomadas plenamente en cuenta al efectuar la medición de dichas transferencias.

— El gasto en insumos por parte de las empresas del Estado está incluido en el presupuesto como gasto corriente, pero se netean al calcular el consumo del gobierno en las cuentas nacionales.

El Cuadro I-18, muestra la evolución del gasto del sector público no financiero en el período 1960-1983 —medido como fracción del PBI—, tal como lo muestran las cifras oficiales, clasificado en función del destino de dicho gasto con el objetivo de facilitar la medición de las transferencias intersectoriales. El período de cobertura de la información, excede completamente el período base de este estudio, con el fin de poder evaluar la evolución de tal gasto desde el punto de vista de una perspectiva de más largo plazo.

Este cuadro todavía plantea el inconveniente de que el rubro intereses incluye tanto intereses de instrumentos financieros nacionales como intereses sobre instrumentos externos, cuyas repercusiones desde el punto de vista patrimonial son totalmente diferentes. Para remediar esta situación fue necesario estimar los flujos netos de intereses con el exterior. El Cuadro I-19 muestra dicha estimación.

Combinando la información sobre gasto del sector público en bienes y servicios (columna 2) del Cuadro I-18 con la correspondiente a las inversiones del sector público (columna 3 del mismo cuadro) y con las transferencias netas al exterior en concepto de intereses (última columna del Cuadro I-19), estamos en condiciones de estimar el total del gasto del sector público no financiero neto de transferencias al sector privado nacional. Para medir el total de impuestos netos (incluyendo el resultado neto del accionar del Banco Central, el resultado de la exposición a la inflación y excluyendo el monto de impuestos que financia transferencias al propio sector privado), basta con comparar este total con las variaciones anuales del PFN del sector público (columna 2 del Cuadro I-5), puesto que dichas variaciones patrimoniales deben reflejar el resultado neto del accionar del sector público. El Cuadro I-20 muestra la evolución de dichos conceptos durante el período bajo estudio.

Este cuadro, por su importancia, merece una aclaración adicional. De la restricción presupuestaria del sector público podemos derivar la siguiente identidad:

$$\begin{aligned} & \text{Impuestos explícitos} + \text{"Impuesto Inflacionario"} + \text{Resultado} \\ & \text{operaciones BCRA} - \text{Gasto Corriente} - \text{Gasto de Inversión} \\ & = \text{Var. PFN Sector Público} \end{aligned}$$

y en donde el concepto de Impuestos explícitos incluye los ingresos en concepto de tarifas de los servicios públicos.

Si deducimos de los gastos la contrapartida de transferencias al sector privado y deducimos de los ingresos una suma equivalente, encontramos que:

Cuadro I-18
GASTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 1960-1983
(Medido como porcentaje del PBI)

Período	En personal y jubilaciones	Gastos corrientes en bienes y servicios reales	Inversión real	Intereses y otros	Total
1960	16.77	8.20	8.83	1.58	35.38
1961	18.00	8.04	8.74	2.97	37.75
1962	19.95	8.15	7.79	2.97	38.86
1963	20.11	8.64	7.23	2.46	38.44
1964	20.35	7.41	6.72	1.36	35.84
1965	19.20	6.23	5.66	1.73	32.82
1966	20.92	6.62	5.38	2.48	35.40
1967	21.11	6.89	7.04	3.11	38.15
1968	20.35	7.05	7.79	2.26	37.45
1969	19.36	6.87	7.84	2.34	36.41
1970	20.82	7.33	8.53	2.41	39.09
1971	20.50	6.76	8.18	2.70	38.14
1972	18.59	7.10	8.81	2.66	37.16
1973	22.24	6.86	8.44	3.30	40.84
1974	24.68	9.23	9.22	4.49	47.62
1975	22.89	9.18	9.95	4.08	46.10
1976	16.86	11.10	12.39	3.79	44.14
1977	15.83	10.43	13.53	4.13	43.92
1978	20.12	11.57	13.55	4.96	50.20
1979	20.76	10.80	11.44	4.84	47.84
1980	24.51	10.35	10.68	4.96	50.50
1981	25.76	11.88	10.39	6.69	54.72
1982	16.26	11.13	7.95	4.46	39.80
1983	18.64	12.16	7.90	5.17	43.87
Promedio 60/70	19.72	7.40	7.40	2.33	36.87
Promedio 71/83	20.59	10.46	10.19	4.33	45.57

Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados en "El Gasto Público en la Argentina: 1960-1983"; Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL); mayo, 1985.

Gasto Público (Neto de Transferencias) + Var. PFN Sector Público = Impuestos netos

concepto que mide la verdadera transferencia de recursos reales del sector privado al sector público.

Cuadro I-19
INTERESES EXTERNOS PERCIBIDOS Y ABONADOS POR EL SECTOR PÚBLICO: 1971-1983

Período	Intereses devengados reservas	Intereses en oro implícitos	Intereses devengados deuda ext.	Flujo neto de intereses devengados	Como fracción PBI
	(En millones de dólares)			(En millones de dólares)	
1971	33	23	136	- 80	- 0.35
1972	58	93	166	- 15	- 0.07
1973	112	123	165	70	0.20
1974	133	297	191	239	0.49
1975	119	- 185	215	- 281	- 0.53
1976	96	- 22	298	- 224	- 0.58
1977	169	126	303	- 8	- 0.02
1978	345	262	482	125	0.19
1979	815	1266	632	1449	1.37
1980	1195	339	884	650	0.43
1981	885	- 839	2169	- 2123	- 2.35
1982	523	260	3111	- 2328	- 4.14
1983	440	- 329	3923	- 3812	- 5.86

Fuente: Elaboración propia en base a los saldos de reservas y deuda pública.

Sin embargo, antes de poder extraer conclusiones del Cuadro I-20, debemos tomar en consideración lo expuesto en el Cuadro I-11 en el sentido de que la mayor parte de las discrepancias que muestran las cifras de endeudamiento externo del sector público no monetario, en relación con las correspondientes cifras de flujos de capitales no compensatorios de la balanza de pagos, parece originarse en operaciones no registradas del sector público (operaciones secretas), por lo que parece poco probable que las cifras presupuestarias registren como gasto la contrapartida de dicho endeudamiento. Por esta razón las cifras de gastos de los Cuadros I-19 y I-29, y las estimaciones de impuestos implícitos que muestra la última columna del Cuadro I-20, deben ser ajustadas para tomar en cuenta dichos gastos y su financiamiento. El Cuadro I-21 muestra dichos ajustes:

Cuadro I-20

GASTO PÚBLICO, IMPUESTOS Y VARIACIONES PATRIMONIALES: 1971-1983
Flujos anuales medidos como fracción del PBI

Periodo	Gasto público neto de transferencias				Variación PFN Sector Público	Impuestos implícitos Netos de Transferencias
	Total	Bienes y Servicios	Inversiones	Intereses Externos		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (5) + (1)
1971	15.29	6.76	8.18	0.35	- 8.84	6.45
1972	15.98	7.10	8.81	0.07	2.74	18.72
1973	15.10	6.86	8.44	- 0.20	0.07	15.17
1974	17.96	9.23	9.22	- 0.49	- 0.71	17.25
1975	19.66	9.18	9.95	0.53	- 3.11	16.55
1976	24.07	11.10	12.39	0.58	- 0.84	23.23
1977	23.78	10.43	13.53	0.02	4.54	19.24
1978	24.93	11.57	13.55	- 0.19	3.43	28.36
1979	20.87	10.80	11.44	- 1.37	6.15	27.02
1980	20.60	10.35	10.68	- 0.43	- 1.02	19.58
1981	24.62	11.88	10.39	2.35	- 15.86	8.77
1982	23.22	11.13	7.95	4.14	- 19.73	3.49
1983	25.92	12.16	7.90	5.86	- 2.02	23.90

Fuente: Elaboración propia en base a los Cuadros I-13 y I-19. La columna (1) proviene de la suma de las columnas (2), (3) y (4). Las columnas (2) y (3) provienen del Cuadro I-18, y la columna (4) del Cuadro I-19. La columna (5) proviene del Cuadro I-12 y la última columna proviene de la adición de las columnas (5) y (1).

De las cifras del Cuadro I-21 podemos extraer las siguientes conclusiones:

— El verdadero sacrificio de recursos reales, implícito en el financiamiento del gasto público por parte del sector privado, está medido por el mencionado concepto de "impuestos implícitos netos de trans-

ferencias", que incluye no solamente los impuestos explícitos (netos de transferencias), sino también el resultado del accionar del BCRA y el resultado de la exposición a la inflación de la totalidad de los activos y pasivos financieros del sector público.

— Dichas transferencias tienden a fluctuar ampliamente de año a año, dependiendo su magnitud tanto de la política fiscal del sector público no financiera como de los resultados de las políticas macroeconómicas, de la evolución de las tasas reales de interés, y de las políticas financieras del BCRA.

Cuadro I-21

GASTOS NO REGISTRADOS E IMPUESTOS IMPLÍCITOS: 1971-1983
Flujos anuales medidos como fracción del PBI

Período	Discrepancias cifras s. externo sector público no monetario	Discrepancias ajustados con asignación revisión 1978	Gasto total neto de transferencias ajustado	Impuestos implícitos netos de transferencias ajustados
1971	- 0.40	—	15.29	6.51
1972	- 0.17	—	15.98	18.97
1973	- 0.19	—	15.10	15.41
1974	0.76	0.76	18.72	18.06
1975	- 0.67	—	19.66	16.88
1976	0.24	0.24	24.31	23.79
1977	1.05	1.05	24.83	20.81
1978	0.14	1.32	26.25	29.97
1/	2.89	—	—	—
1979	2.53	2.53	23.40	29.43
1980	1.74	1.74	22.34	21.85
1982	6.99	6.99	25.51	10.20
1983	0.27	0.27	30.21	10.48
1981	0.89	0.89	26.19	24.17

Fuente: Elaboración propia en base a las cifras de los Cuadros I-10 y I-20. La asignación del ajuste de las cifras de deuda externa del sector público no monetario se realizó en base a las cifras de discrepancias negativas (poco probable) y el resto se asignó a 1978, lo que posiblemente exagere los flujos de dicho período y subestime los de 1974-1977.

— A pesar de dichas fluctuaciones, resulta claro que el monto de dichos impuestos netos, medidos como fracción del PBI, ha crecido enormemente durante el período bajo estudio en comparación con los vigentes en la década de 1960. La observación de las cifras de gasto corriente y gasto de inversión en el Cuadro I-18, conjuntamente con el conocimiento de los reducidos pagos netos de intereses al exterior durante dicho período y los menores niveles de inflación durante el mismo, permite afirmar que el promedio del "gasto público neto de transferencias" durante dicha década fluctuó alrededor del 15% del PBI.

— Para cuantificar la contribución de dichas transferencias al endeudamiento neto del sector privado es necesario comparar la magnitud de dichas transferencias en relación con las vigentes en el pasado y en relación con el ahorro del sector privado. Un método indirecto pero más sencillo consiste en examinar la evolución de la deuda neta privada y de las mencionadas transferencias durante la década de 1960, y plantear que si ambos conceptos se comportaron en forma relativamente

estable se verificaría la hipótesis de que el sector privado habría adecuado, durante la mencionada década, su nivel de gasto para hacer frente a las mencionadas transferencias, sin necesidad de recurrir al endeudamiento neto. Si examinamos la evolución de la deuda externa total en el transcurso de la década de 1960 (no incluida en este estudio), podemos observar que el monto nominal de la misma permaneció relativamente constante a lo largo de la década, lo que adicionado a la relativa estabilidad del gasto público neto de transferencia nos permite afirmar que existen indicios de que la hipótesis planteada es correcta. Esta metodología permite cuantificar la contribución de los impuestos implícitos netos al endeudamiento neto privado mediante la simple medición de los desvíos de dichos impuestos en relación con el mencionado promedio del 15%.

ii) *Consumo, ahorro y variaciones en el endeudamiento neto*

En el último punto de la sección anterior se planteó una metodología de medición de la contribución de los déficit operativos (consumo más impuestos implícitos netos más flujos de intereses netos hacia el exterior en relación a los ingresos) al endeudamiento neto del sector privado. Para ello basta con medir la dispersión de los niveles de consumo privado y de los impuestos implícitos netos en relación con niveles considerados "normales" (68% en el caso del consumo privado y 15% en el de los impuestos, ambos medidos como fracciones del PBI). El Cuadro I-22 muestra dichos desvíos para el periodo 1971-1983.

Este cuadro muestra la evolución de los distintos gastos que componen el rubro de "gastos corrientes" derivados por un lado de las cuentas nacionales y por el otro de mediciones propias de la evolución de los impuestos implícitos netos y de los flujos netos de intereses hacia, y del, exterior. Sin embargo, antes de extraer conclusiones de estas cifras, es necesario señalar algunos problemas que las mismas plantean:

— Por la forma de medición de las cuentas nacionales, los niveles de consumo son estimados en la forma de residuo, por lo que incluyen la contrapartida de todos los defectos que puedan tener otros ítems de las cuentas nacionales.

— Las operaciones del sector público no registradas en la balanza de pagos tampoco se encuentran registradas en el presupuesto y por lo tanto no se encuentran incluidas dentro del concepto de consumo del sector público en las cuentas nacionales. Sin embargo, este ítem no debería afectar los valores de consumo privado porque la contrapartida de los mismos debería estar registrada en el rubro importaciones.

— En periodos de control de cambios, la compra de divisas se efectúa a través de operaciones de sobre y sub facturación de importaciones y exportaciones (incluyendo exportaciones no registradas), con lo que los valores de las mismas, incluidos en las cuentas nacionales, no refle-

jan los verdaderos valores, afectando como contrapartida los niveles registrados de consumo privado.

— La acumulación de activos reales en el exterior, por parte del sector privado, no se encuentra reflejada en el concepto de endeudamiento neto ni en las cuentas nacionales.

— Los flujos financieros y los resultados de las operaciones del BCRA no se encuentran registrados en las cuentas nacionales, lo que también distorsiona la interpretación de las cuentas nacionales, en particular su comparación con los valores que surgen de la metodología que se utilizó en este documento.

Cuadro I-22

CONSUMO PRIVADO, IMPUESTOS IMPLÍCITOS NETOS, INTERESES EXTERNOS Y ENDEUDAMIENTO NETO: 1971-1983

(Medidos como fracción del PBI)

Periodo	Flujos anuales				Desvíos ante Valores "Normales"			
	Consumo Privado	Impuestos Implícitos Netos	Intereses Externos	Total	Consumo Privado	Impuestos Implícitos Netos	Intereses Externos	Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1971	68.16	6.51	0.51	75.18	0.16	- 8.49	0.01	- 8.32
1972	68.51	18.97	0.59	88.07	0.51	3.97	0.09	4.57
1973	66.43	15.41	0.45	82.29	- 1.57	0.41	- 0.05	- 1.21
1974	65.86	18.06	0.54	84.46	- 2.14	3.06	0.04	0.96
1975	61.40	16.88	0.60	78.88	- 6.60	1.88	0.10	- 4.62
1976	58.70	23.79	0.35	82.84	- 9.30	8.79	- 0.15	- 0.66
1977	60.22	20.81	0.21	81.24	- 7.78	5.81	- 0.29	- 2.26
1978	59.40	29.97	0.24	89.61	- 8.60	14.97	- 0.26	6.11
1979	63.90	29.43	0.51	93.84	- 4.10	14.43	0.01	10.34
1980	62.00	21.85	0.78	84.63	- 6.00	6.85	0.28	1.13
1981	68.30	10.20	1.62	80.12	0.30	- 4.80	1.12	- 3.38
1982	69.10	10.48	2.25	81.83	1.10	- 4.52	1.75	- 1.67
1983	65.86	24.17	1.05	91.08	- 2.14	9.17	0.55	7.58

Fuente: Elaboración propia en base a información proveniente del BCRA (Boletín Estadístico) y Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Economic Memorandum on Argentina). La columna (1) proviene del informe del BIRF, pág. 289. La columna (2) del Cuadro I-21. La columna (3) muestra el flujo neto de pagos de intereses al exterior calculados aplicando un diferencial positivo de dos puntos por sobre Libor para los pasivos y un descuento del 20 % de la tasa Libor para los activos. La columna (5) mide los desvíos del consumo frente a una norma del 68 %. La columna (6) mide los desvíos de los impuestos implícitos netos frente a una norma del 15 %, y la columna (8) mide los desvíos de los intereses frente a una norma del 0,5 %.

— Existen numerosas distorsiones adicionales, tales como la economía subterránea, los shocks externos no reflejados en las cuentas nacionales, los cambios en precios relativos, etc., que hacen casi imposible que el agregado de los valores que muestran las distintas variables en el Cuadro I-22, adicionados a las variaciones en los niveles de inver-

sión del sector privado, expliquen con exactitud las variaciones en el endeudamiento neto del sector.

— El concepto de impuestos implícitos netos incluye los ingresos brutos por ventas de las empresas del Estado, parte del cual financia insumos que se netean al medir el gasto público en las cuentas nacionales.

A pesar de todas estas prevenciones, algunas conclusiones que se derivan del Cuadro I-22 parecen ser demasiado significativas como para ser totalmente invalidadas por estas distorsiones. En particular, se pueden enfatizar las siguientes conclusiones:

— El total de los "gastos corrientes privados" (definido como la suma del consumo privado más los impuestos implícitos netos más los flujos netos de intereses hacia el exterior), medidos como fracción del PBI, fluctúa ampliamente durante el período bajo estudio, aunque con una tendencia claramente creciente. Esta tendencia estaría indicando una declinación en los flujos de ahorro privado y una tendencia hacia el deterioro patrimonial, a menos que sean compensados por caída en los niveles de inversión (lo que efectivamente ocurrió hacia finales del período).

— Esta tendencia se vio interrumpida durante 1981 y 1982 como consecuencia de la caída en los flujos de impuestos implícitos netos, como resultado de las licuaciones de pasivos de dichos años.

— Existe una clara tendencia al crecimiento de los impuestos implícitos netos (con la excepción de 1982-1983), y al crecimiento de los flujos negativos en concepto de intereses netos con el exterior, en particular en los últimos años. En el caso del consumo, su comportamiento muestra una llamativa inestabilidad, con una fuerte caída en el período 1975-1978, y una fuerte recuperación posterior.

— Los desvíos en los flujos de consumo tienden a mostrar un signo inverso al de los desvíos de los impuestos implícitos netos, lo que demostraría que el sector privado tiende a modificar sus patrones de consumo cuando se modifica su ingreso disponible como consecuencia de variaciones en los niveles de impuestos implícitos; sin embargo, los montos no son semejantes, lo que implica procesos de ajuste ante variaciones en el ingreso disponible que influyen no solo en el consumo sino también en la inversión y en variaciones patrimoniales.

iii) *Términos del intercambio y tasas internacionales de interés*

El último aspecto a examinar, al evaluar los posibles factores explicatorios de las variaciones patrimoniales del sector privado, es el relativo al impacto de los shocks externos. Las perturbaciones en la economía internacional se transmiten a un país pequeño, tomador de precios, básicamente a través de las tasas de interés y de los precios de los productos de exportación y de importación; en adición, en momentos de crisis también se refleja en dificultades en el acceso al crédito y en el acceso a los mercados externos (factores que no se encuentran reflejados en las tasas de interés y en el precio de los productos).

El impacto de las tasas de interés internacionales ya ha sido implí-

citamente evaluado al tomar en consideración los flujos netos de intereses de —y hacia— el exterior, flujos que reflejan no solamente la evolución de las tasas de interés sino también la evolución del endeudamiento neto del sector. Sin embargo, el impacto de los términos de intercambio no está evaluado en ninguno de los puntos anteriores, puesto que el cálculo de las cuentas nacionales para el período bajo estudio no incluye las ganancias o pérdidas derivadas de variaciones en los términos del intercambio, mientras que las cifras de endeudamiento neto incluyen tales efectos.

Existen numerosas mediciones de la evolución de los términos del intercambio, las que por lo general se basan ya sea en la evolución de los precios de los productos de exportación y de importación, o en la evolución de los precios implícitos de exportación e importación que se derivan de las cifras de la balanza de pagos. Ninguno de estos métodos es totalmente satisfactorio puesto que el primero de ellos adolece de la falla de que no toma en cuenta la evolución particular de los mercados en relación al país bajo estudio (por ejemplo, las estadísticas internacionales no toman en cuenta el sobreprecio que recibió la Argentina por la venta de sus cereales a la Unión Soviética durante el embargo cerealero de 1980), al mismo tiempo que la metodología basada en los precios implícitos adolece del defecto de que incluye como fluctuaciones en los términos de intercambio procesos de sobre y subfacturación en momentos de vigencia de controles de cambio. El Cuadro I-23 muestra la evolución de las tasas de interés en los mercados internacionales y la de los términos de intercambio; este último, según las mediciones de la CEPAL y el BIRF, así como mediciones propias. La validez de estas mediciones debe ser evaluada a la luz de los comentarios del párrafo anterior.

Como puede apreciarse, mientras la evolución de los términos del intercambio muestra en cualquiera de las mediciones una tendencia relativamente definida, los valores para distintos períodos y los puntos de inflexión pueden diferir bastante. En general la tendencia puede ser definida en los siguientes términos: mejoramiento entre 1970 y 1973, deterioro entre 1974 y 1978, mejoramiento entre 1979 y 1981, y desmejoramiento a partir de allí.

Hay varios modos en que se puede medir el impacto de los shocks externos sobre la economía nacional. El más sencillo parte del hecho de que los shocks externos se reflejan fundamentalmente en los precios de los productos de exportación e importación en los mercados internacionales y en las tasas de interés en dichos mercados, por lo que para medir el impacto puro de dichos shocks basta con elegir un año base en el que la cuenta corriente muestre un relativo equilibrio, y manteniendo las cantidades exportadas e importadas de bienes y servicios reales fijas se procede a calcular el valor nominal de las exportaciones e importaciones, período a período, en base a dichas cantidades fijas y a los precios efectivamente registrados en cada período. Las variaciones acumuladas que se registrarían en relación a los valores del año base, medirían el efecto de las variaciones en los términos del inter-

Cuadro I-23

TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES Y TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO

1970-1983

Periodo	Libor (%) (1)	Términos del intercambio					
		Base 1970 = 100			Base 1973 = 100		
		Banco Mundial (2)	CEPAL Paasche (3)	BIRF FIDE (4)	CEPAL Paasche (5)	Laspeyres (6)	
1970	8,52	100,0	100,0	100,0			
1971	6,58	109,2	113,3	109,7			
1972	5,46	117,9	125,3	118,7			
1973	9,24	126,3	141,9	126,0			
1974	11,01	110,5	113,4	110,0			
1975	6,99	104,2	95,2	106,6			
1976	5,58	90,0	89,5	91,1			
1977	6,00	87,0	93,6	88,7			
1978	8,73	78,3	91,9	83,2	100,0	100,0	
1979	11,96	82,9	100,2	84,6	103,8	108,0	
1980	13,91	93,8	117,7	95,4	113,4	106,4	
1981	16,69	106,7	124,6	89,3	122,2	104,3	
1982	13,60	92,4	105,2	82,8	102,4	88,9	
1983	9,92	86,6	101,9	86,7	100,3	89,8	

Fuentes: Columna (1): "Estadísticas Financieras Internacionales", FMI. Columna (2): Economic Memorandum on Argentina"; BIRF, junio 1984, p. 297. Columnas (3), (5) y (6): "Estadísticas Económicas de Corto Plazo de la Argentina", CEPAL, Buenos Aires, documento de trabajo N° 20, p. 242; mayo 1986.

cambio con respecto a dicho período base. Los desequilibrios resultantes deben quedar reflejados en variaciones del PFN del país como un todo, por lo que los mismos generarán un segundo impacto en la cuenta corriente a través del flujo de intereses a los que dichas variaciones darán lugar. Esta medición debe ser complementada con el cálculo de los efectos de las variaciones en las tasas de interés sobre el flujo neto de intereses con el exterior, el que puede ser calculado a través de la medición del efecto de los desvíos de la tasa de interés en relación al valor "normal" de la misma, aplicado a los saldos de activos y pasivos financieros de los sectores público y privado. El Cuadro I-24, muestra una medición del impacto de dichos shocks, utilizando como base el nivel físico de exportaciones e importaciones de bienes y servicios reales efectivamente registrado en 1970, y utilizando como valor "normal" para la tasa de interés un valor del 6%.

Examinando las cifras del Cuadro I-24, es posible observar que, si bien los valores fluctúan de período a período, en ellos se aprecia claramente la existencia de dos períodos: un primer período (que va desde 1971 a 1975) en donde la combinación de mejores términos del intercambio y tasas de interés internacionales no muy elevadas se reflejan en saldos positivos en las transacciones reales y financieras del país,

lo que eleva las posibilidades de gasto del país, y un segundo período (que abarca desde 1976 a 1983) en el que el deterioro relativo de los términos del intercambio y las elevadas tasas internacionales de interés repercuten en forma negativa en la capacidad de gasto del país (reducen el ingreso nacional, neto de transferencias al exterior).

Cuadro I-24

MEDICIÓN DEL IMPACTO DE LAS VARIACIONES DE LAS TASAS INTERNACIONALES DE INTERÉS Y LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO

1971-1983

(En millones de dólares corrientes)

Periodo	Efecto "términos del intercambio" Base 1970 = 100			Efecto "tasas" de Interés	Total (3) + (4)
	Bienes y servicios reales Exportaciones	Importaciones	Saldo		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1971	2.503,0	2.211,7	291,3	— 10,4	280,9
1972	2.880,9	2.360,8	520,1	11,7	531,8
1973	4.072,0	3.134,3	937,7	— 96,1	841,6
1974	5.129,0	4.519,2	609,8	— 126,4	483,4
1975	4.823,5	4.389,2	424,3	— 35,0	389,9
1976	4.379,6	4.664,1	— 284,5	13,6	— 270,9
1977	4.509,3	4.930,4	— 421,1	0,0	— 421,1
1978	4.667,5	5.437,5	— 770,0	— 53,0	— 823,0
1979	5.876,1	6.737,3	— 861,2	— 47,7	— 908,9
1/	5.876,1	6.737,3	— 861,2	— 153,0	— 1.014,2
1980	6.908,9	7.024,9	— 116,0	— 279,8	— 395,8
1981	6.570,5	7.137,8	— 567,3	— 1.276,3	— 1.843,6
1982	5.845,4	6.860,9	— 1.015,5	— 1.455,1	— 2.470,6
1983	5.331,1	5.966,0	— 634,9	— 905,0	— 1.539,9

Fuentes: La columna (1) es el resultado de multiplicar el valor de las exportaciones en 1970 por un índice de precios de exportación. La columna (2) muestra el mismo cálculo para las importaciones. La columna (3), el saldo estimado en el balance de bienes y servicios reales bajo el supuesto de que los volúmenes de exportación e importación permanecen fijos y sólo se modifican los precios. La columna (4) mide el impacto sobre el flujo neto de intereses de fluctuaciones en las tasas internacionales de interés con respecto a un valor "normal" del 6%; se calculó multiplicando los desvíos con respecto a dicha norma y los saldos de PFN a principios del período. La columna (5) mide la suma de ambos efectos.

Para apreciar el resultado externo de las políticas internas del país, basta con comparar los resultados de estos cálculos con los saldos de cuenta corriente efectivamente registrados. Sin embargo, es importante insistir en que todos estos cálculos son muy sensibles a la serie de términos del intercambio que se utilice y al año base de la comparación.

8. Endeudamiento empresarial y endeudamiento del sector privado no empresarial

En la sección anterior se presentó un análisis detallado de los diversos factores que pueden haber contribuido a la explicación de las variacio-

nes registradas en el Patrimonio Financiero Neto del sector privado, en su conjunto, durante el período 1971-1983. En esta sección se examina el mismo tema pero desde la perspectiva de los distintos sectores que integran el sector privado de la economía.

La falta de información detallada acerca de la evolución del PFN de los distintos sectores que integran el concepto genérico de sector privado impide un tratamiento exhaustivo y empírico del tema. Sin embargo, la comprensión de los distintos factores que influyen en el comportamiento de un subsector de la economía puede ayudar a formar un juicio cualitativo de la evolución del PFN de dicho subsector.

En primer lugar, es importante recordar que mientras más desagregado sea el análisis que se desea efectuar mayores serán las dificultades de evaluación y mayor el número de eventos susceptibles de generar transferencias intersectoriales. Así como en la sección anterior el énfasis estuvo centrado en el análisis de las transferencias entre el sector privado y los sectores públicos y externo, en esta sección el análisis debe incluir también las transferencias entre los distintos subsectores que integran el sector privado. Con tres sectores (privado, público y externo) el análisis requiere el examen de tres tipos de transferencias (entre el sector privado y el público, entre el sector privado y el externo y entre el sector público y el sector externo), vale decir los valores correspondientes a A, B y C. Con cuatro sectores (dividiendo al sector privado entre sector empresario y sector no empresario) el número de transferencias intersectoriales a examinar se eleva a 6, con cinco sectores a 10, y con seis sectores a 15.

El análisis del endeudamiento del sector empresario requiere agregar, como mínimo, los siguientes elementos entre los posibles causales de las variaciones del PFN del subsector:

a) *Precios relativos*

La incorporación de nuevos subsectores amplía el espectro de precios relativos a examinar. En las secciones anteriores, el problema de las variaciones de los precios relativos fue prácticamente ignorado puesto que los precios relativos tienden a generar transferencias intersectoriales entre subsectores pertenecientes al sector privado, pero no entre el sector privado y los demás sectores. Las únicas excepciones son las relativas a los términos del intercambio y las derivadas de los precios de los productos producidos por el Estado. Sin embargo, el análisis de estos dos últimos elementos fue hasta ahora sólo parcial, puesto que el examen de la evolución de los términos del intercambio fue realizado en términos de su impacto sobre el ingreso nacional (no capturado por las cuentas nacionales) y el del precio de los servicios públicos se encuentra incluido dentro del concepto de impuestos implícitos netos de transferencias. Distinguiendo entre tres tipos de bienes finales: exportables (X), importables (M), y no comerciables internacionalmente (H), podemos definir tres pares de precios relativos: $P(X)/P(M)$, $P(X)/P(H)$ y $P(M)/P(H)$. Considerando que la Argentina es

tomadora de precios en los mercados de bienes transables internacionalmente, podemos definir:

$$P(X) = P^*(X) \times [1-t(X)] \times E$$

$$\text{y } P(M) = P^*(M) \times [1+t(M)] \times E$$

en donde:

$P^*(i)$ = Precio internacional del producto i

$t(i)$ = tasa de impuesto al comercio exterior (derecho de exportación o arancel de importación)

E = tipo de cambio definido en términos de unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera. En el caso de tipo de cambio múltiple se toma un tipo de cambio único y las diferencias se consideran equivalentes a los impuestos $t(i)$.

No existe información desagregada acerca del compartamiento individual de cada uno de estos precios, y su medición es tremendamente compleja por la existencia, durante el período, de tipos de cambios diferenciales, y por las numerosas modificaciones de las tasas de los impuestos al comercio exterior. Sin embargo, la CEPAL publicó recientemente un detallado cálculo de algunos de los elementos determinantes de la conducta de dichos precios. En su reciente estudio sobre "Sector externo y condiciones económicas internacionales", Vol. 1, p. 391, se incluyen series de la evolución del tipo de cambio real efectivo para las exportaciones agrícolas y para las exportaciones industriales, y una serie del tipo de cambio real (no efectivo) para las importaciones. En base a estas series, y a la serie correspondiente al deflactor implícito del PBI (promedios anuales), es posible elaborar series de precios relativos, que sin corresponder exactamente a los conceptos requeridos, proveen suficiente información como para poder extraer algunas conclusiones significativas. El Cuadro I-25, muestra la evolución de los diversos precios relativos entre los productos agrícolas de exportación, los productos industriales de exportación, las importaciones y el deflactor del PBI.

En este cuadro, la columna (1) mide el cociente entre el precio promedio en moneda nacional de las exportaciones agrícolas (precios en los mercados internacionales multiplicados por el correspondiente tipo de cambio efectivo—incluyendo los impuestos a la exportación—para dichas exportaciones) y el precio promedio de las exportaciones industriales (medido del mismo modo e incluyendo los reintegros y reembolsos que reciben dichas exportaciones).

La columna (2) mide el cociente entre el precio promedio de las exportaciones agrícolas y el precio promedio de las importaciones (también medido del mismo modo, pero sin incluir las modificaciones en

los aranceles y barreras no arancelarias por carecer de información al respecto). Este cociente no refleja adecuadamente las fluctuaciones en el respectivo precio relativo puesto que no toma en cuenta las modificaciones arancelarias que fueron muy importantes durante el período; sin embargo, refleja adecuadamente la evolución de los demás elementos que conforman los precios relativos y por lo tanto incluye información útil, que, complementada con una apreciación cualitativa de lo ocurrido en materia de aranceles durante el período, permite formarse una apreciación de lo ocurrido efectivamente con estos precios relativos.

Cuadro I-25

PRECIOS RELATIVOS DE EXPORTACIONES AGRÍCOLAS, EXPORTACIONES INDUSTRIALES, IMPORTACIONES Y DEFLACTOR DEL PBI 1970-1983

Periodo Base: 1970 = 100

Periodo	Exp. Agrí- colas/Exp. Indus- triales	Exp. Agrí- colas/ Importa- ciones	Exp. Agrí- colas/ Deflactor PBI	Exp. Indus- triales/ Importa- ciones	Exp. Indus- triales/ Deflactor PBI	Importa- ciones/ Deflactor PBI
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1971	101.1	112.4	99.9	111.2	98.8	88.8
1972	93.6	103.9	105.5	111.0	112.6	101.5
1973	96.4	113.0	96.6	117.2	100.2	85.5
1974	103.2	112.0	113.0	108.6	109.5	100.8
1975	94.7	106.3	95.9	112.3	101.3	90.2
1976	92.4	107.3	121.8	107.9	122.5	113.5
1977	108.1	100.8	119.9	93.3	110.9	118.9
1978	106.9	106.2	97.4	99.3	91.1	91.7
1979	100.6	115.0	78.9	114.3	78.4	68.6
1980	99.3	138.1	67.7	139.1	68.2	49.0
1981	79.0	139.7	79.3	176.9	100.4	56.8
1982	71.2	101.7	92.7	137.1	130.3	91.2
1983	77.8	96.2	87.1	123.6	111.9	90.5

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por la CEPAL, "Estadísticas de corto plazo de la Argentina - Sector externo y condiciones económicas internacionales", Vol. 1, Mayo 1986; por el BIRF, "Economic Memorandum on Argentina", 1984; y por el BCRA, "Boletín Estadístico", y "Oferta y Demanda Global", en moneda corriente.

La columna (3) mide el cociente entre el precio promedio de las exportaciones agrícolas y el deflactor del PBI (promedio anual), lo que implícitamente permite apreciar la evolución del precio relativo entre las exportaciones agrícolas y los precios de los productos no comerciables internacionalmente.

Las columnas (4) y (5) muestran los cocientes entre el precio promedio de las exportaciones industriales y los precios de las importaciones y el deflactor del PBI, respectivamente. La columna (6) mide el cociente entre el precio promedio de las importaciones y el deflactor del PBI.

De este cuadro se pueden extraer varias conclusiones:

i) A lo largo del período de análisis, todos los precios relativos muestran una marcada inestabilidad, con fluctuaciones muy significativas.

ii) Las mayores fluctuaciones se encuentran en las series de precios relativos en las que se incluye el deflactor del PBI, lo que implícitamente muestra las fluctuaciones en el tipo de cambio real.

iii) Como era de esperar, los niveles más reducidos de precios relativos en relación al deflactor del PBI ocurren en momentos de altos niveles de actividad económica y los más elevados en momentos de recesión. Esta conclusión se ve fortalecida si ajustamos las series por la evolución de los términos del intercambio.

iv) Las importaciones muestran el deterioro más significativo en su precio relativo, a pesar de que la serie no incluye las reducciones arancelarias del período 1978-1980. Sin embargo, esta apreciación debe ser atemperada por el hecho de que el período base fue un período de alto nivel de protección a las importaciones. Los resultados del estudio de Petrei y Tybout confirman esta apreciación.

v) En la búsqueda del sector con el precio relativo más favorable (recordando lo acotado en materia de precios de las importaciones) nos encontramos con que los precios relativos favorecieron al sector no comerciable en 1971 y entre 1978 y 1980, que los mismos favorecieron al sector agrícola en 1974 y en 1977, y que favorecieron al sector exportador de productos industriales en 1972-1973, en 1975-1976, y entre 1981 y 1983.

b) *Productividad y salarios reales*

Los resultados de la sección anterior permiten tener una idea aproximada de los efectos de las fluctuaciones en los precios relativos sobre la rentabilidad de los distintos sectores, pero no son aun suficientes para permitir extraer conclusiones relativas al endeudamiento neto de los distintos sectores. En particular, es necesario evaluar —en conjunto con los precios relativos— la evolución de la productividad y del salario real, elementos que pueden compensar, o agravar, los efectos de las fluctuaciones en los precios relativos. La evolución de la productividad, medida en términos de los requerimientos de insumos (bienes intermedios, salarios, etc.) para un determinado nivel de producción, influye significativamente en el endeudamiento neto de un sector. Una mejora en la productividad de un sector, con precios estables, debería reflejarse en una mejora en su PFN o en mayores dividendos. Similarmente, un incremento en los costos laborales, no compensados por incrementos en productividad, debería reflejarse en un empeoramiento en el PFN del sector, o en menores dividendos. El Cuadro I-26 muestra la evolución de los salarios, la productividad y el costo laboral unitario para el sector manufacturero, durante el período 1971-1983.

Las distintas columnas de este cuadro provienen de la información incluida en el capítulo IV. La columna (1) muestra la evolución del salario nominal medio por obrero —incluyendo todos los adicionales pero no las cargas sociales—, medido en la forma de un índice de base 1973 = 100. La columna (2) muestra los precios implícitos del PBI manufacturero (más representativo de la evolución de los precios del sector que el índice de precios mayorista no agropecuario), medido a través del cociente entre las cifras del PBI del sector a precios corrientes y a precios constantes. La columna (3) mide la evolución del salario real (costo), mediante el cociente entre las columnas (1) y (2).

Cuadro I-26

SALARIOS, PRODUCTIVIDAD Y COSTO LABORAL UNITARIO: 1971-1983

Periodo base: 1973 = 100

Periodo	Salario medio nominal Total por trabajador	Precios implícitos PBI manufacturero	Salario real Costo	Salario medio con cargas/ Salario medio nominal	Salario real costo ajustado por cargas sociales	Valor agregado manufac. por trabajador	Costo laboral unitario Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1971	38.7	40.5	95.51	97.60	77.55	95.23	81.43
1972	58.7	65.3	89.90	97.84	73.18	100.00	73.18
1973	100.0	100.0	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1974	140.0	130.9	106.99	120.70	107.44	100.00	107.44
1975	372.6	445.6	83.60	121.00	84.16	94.29	89.26
1976	1367.9	2475.6	55.25	122.80	56.44	95.24	59.26
1977	3712.2	5992.7	61.95	124.10	63.96	108.57	58.91
1978	10047.1	15526.7	64.71	125.30	67.46	107.62	62.68
1979	29943.4	36779.6	81.41	125.30	84.86	120.95	70.16
1980	67306.6	68082.0	98.86	120.40	99.02	126.67	78.17
1981	122806.6	149031.5	82.40	105.00	71.98	122.86	41.22
1982	291386.7	495010.5	58.86	105.00	51.42	124.76	41.22
1983	1687971.7	2354269.9	71.70	105.00	62.63	126.45	49.53

Fuentes: Elaboración propia. Columna (1) 1973-1974 ERS, 1975-1983 EG. Columna (6), CEPAL, "Evolución del Empleo y los Salarios en el Corto Plazo 1970-1983", cuadros III.5, pág. 115.

La columna (4) mide la relación entre el salario medio total (incluyendo cargas sociales) y el salario medio nominal; las cifras muestran el mayor peso relativo de las cargas sociales a lo largo del período, así como la reducción resultante de la reforma previsional de 1980. La columna (5) mide la evolución del salario real costo, incluyendo las cargas sociales [columna (4)/columna (2)]. La columna (6) mide la evolución de la productividad del sector manufacturero medida en términos de valor agregado de producción por trabajador empleado. La última columna mide el costo laboral unitario, resultado de comparar el gasto total en salarios con el valor agregado de la producción, lo que mide el costo laboral por unidad de producto.

De este cuadro se pueden extraer las siguientes conclusiones:

i) Aunque los salarios nominales crecen continuamente como consecuencia del proceso inflacionario, los salarios reales muestran una marcada variabilidad. Los ciclos en la evolución del salario real son notorios: caída entre 1971 y 1972, fuerte incremento entre 1973 y 1974, fuerte caída entre 1975 y 1976, gradual pero firme recuperación entre 1977 y 1980, y nuevamente fuerte caída entre 1981 y 1982, y leve recuperación en 1983. Estos ciclos de salarios coinciden casi exactamente con los ciclos de actividad económica y en sentido inverso con los de balanza de pagos.

ii) El peso de las cargas sociales es creciente en la primera parte del período, se mantiene elevado hasta 1979, y se reduce algo a partir de 1980. Como la columna (4) está también expresada en la forma de índice, la misma no permite apreciar la magnitud relativa de las mencionadas cargas sociales; sin embargo, el examen de las cifras respectivas en el capítulo IV muestra que la importancia de dichas cargas en el costo laboral total es sumamente importante.

iii) El incremento de la productividad a partir de 1976 ha sido muy importante.

iv) El costo laboral unitario ha tendido también a fluctuar aun más que los salarios reales como consecuencia del incremento en la productividad. Hacia fines del período, el costo laboral unitario era equivalente a la mitad del vigente a principios de la década de 1970. Este factor es muy importante al evaluar el comportamiento del endeudamiento empresarial.

v) La información desagregada disponible (no incluida en este trabajo) permite apreciar la existencia de una gran dispersión en el comportamiento de la productividad de los distintos sectores que integran el sector manufacturero, con un índice máximo (en 1982) de 177 (base 1973 = 100) en el sector productor de maquinarias no eléctricas, y un índice mínimo de 77 en el sector de productores de muebles.

vi) La misma información desagregada permite también concluir que el crecimiento de la productividad de la mano de obra en el sector manufacturero, durante el período bajo estudio, fue en promedio muy superior al registrado en los EE.UU. (45% superior a lo largo del período), pero con la misma dispersión señalada en el párrafo anterior. Los sectores de máximo y mínimo crecimiento relativo son los mismos que se indican en el punto v).

vii) La vigencia de una dispersión tan amplia implica la imposibilidad de extraer conclusiones generalizadas en materia de endeudamiento neto empresarial, aunque sí es posible extraerlas para el sector como un todo.

viii) La información disponible para el resto de los sectores productivos tiende a mostrar también el mismo incremento generalizado en la productividad de la mano de obra, tanto en lo que se refiere a

la agricultura como a las empresas del Estado; sin embargo, la situación no es la misma en lo que se refiere a las actividades del resto del sector público y los sectores no comerciables.

ix) El incremento en la productividad de la mano de obra, que muestran las estadísticas anteriores, no se condice con los valores que se logran al nivel de la economía en su conjunto. Mientras que las estadísticas muestran que el sector manufacturero mantiene una producción relativamente estable empleando la mitad de la mano de obra que empleaba a principios del período, la información sobre desempleo muestra valores muy reducidos, con una tendencia hacia el autoempleo (trabajador independiente), sin que las actividades de estos trabajadores independientes hayan sido captadas por las cuentas nacionales. Esta inconsistencia plantea varias alternativas: por un lado, es posible que las cuentas nacionales no reflejen el tremendo crecimiento de la economía informal que se materializó durante las últimas décadas, lo que sería consistente con el no registro de las actividades de los trabajadores independientes. Estudios realizados sobre el tema confirman esta posibilidad; sin embargo, esta actividad, aunque no se refleje en las estadísticas, debería reflejarse en un cierto sentido de bienestar, lo que no parece ser el caso. Por el otro, es posible que estos trabajadores se hayan incorporado a actividades estatales o de bajísima productividad (posiblemente negativa), tales como vendedores ambulantes, etcétera.

x) La reducción del costo laboral unitario puede ayudar a explicar parte de la caída del tipo de cambio real, durante parte del período, y a explicar el diferente comportamiento en el precio relativo de los bienes comerciables internacionalmente (donde se produjo el mayor incremento en la productividad) frente al de los bienes no comerciables (básicamente servicios, intensivos en mano de obra, dependientes del comportamiento del salario real).

Las cifras del Cuadro I-26, combinadas con las del Cuadro I-25, nos permiten extraer algunas conclusiones generales en lo referente a la posible evolución de los resultados operativos de los distintos sectores y, por consiguiente, acerca de la evolución del endeudamiento neto de los mismos.

En primer lugar, es necesario enfatizar que el resultado operativo de un sector —medido antes de tomar en consideración los impuestos abonados y los costos financieros—, durante el período bajo estudio, es altamente dependiente del tipo de producto final del sector, y de la composición de sus insumos no laborales, así como de la intensidad en el uso de la mano de obra. Considerando que cada actividad productiva plantea su propia combinación de producto final, insumos no laborales e intensidad en el uso de la mano de obra, debería resultar claro que es prácticamente imposible llegar a conclusiones de carácter general con respecto a la evolución de los resultados operativos de un sector, sin un estudio previo y detallado de la combinación de los diversos elementos que componen dicho resultado operativo. A pesar de ello, puede resultar de utilidad plantear algunos resultados generales.

Durante los primeros años del período bajo estudio, las cifras

muestran precios relativos favorables a los productos de exportación (tanto agrícolas como industrializados), al mismo tiempo que se observa un crecimiento del salario real y poco crecimiento de la productividad. En estas circunstancias los sectores más favorecidos fueron los sectores productores de bienes exportables, que utilizaban como insumos productos no comerciables internacionalmente y que eran relativamente poco intensivos en el uso de la mano de obra, mientras que los que en teoría resultaban menos favorecidos eran los sectores productores de bienes no comerciables internacionalmente, que utilizaban insumos de sectores de exportación y que además eran intensivos en el uso de la mano de obra. Durante 1975, esta situación se altera tanto por la caída relativa de los precios de exportación agrícola como por la caída del salario real, lo que dejando de lado la conflictiva situación laboral de aquel entonces, indicaría como sector más favorecido al de las exportaciones industriales, y en segundo lugar al de no comerciables, en particular los más intensivos en el uso de la mano de obra.

El período 1976-1977 muestra precios relativos favorables a todos los sectores comerciables internacionalmente acompañados por una fuerte caída del salario real y el incremento en la productividad de los sectores agrícolas y manufactureros. En estas circunstancias, los sectores más favorecidos son los de los productores de bienes comerciables internacionalmente, intensivos en el uso de insumos no comerciables y en el uso de la mano de obra. Macroeconómicamente, éste debería haber sido un período caracterizado por fuertes crecimientos de las exportaciones y de los saldos favorables de la balanza comercial, y con caídas en los niveles de actividad, particularmente en los sectores no comerciables, situación que efectivamente ocurrió.

El período 1978-1981 está caracterizado por una fuerte caída del precio relativo de los productos comerciables internacionalmente y por un fuerte incremento en los salarios reales, atenuado en parte por un crecimiento en la productividad. En estas circunstancias, los resultados deberían ser exactamente inversos a los descritos en el párrafo anterior, siendo más favorecidos los sectores productores de bienes no comerciables, intensivos en el uso de insumos comerciables y poco intensivos en el uso de la mano de obra. Siendo los sectores productores de bienes no comerciables, por lo general, intensivos en el uso de la mano de obra, es de esperar que los resultados para este sector no sean tan favorables como lo indicarían los precios relativos, siendo el sector más favorecido el relativo a la mano de obra. Los resultados macroeconómicos se deberían caracterizar por un deterioro en la balanza comercial, problemas de endeudamiento de los sectores comerciables y un alto nivel de actividad económica.

El período 1982-1983 muestra mejoras en los precios relativos de los sectores comerciables internacionalmente— en particular el de los sectores de exportaciones industriales—, atemperados por la fuerte caída de los precios internacionales y —en el caso agrícola— por las altas retenciones, una fuerte caída en los salarios reales y el estancamiento en las mejoras de productividad. En estas circunstancias los sectores

más favorecidos deberían ser los productores de bienes industriales de exportación, intensivos en el uso de insumos agrícolas y de productos no comerciables, e intensivos en el uso de la mano de obra. Macroeconómicamente, debería registrarse una mejora en el saldo de la balanza comercial y un deterioro en los niveles de actividad económica.

Es importante destacar que estos resultados toman en consideración tanto la evolución de los precios internacionales como los efectos de políticas internas tales como la referente al tipo de cambio, la política arancelaria, la política de impuestos a las exportaciones, la política salarial, etc. Sin embargo, los mismos excluyen los costos asociados a la política tributaria y los derivados de las tasas de interés, los que jugaron un papel importantísimo durante el período bajo estudio, por lo que las conclusiones de los párrafos anteriores deben ser consideradas como absolutamente parciales.

La falta de información detallada de los balances de los principales sectores impide la verificación empírica de las conclusiones anteriores. Sin embargo, el estudio ya mencionado de A. H. Petrei y J. R. Tybout incluye algunos resultados desagregados para el período 1977-1981, que son de utilidad para evaluar dichas conclusiones. El Cuadro I-27, muestra algunos resultados del mencionado trabajo en lo relativo a los márgenes brutos (ventas —costos de los insumos no laborales— costos de insumos laborales excluyendo los asociados con administración y mercadeo), y a los márgenes netos (márgenes brutos — costos de administración y mercadeo).

Estos resultados coinciden en gran medida con las conclusiones generales de los párrafos anteriores: entre 1977 y 1980 los márgenes brutos de los sectores comerciables internacionalmente caen en forma significativa (en particular el de los productos sustitutivos de importaciones), al mismo tiempo que se eleva el de los sectores no comerciables (aunque menos que lo previsto, reflejando su mayor uso intensivo de mano de obra). Al mismo tiempo, los costos administrativos y de mercadeo se elevan significativamente en todos los sectores (reflejando el mayor costo de la mano de obra), con lo que los márgenes netos se reducen en todos los sectores, mostrando que los salarios jugaron un papel aun más importante que los precios relativos en el endeudamiento del sector empresario registrado durante dicho período. Estos valores coinciden con la evolución registrada durante dicho período en el consumo y en otras mediciones del gasto agregado. El sector más perjudicado es el sustitutivo de importaciones (reflejando también las reducciones arancelarias no incluidas en el Cuadro I-25), pero a pesar de ello su rentabilidad neta se mantiene positiva, lo que refleja el alto grado de protección al sector existente a principios de 1977 (evidenciado por el hecho de que el sector registra el más alto nivel de márgenes netos a dicha fecha). El sector exportador muestra en 1980 márgenes netos negativos.

Entre 1980 y 1981, como consecuencia de los cambios en precios relativos y la caída del salario real (producto de las devaluaciones nominales, el abandono de la indexación salarial y el correspondiente creci-

Cuadro I-27

MÁRGENES BRUTOS Y NETOS DE RENTABILIDAD SECTORIAL, 1977-1981
(RESULTADOS DEL ESTUDIO DE PETREI Y TYBOUT)
(Valores de cuocientes medios en puntos seleccionados del tiempo)

Concepto y sector	1977	1980 III	1981 IV
Márgenes brutos de ganancias			
Sectores exportables	.282	.235	.340
Sectores sustitutivos de importación	.332	.260	.319
Sectores no comerciables	.360	.369	.386
Gastos de administración y mercadeo			
Sectores exportables	.201	.242	.284
Sectores sustitutivos de importación	.131	.198	.235
Sectores no comerciables	.198	.275	.222
Márgenes*netos			
Sectores exportables	.081	— .007	.056
Sectores sustitutivos de importación	.201	.062	.084
Sectores no comerciables	.162	.094	.164

Fuente: Petrei, A. H. y Tybout, J. R.: "How the Financial Statements of Argentine Firms Reflected Stabilization and Reform Attempts during 1976-81", *World Bank Staff Working Papers*, N° 706, nov. 1984.

miento de la inflación), la situación se revierte para todos los sectores, en particular para los sectores comerciables internacionalmente. Los márgenes brutos reflejan no solo el cambio en precios relativos sino también la caída del salario real, puesto que en caso contrario los márgenes brutos del sector no comerciable no podrían crecer. Sin embargo, llama la atención que los gastos de administración y mercadeo de los sectores comerciables se incrementen en momentos de caída del salario real, lo que solamente se puede explicar si entre dichos costos se incluye una proporción elevada de gastos realizados en monedas extranjeras.

c) *Costos financieros y tasas de interés*

Al evaluar en la sección correspondiente los factores que contribuyeron al endeudamiento neto del sector privado en su conjunto, se señaló que los costos financieros podrían haber contribuido en algunos momentos del período bajo estudio al incremento de dicho endeudamiento, pero que al considerar al sector privado en su conjunto solamente habría que tomar en cuenta los flujos de intereses provenientes de operaciones con el sector público y con el sector externo, puesto que el resto de los flujos solo reflejan transacciones entre subsectores del sector privado. Sin embargo, al examinar el tema del endeudamiento neto del sector empresarial, estos flujos intersectoriales deben ser tomados en consideración.

Un rápido examen de las condiciones financieras vigentes en el país en el período 1971-1983 muestra con claridad la absoluta imposibilidad de llegar a conclusiones de carácter general, derivadas del análisis ma-

croeconómico, con respecto al endeudamiento neto de un determinado sector. Las condiciones financieras y de inflación en las que se desarrolló la economía argentina durante dicho período fueron absolutamente caóticas, con modificaciones frecuentes de las regulaciones financieras, con tasas de inflación sumamente elevadas y fluctuantes, con políticas cambiarias erráticas, etc. A modo de ejemplo, basta recordar que durante el período bajo estudio el sistema financiero fue objeto de cinco reformas fundamentales, y numerosas reformas menores. El endeudamiento externo fue alentado en ciertos períodos y desalentado en otros. Los regímenes cambiarios permitieron la libre transacción en algunos períodos pero establecieron rigurosos controles en otros. Asimismo, entre 1971 y 1976, y entre 1981 y 1983, el BCRA estableció un régimen de seguros de cambio, con primas sustancialmente inferiores a las tasas implícitas en el ritmo de devaluación de la divisa en el mercado oficial de cambio. En estas circunstancias, tratar de obtener conclusiones de carácter general con respecto a un sector, sin conocer su posición financiera inicial, la calidad de su manejo financiero, la composición de sus activos y pasivos, las trabas de carácter institucional y de acceso a los mercados, y todos los demás elementos que inciden en el resultado del accionar financiero de un sector, es totalmente imposible.

Cuadro I-28
TASAS NOMINALES DE INTERÉS: 1971-1983
(Promedios mensuales en cada período)
(Porcentajes)

Período	Pasivas		Activas			
	Reguladas	Libres	Reguladas	Libres	Externas implícitas	
					sin seguro	con seguro
1971	1,60	—	1,77	—	6,95	1,75
1972	1,83	—	2,00	—	2,21	2,28
1973	1,77	—	1,81	—	0,89	2,51
1974	1,59	—	1,71	—	1,02	2,43
1975	2,52	—	3,07	—	17,09	2,40
1976	—	6,56	—	6,65	14,16	4,35
1977	—	9,05	—	10,63	7,33	—
1978	—	7,15	—	8,50	5,31	—
1979	—	6,67	—	7,37	5,19	—
1980	—	4,99	—	6,03	3,00	—
1981	—	8,06	—	9,54	16,58	11,77 ¹
1982	6,83	6,98	7,53	8,00	14,90	7,16
1983	10,76	11,60	11,67	15,78	15,01	11,78

Fuentes: Las tasas reguladas provienen de los boletines del BCRA. Las tasas libres de FIEL y de la encuesta diaria de tasas de interés del BCRA. Las tasas implícitas en las operaciones externas sin seguro de cambio fueron calculadas en base a la tasa de devaluación del tipo de cambio financiero para el dólar y a una tasa externa de dos puntos sobre LIBOR. Para las operaciones con seguro de cambio entre 1971 y 1972, se tomaron las primas establecidas por el BCRA con el agregado de una tasa externa similar a la anterior; en períodos de tasas adelantadas se las transformó a tasas vencidas y entre 1981 y 1983 se consideró una operación bajo las normas de las circulares A31 y A44.

¹ Los seguros de cambio se restablecieron el 5 de junio de 1981, por lo que la primera parte del período se calculó en base a una operación sin seguro de cambio.

El Cuadro I-28 muestra las tasas nominales de interés de los principales instrumentos financieros que rigieron durante dicho período.

El Cuadro I-29 muestra las tasas reales de interés para los mismos instrumentos, ajustando los valores nominales mediante el índice de precios implícitos del PBI. El procedimiento usual de ajustar las tasas pasivas por el índice de precios al consumidor y las tasas activas por el índice de precios mayoristas tiende a asociar al depositante con el sector de las familias y al tomador de créditos con el sector de las empresas, lo que además de no ser totalmente correcto tiende a introducir distorsiones en el análisis.

De estos cuadros podemos extraer algunas conclusiones:

i) Si bien las tasas nominales de interés tienden a crecer a lo largo del período, las tasas reales solo lo hicieron durante un breve período, por lo que el incremento en las tasas nominales es solo un reflejo de la mayor tasa de inflación.

ii) Las fluctuaciones anuales de las tasas reales de interés en los mercados financieros nacionales son enormes.

Cuadro I-29
TASAS REALES DE INTERÉS: 1971-1983
(Tasas anuales expresadas en porcentajes)

Período	Pasivas		Activos			
	Reguladas	Libres	Reguladas	Libres	Externas implícitas	
					sin seguro	con seguro
1971	-16,7	—	-15,00	—	54,3	-15,2
1972	-24,4	—	-22,90	—	21,0	-20,3
1973	-14,9	—	-14,50	—	23,3	-7,2
1974	-17,8	—	-16,60	—	21,5	-9,3
1975	-70,6	—	-68,90	—	43,6	-71,3
1976	—	-49,7	—	-49,2	15,0	-60,9
1977	—	11,8	—	32,9	7,6	—
1978	—	-9,7	—	5,0	26,6	—
1979	—	-6,3	—	1,4	20,7	—
1980	—	-2,0	—	10,3	46,2	—
1981	—	-4,4	—	12,6	137,7	43,4 ¹
1982	-46,6	-45,7	7,53	-39,2	27,9	-44,6
1983	-35,2	-29,1	11,67	10,3	1,8	-27,7

Fuente: Elaboración propia ajustando las cifras del Cuadro I-28 mediante el índice de precios implícitos del PBI.

¹ Mide diferencial entre la tasa de interés y la tasa de inflación —implícita en dicho índice— ajustado por el nivel de precios al final del período.

iii) Las tasas pasivas muestran resultados persistentemente negativos cuando se las mide en términos reales (con la sola excepción de 1977), lo que muestra claramente las razones detrás de la desmonezación de la economía, mientras que las tasas activas muestran valores positivos entre 1977 y 1981. Únicamente en 1977 dicha tasa muestra niveles reales superiores a los vigentes en los mercados internacionales de capitales.

iv) Las diferencias entre las tasas vigentes en los distintos mercados, en un mismo período, son muy elevadas y explican el por qué del énfasis reciente en la actividad financiera mucho mejor que el propio nivel de las tasas reales. En circunstancias como la descripta, la diferencia entre un mal manejo financiero y un buen manejo financiero es casi con seguridad mucho más importante en los resultados finales que el manejo de otras actividades del quehacer productivo.

Cuadro I-30

RESULTADOS DE DECISIONES ALTERNATIVAS DE SELECCION DE CARTERA

(Valor real a fines de 1983, de una cartera de valor 100 a fines de 1970)

<i>Estrategias alternativas de selección de carteras</i>	<i>Valor real de una deuda</i>	<i>Valor real de una colocación</i>
Estrategia "óptima"	0,82	359,42
Estrategia "peor"	895,14	0,70
Estrategia "nacional"	122,17	2,21
Estrategia "moneda extranjera"	153,80	150,78
Estrategia "moneda extranjera con seguro de cambio"	1,54	—

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de los Cuadros I-28 y I-29.

A modo de ejemplo, en el Cuadro I-30 se muestran los resultados de distintas opciones en lo referente a la selección de una cartera de activos, y de una cartera de pasivos, durante el período bajo estudio. En este cuadro se incluyen los resultados acumulados de empresas que sobre la base de decisiones de portafolio adoptadas a principios de cada período, y mantenidas a lo largo del período, hayan seguido las siguiente estrategias financieras: a) acierto permanente de la opción de costo más reducido (en el caso de las deudas) o de la de retorno más elevado (en el caso de colocaciones); b) desacierto permanente, reflejado en la elección en cada momento del tiempo de la alternativa más costosa (deudas) o la menos rentable (colocaciones); c) toma de créditos y colocación de fondos exclusivamente en el mercado financiero local; d) toma de crédito exclusivamente en mercados externos (dólares a tasa LIBOR más dos puntos de diferencial) sin seguro de cambio y colocaciones exclusivamente en divisas (dólares a tasa LIBOR); e) toma de créditos exclusivamente en los mercados externos, pero haciendo uso de los seguros de cambio cada vez que el BCRA los ofrece.

En este cuadro pueden quizás apreciarse mejor algunas de las conclusiones de la sección anterior. Una empresa endeudada en 100 unidades a fines de 1970, habría reducido su deuda (medida en moneda constante) a solo 82 centavos de haber seguido la estrategia "óptima" [alternativa a)], pero la misma deuda se habría elevado a 895,14 unidades, en caso de haber elegido siempre las peores alternativas. Similarmemente, una empresa que en forma voluntaria, o no, haya elegido la alternativa de endeudarse siempre en moneda nacional mostraría a fines de 1983 una deuda de 122,77 unidades (lo que implica una tasa promedio real de interés del 1,59%), mientras que una que haya elegido

la estrategia de endeudarse en moneda extranjera (sin seguro de cambio) mostraría una deuda de 153,80 unidades, que se reduciría a solo 1,54 unidades si hubiese implementado la opción de tomar un seguro de cambio en cada período en que existió.

En el caso de las colocaciones, los resultados son similares aunque muestran en forma más dramática las consecuencias para un inversor que eligió la alternativa de colocar sus fondos en depósitos en moneda nacional. En estas circunstancias, el valor de sus tenencias se habría reducido de 100 unidades a fines de 1970 a solo 2,21 a fines de 1983, valor que supera solo escasamente el resultado de la estrategia "peor" de colocación bajo la cual el valor de sus tenencias se habría reducido a solo 0,70 unidades. La alternativa de colocarse siempre en moneda extranjera, muestra un valor final de 150,48 y la alternativa óptima muestra un valor de 359,42 unidades.

A la luz de estos resultados, ¿es de extrañar que los argentinos mantengan gran parte de sus tenencias financieras en monedas extranjeras, y dedique gran parte de su tiempo al manejo de sus carteras financieras?

Naturalmente, estas cifras mostrarían valores distintos si cambiáramos el año base o el año de cierre de los cálculos, pero de todos modos las conclusiones anteriores seguirían siendo válidas. El Cuadro I-31, muestra los resultados del estudio de Petrei y Tybout, en materia de costos financieros reales promedios para un conjunto de empresas, clasificadas por sectores de producción, para el año 1977, para el tercer trimestre de 1980 y para el cuarto trimestre de 1981.

Los valores de este cuadro confirman plenamente las conclusiones de la sección anterior. Tanto en 1977 como durante el último trimestre de 1981, los costos financieros reales promedios (incluyendo los efectos de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación) son negativos, mientras que durante el tercer trimestre de 1980, dos sectores muestran costos reales positivos (aunque moderados) y un tercero continúa mostrando costos reales negativos. Estos valores tienden a mostrar que las protestas, durante dicho período, contra los "altos costos financieros" tiene más que ver con el crecimiento de los mismos (de negativos a positivos) y con la dispersión entre distintos sectores, que con los niveles en sí mismos.

Sin embargo, tres hechos llaman la atención: i) durante 1977, los resultados del estudio de Petrei y Tybout muestran costos reales negativos mientras que los valores del Cuadro I-28 muestran tasas reales positivas. Esta discrepancia puede deberse al uso de distintos deflatores y al hecho de que las operaciones a plazos prolongados (relativamente poco importantes en el caso argentino) devengan durante un determinado período los intereses vigentes al momento de concertación de la operación; ii) la discrepancia para el tercer trimestre de 1980, entre los valores correspondientes al sector sustitutivo de importaciones y los demás sectores es difícil de explicar, a menos que dicho sector haya tenido una composición de sus pasivos muy concentrada en el endeudamiento en monedas extranjeras; iii) los valores negativos para el

cuarto trimestre de 1981 solo pueden explicarse en función de una composición de pasivos muy centrada en el endeudamiento en moneda nacional o en monedas extranjeras pero con seguros de cambio.

Cuadro I-31

COSTOS FINANCIEROS PROMEDIOS SECTORIALES: 1977-1981
(RESULTADOS DEL ESTUDIO DE PETREI Y TYBOUT)
(Valores de cuocientes medios en puntos seleccionados del tiempo)

Concepto y sector	1977	1980 III	1981 IV
<i>Costos financieros reales / Deuda total</i>			
Sectores exportables	— .173	.101	— .213
Sectores sustitutivos de importaciones	— .171	— .072	— .219
Sectores no comerciales	— .205	.032	— .173

Fuente: Petrel, A. H. y Tybout, J. R.; "How the Financial Statements of Argentine Firms Reflected Stabilization and Reform Attempts during 1976-81"; World Bank Staff Working Papers, N° 706, nov. 1984.

En resumen, si bien las variaciones en las tasas reales de interés pueden contribuir a explicar las variaciones en el endeudamiento neto del sector productivo, el nivel de las tasas no parece haber sido importante en la determinación de los resultados operativos de los distintos sectores. Sin embargo, la eficiencia en el manejo de los instrumentos financieros por parte de las distintas empresas parece haber sido el factor determinante de la rentabilidad de cada empresa individual.

d) *Impuestos explícitos e implícitos*

En el número 7 de este capítulo, al examinar los distintos factores que explican el comportamiento del endeudamiento neto del sector privado en su conjunto, se señaló que al considerar el caso de los impuestos era necesario distinguir entre los impuestos (explícitos e implícitos) destinados a financiar transferencias del sector público al sector privado, y los destinados a financiar la compra de bienes y servicios, las inversiones, y las variaciones patrimoniales del sector público. Sin embargo, al examinar los factores que pueden haber contribuido a la evolución del endeudamiento neto de los distintos sectores que integran el sector privado, esta distinción a nivel global ya no es relevante, mientras que sí lo es la distribución del peso de dichos impuestos implícitos netos entre dichos subsectores. Lamentablemente, la información disponible no permite efectuar un análisis detallado del tema puesto que si bien existe información de las transferencias al sector privado no empresario, en la forma de gastos en salarios y jubilaciones, no existe información en lo referente al pago de impuestos explícitos clasificado por sectores, así como tampoco existe información acerca de las transferencias implícitas en el accionar financiero del sector público y del Banco Central.

La única alternativa para evaluar este tema es la de tomar las cifras de los impuestos implícitos netos de transferencias, en conjunto con las del gasto público en salarios y jubilaciones y suponer determinados porcentajes de participación del sector empresario en el total de impuestos explícitos y en el total de los resultados derivados de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación y el accionar del BCRA, analizando luego la sensibilidad de dichos resultados ante cambios en los supuestos de participación. El lector interesado en realizar dicho análisis cuenta con la información necesaria en el Capítulo II y en el número 7 del capítulo I. El Cuadro I-31 muestra el agregado del total de los impuestos implícitos netos y del gasto público en salarios y jubilaciones.

En este cuadro podemos observar algunos períodos en los que las conclusiones son evidentes, aun sin efectuar supuestos en materia de distribución de los impuestos y de las transferencias no salariales. Durante 1971, los impuestos implícitos son muy reducidos y las transferencias del sector público, en materia salarial y de jubilaciones, relativamente elevadas por lo que la carga de impuestos netos debe haber sido relativamente reducida para ambos sectores. En 1972 se observa un incremento en los impuestos implícitos y una caída en las transferencias salariales, con lo que la carga impositiva neta se eleva para ambos sectores. Durante 1973 y 1974, los impuestos implícitos y las transferencias salariales se elevan, de modo tal que durante ese período, aunque la carga impositiva bruta para el sector asalariado puede haberse incrementado, el resultado neto parece ser favorable al sector, mientras que el sector no asalariado tendría como contrapartida un mayor peso impositivo neto.

Durante 1975 se reducen tanto los impuestos implícitos netos como las transferencias salariales, con lo que el resultado para el sector asalariado aparece como incierto mientras que el sector no asalariado muestra una caída en el peso de sus impuestos implícitos netos. Las cifras para 1976 y 1977 muestran una fuerte caída de las transferencias salariales y un incremento en los impuestos implícitos netos, con lo que el resultado aparece como netamente negativo para el sector asalariado y dudoso para el sector no asalariado, puesto que ambos efectos se compensan. Entre 1978 y 1980, las cifras muestran muy fuertes incrementos, tanto en lo que se refiere a los impuestos implícitos netos como en lo que se refiere a las transferencias salariales, con lo que el efecto sobre el sector asalariado es dudoso pero el efecto sobre el sector no asalariado es francamente negativo. Este efecto combinado es tan fuerte que puede concluirse, casi sin temor a equivocarse, que en este incremento de la carga impositiva sobre el sector productivo pueden encontrarse gran parte de las dificultades del sector productivo durante dicho período, así como gran parte de la explicación de las transferencias patrimoniales del sector privado al sector público, que se registraron durante dicho período.

Durante 1981 las transferencias salariales permanecen elevadas pero los impuestos implícitos netos se reducen drásticamente, con lo que

Cuadro I-32

IMPUESTOS IMPLÍCITOS NETOS Y TRANSFERENCIAS AL SECTOR ASALARIADO

(Medidos como fracción del PBI)

Periodo	Impuestos implícitos netos	Gasto público en salarios y jubilaciones	Total
1971	6,51	20,50	27,01
1972	18,97	18,59	37,56
1973	15,41	22,84	37,85
1974	18,06	24,68	42,74
1975	16,88	22,89	39,77
1976	23,79	16,86	40,65
1977	20,81	15,83	36,64
1978	29,97	20,12	50,09
1979	29,43	20,76	50,19
1980	21,85	24,51	50,19
1981	10,20	25,76	35,96
1982	10,48	16,26	26,74
1983	21,17	18,64	42,81

Fuente: Cuadro I-21.

la situación del sector empresarial se alivia sin que empeore la del sector asalariado. Durante 1982, tanto el salario real como los impuestos implícitos netos se reducen, con lo que la carga impositiva neta para el sector empresario se reduce drásticamente al mismo tiempo que se deteriora la situación de los asalariados. Durante 1983 se elevan significativamente los impuestos implícitos netos (aunque a niveles muy inferiores a los que rigieron durante el período 1978-1980) y se elevan también las transferencias salariales, con lo que se eleva la carga tributaria neta tanto del sector asalariado como del sector empresario.

II. POLÍTICA FISCAL Y ENDEUDAMIENTO EMPRESARIO

Uno de los temas de mayor importancia para la sección correspondiente a la evaluación empírica es el relativo a la influencia de la política fiscal —en todas sus connotaciones— sobre el endeudamiento privado en general, y sobre la rentabilidad y endeudamiento empresario.

Podemos iniciar la discusión del tema definiendo el concepto de Patrimonio Financiero Neto (PFN) de un sector como la diferencia entre sus activos y pasivos financieros. De este modo, es posible definir el PFN del sector privado en su conjunto, el del sector empresario, así como el de otros sectores de la economía, tales como el del sector público consolidado y el del sector externo. Este concepto de patrimonio financiero neto es exactamente equivalente al de endeudamiento neto (stocks), pero con el signo inverso.

De las Cuentas Nacionales podemos extraer las siguientes relaciones de equilibrio:

$$\text{Demanda Agregada} = \text{Demanda Interna (E)} + \text{Exportaciones de Bienes y Servicios (X)} \quad (1)$$

$$\text{Oferta Agregada} = \text{PBI (Y)} + \text{Importaciones de Bienes y Servicios (M)} \quad (2)$$

De ellas podemos deducir que:

$$(\text{Exportaciones} - \text{Importaciones}) = \text{PBI} - \text{Demanda Interna} \quad (3)$$

$$(X - M) = \text{Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos} = Y - E \quad (4)$$

Subdividiendo el gasto interno total entre gasto público (G) y gasto privado (EPr.), y sumando y restando el nivel de impuestos (T) en la ecuación (4), la misma puede ser dividida en términos de sus componentes: el presupuesto privado y el presupuesto público.

$$(X - M) = (Y - T - \text{EPr.}) + (T - G) \quad (5)$$

El valor de cada uno de los términos entre paréntesis de la ecuación (5), si distintos de cero, corresponde a los desequilibrios de cada sector y debe tener, como contrapartida, sendas variaciones en los patrimonios financieros netos respectivos. Es decir, todo desequilibrio debe estar reflejado en una variación no compensada de activos y pasivos financieros y, por lo tanto, en una variación del patrimonio financiero neto. Reescribiendo la ecuación (5) en términos de variaciones de patrimonios financieros netos (Var. PFN) obtenemos:

$$\text{Var. PFN Extranjeros} = \text{Var. PFN Sector Privado} + \text{Var. PFN Sector Público} \quad (6)$$

En el caso de los extranjeros, la variación debe entenderse con respecto a los residentes del país objeto del estudio; es decir es equivalente a la variación de la posición externa neta de los residentes del país (activos-pasivos, en monedas extranjeras), pero con signo inverso. En el caso en que el país bajo estudio sea un centro de reserva, cuyos pasivos financieros son atesorados por extranjeros, dichas tenencias por parte de extranjeros también deberían incorporarse a la mencionada posición neta de los extranjeros.

De la ecuación (6) podemos deducir que cualquier variación en el patrimonio financiero neto de un sector debe quedar compensada automáticamente por una variación equivalente en uno, o más, sectores.

Al estudiar el tema del endeudamiento privado, y sus variaciones, es por lo tanto imprescindible identificar los sectores que registran

la contrapartida de dichas variaciones y las causas que las determinaron. El estudio de la política fiscal, y el de su influencia sobre el endeudamiento neto de otros sectores es, por lo tanto, vital para poder identificar las causas de las variaciones del endeudamiento privado, en general, y las del sector empresario.

1. *El gasto público, su financiamiento y las transferencias patrimoniales*

El impacto de las variaciones del gasto público sobre el patrimonio del sector privado no es inequívoco, y depende fundamentalmente de tres factores: la forma de su financiamiento, la reacción del sector privado ante la acción del sector público y el tipo de gasto público al cual nos estemos refiriendo. En el análisis que sigue se razona en términos de incrementos del gasto público; el mismo es igualmente aplicable para el caso de reducciones, obviamente en sentido contrario.

Un incremento en el gasto público implica, por lo general, una demanda adicional de recursos reales por parte del sector público; la excepción es el gasto en transferencias al sector privado que, en esencia, significa otorgar poder de gasto a una porción del sector privado. El sector público tiene varias alternativas para financiar su gasto y cada una de ellas tendrá un efecto macroeconómico diferente.

a) Un incremento del gasto público en bienes y servicios, financiado mediante el incremento de impuestos, implica que el sector público ejerce una demanda adicional en el mercado de bienes del que pretende desalojar, en un monto semejante, al sector privado. Si el sector privado reacciona reduciendo su nivel de gasto, para hacer frente a los nuevos impuestos, el equilibrio se restaura sin presiones inflacionarias y sin transferencias patrimoniales, aunque con una disminución en el nivel de vida del sector privado, al menos de corto plazo.

El sector privado, sin embargo, tiene otras formas de reaccionar —aunque más no sea en forma transitoria— frente al incremento de impuestos. Puede reducir su demanda de base monetaria, lo que sería equivalente a que el gasto se financiara con emisión; puede incrementar su endeudamiento interno neto (si bien no lo puede hacer el sector privado en su conjunto, sí lo pueden hacer determinados sectores a costa de otros); o puede modificar su posición externa neta (endeudándose o reduciendo sus tenencias de activos externos). Los tres casos implican que el sector privado prefiere sufrir un deterioro en su patrimonio financiero neto antes que reducir sus niveles de gasto. En estos casos se producirá un efecto de "crowding out" en los mercados de bienes y en los mercados financieros, que se reflejará en desequilibrios (iniciales) en los mismos. Tales desequilibrios tenderán a ajustarse a través de incrementos de precios, incrementos en las tasas de interés y, en parte, a través de deterioros en la cuenta comercial de la balanza de pagos (y, consecuentemente, en la cuenta corriente).

Estos tres mecanismos de ajuste se reflejarán en transferencias patrimoniales entre sectores. La inflación implica, normalmente, una

transferencia de los tenedores de base monetaria hacia el gobierno, y entre sectores privados, como consecuencia de la exposición a la inflación de los instrumentos financieros. El desequilibrio en cuenta corriente se reflejará en una transferencia patrimonial al exterior, contrapartida de la transferencia neta de bienes y servicios recibida del exterior. Las variaciones en las tasas de interés se reflejarán en transferencias patrimoniales entre deudores y acreedores.

b) Un incremento en el gasto público financiado con emisión (en el supuesto de pleno empleo) implica la aparición inmediata de desequilibrios en los mercados de bienes y en el mercado de base, que se resuelven, como en el caso anterior, a través de incrementos de precios y desequilibrios en la cuenta corriente. Las transferencias patrimoniales son idénticas a las del caso anterior. Un aspecto que merece especial atención es el relativo a si la magnitud de la transferencia del sector privado al sector público (mediante la exposición a la inflación de los instrumentos financieros, uno de cuyos elementos es el llamado impuesto inflacionario) se corresponde, o no, con la magnitud del desequilibrio fiscal. La respuesta es negativa, puesto que no solamente parte del desequilibrio se financia a través del sector externo (pérdidas de reservas o endeudamiento), sino que también puede darse el caso de que debido a la irrupción de expectativas inflacionarias, además del desequilibrio originado por la emisión no deseada por el público, se produzca un proceso de huida del dinero que agrave el desequilibrio en el mercado de base y termine generando incrementos de precios muy superiores a los requeridos para financiar el desequilibrio fiscal. En esencia, la huida del dinero es un proceso en el que los tenedores de ciertos instrumentos de deuda del gobierno solicitan su rescate. Al no poder satisfacer tales requerimientos, el gobierno termina financiando su desequilibrio y el rescate de su deuda a través de mayor inflación, con lo que la magnitud de la recaudación inflacionaria debe alcanzar no solamente para cubrir los requerimientos del déficit inicial sino también los del rescate parcial de la deuda, expresada en términos reales. Naturalmente, en el caso en que el público desee atesorar una parte o la totalidad de la emisión de base del gobierno, tendrá que reducir su gasto o alterar sus tenencias de algún otro instrumento financiero, con lo que, en lugar de inflación y desequilibrios en cuenta corriente, el resultado final podría ser el de una mejora patrimonial del sector privado y un desmejoramiento patrimonial del sector público.

c) El tercer caso, es aquel en que el gobierno intenta financiar su mayor gasto mediante la colocación de instrumentos de deuda en los mercados financieros. Esta acción provocará un proceso de "crowding out" en dichos mercados, elevando las tasas de interés y generando efectos secundarios en todos los mercados. Nuevamente el público deberá decidir de qué forma financia sus compras de títulos públicos, lo que podrá hacerlo mediante reducciones en sus niveles de gasto, mediante la reducción en su demanda de base, o a través de una modificación en su posición financiera externa neta. Los efectos son similares a los examinados en los párrafos anteriores. Naturalmente, al

tomar sus decisiones, los agentes económicos tomarán en consideración sus expectativas con respecto a la forma futura de rescate de la deuda por parte del gobierno, y las mismas serán totalmente distintas en el caso en que esperen que dicho rescate se efectúe a través de reducciones del gasto público o incrementos de impuestos, de las que adoptarán si esperan que el gobierno rescate su deuda a través del impuesto inflacionario.

Cuadro II-1

GASTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 1960-1983

Medido como porcentaje del PBI

<i>Periodo</i>	<i>En personal y jubilaciones</i>	<i>Gastos corrientes en bienes y servicios reales</i>	<i>Inversión real</i>	<i>Intereses y otros</i>	<i>Total</i>
1960	16,77	8,20	8,83	1,58	35,38
1961	18,00	8,04	8,74	2,97	37,75
1962	19,95	8,15	7,79	2,97	38,86
1963	20,11	8,64	7,23	2,46	38,44
1964	20,35	7,41	6,72	1,36	35,84
1965	19,20	6,23	5,66	1,73	32,82
1966	20,92	6,62	5,38	2,48	35,40
1967	21,11	6,89	7,04	3,11	38,15
1968	20,35	7,05	7,79	2,26	37,45
1969	19,36	6,87	7,84	2,34	36,41
1970	20,82	7,33	8,53	2,41	39,09
1972	20,50	6,76	8,18	2,70	38,14
1972	18,59	7,10	8,81	2,66	37,16
1973	22,24	6,86	8,44	3,30	40,84
1974	24,68	9,23	9,22	4,49	47,62
1975	22,89	9,18	9,95	4,08	46,10
1976	16,86	11,10	12,39	3,79	44,14
1977	15,83	10,43	13,53	4,13	43,92
1978	20,12	11,57	13,55	4,96	50,20
1979	20,76	10,80	11,44	4,84	47,84
1980	24,51	10,35	10,68	4,96	50,50
1981	25,76	11,88	10,39	6,69	54,72
1982	16,26	11,13	7,95	4,46	39,80
1983	18,64	12,16	7,90	5,17	43,87

Fuentes: Elaboración propia en base a datos publicados en "El gasto público en la Argentina: 1960-1983", Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, mayo 1985.

d) El cuarto caso plantea problemas interesantes. Al financiar el gobierno su desequilibrio mediante el financiamiento externo se puede pensar que todo el problema se reduce a un desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos, financiado mediante dichos ingresos de capitales. En realidad esto solo sería así en los casos de economías totalmente abiertas, o en los que todo el incremento en el gasto público se concentre en bienes comercializados internacionalmente. Si una parte de dicho incremento fuese en bienes no comercializados internacionalmente ella generaría presiones en tales mercados que tenderían a resolverse a través de incrementos de precios. El resultado final sería

el de un desequilibrio en cuenta corriente, aunque inferior al gasto total y al correspondiente ingreso de capitales, un incremento en los precios de los productos no comercializables (con la consiguiente reducción en el tipo de cambio real) y transferencias patrimoniales desde el sector privado al gobierno, así como entre sectores privados, como consecuencia de la exposición de los instrumentos financieros a la inflación.

El problema se complica aún más cuando el análisis incorpora la diferenciación por tipo de gasto público. Hasta aquí, el análisis se efectuó en términos del gasto en bienes y servicios; un breve examen de las erogaciones fiscales, sin embargo, permite verificar que esta forma de gasto público es la menos importante en países como la Argentina, en donde los gastos en salarios, jubilaciones, intereses y transferencias al sector privado son más importantes que aquellos otros gastos.

El Cuadro II-1, muestra la evolución del gasto público en la Argentina, medido como fracción del PBI, desde 1960 a 1983, clasificado en cuatro grandes categorías: gastos en personal y seguridad social, gastos corrientes en bienes y servicios reales, gastos de inversión no financieros, e intereses y otros gastos financieros.

Este cuadro muestra lo difícil que es realizar apreciaciones ex-ante, en relación con las variaciones en el patrimonio financiero neto de los distintos sectores, puesto que al mismo tiempo que el gobierno está extrayendo recursos del sector privado también está transfiriendo recursos hacia dicho sector, con lo que mejora el patrimonio financiero de unos a costa del patrimonio financiero de otros. Sin un estudio detallado de quiénes reciben y quiénes pagan estas transferencias, es prácticamente imposible llegar a una conclusión definitiva sobre el tema. Dos de los principales instrumentos de transferencias utilizados en los últimos quince años, fueron, y lo son, los seguros de cambio y las operaciones de pase. Estas operaciones no están incluidas en las cifras de gasto público del Cuadro II-1, porque al haberse realizado a través del Banco Central no están incluidas en las cuentas fiscales. Sobre este punto volveremos más adelante.

El caso de los salarios plantea problemas interesantes puesto que en teoría el gasto en salarios es una transferencia al sector privado; sin embargo, el incremento del gasto en salarios puede originarse en dos fuentes distintas: incrementos en los salarios del sector público e incrementos en el empleo público. El primer caso es equivalente al examinado anteriormente de transferencia hacia el sector privado; pero, en el segundo, si la productividad de la mano de obra en su nueva ocupación es inferior a la que tenía en su anterior posición, la productividad global de la economía descenderá y así también lo hará el nivel de vida de la población, con lo que los efectos del incremento en el gasto público serán, a la larga, similares a los de un incremento en el gasto en bienes y servicios.

El último caso a examinar en este breve resumen es el derivado de una situación en la que, debido a ingresos de capitales externos por

parte del sector privado, o debido a la política cambiaria, o debido a incrementos en los precios internacionales de los productos comercializables internacionalmente, el nivel de precios internos se eleva, generando un nivel de impuesto inflacionario, superior al que de otro modo dictarían las necesidades fiscales. En estos casos, el sector público recibirá del sector privado una transferencia patrimonial inesperada, mejorando su patrimonio financiero neto.

En muchos de los casos anteriores se ha planteado insistentemente la existencia de transferencias patrimoniales entre sectores, en términos reales, sin que se haya explicitado claramente qué es lo que este concepto significa. En la siguiente sección se intentará precisar dicho concepto.

2. *Inflación, impuesto inflacionario y transferencias patrimoniales*

Se ha señalado reiteradamente que, en países con alta inflación, el registro contable de las transacciones económicas y de los inventarios, tanto reales como financieros, tiende a distorsionarse al efectuar dichos registros en términos de la moneda nacional, sin ajustes. El valor de libros de los bienes físicos y el de los instrumentos financieros en moneda extranjera o indexados, tiende a quedar desactualizado, y la comparación histórica de transacciones llevadas a cabo en distintos momentos del tiempo tiende a perder todo sentido económico.

En países con tradición inflacionaria este problema ha llevado a que se exija —al sector privado— la presentación de registros contables realizados en términos de alguna unidad de cuenta de poder de compra constante. Esto es así tanto en países desarrollados como en países en vías de desarrollo. En el caso de filiales de compañías extranjeras, radicadas en países de alta inflación, la solución encontrada por sus casas matrices fue la de exigir la presentación de balances en términos de moneda extranjera que, de algún modo, permite una comparación histórica algo más aceptable.

Lamentablemente, el sector público no ha aplicado las mismas normas contables que exige al sector privado, por lo que el análisis económico de la acción del sector público y el análisis de las transferencias patrimoniales se ve tremendamente distorsionado si se lo pretende efectuar en base a la información habitualmente publicada. Los dos principales registros contables de una economía, como son el presupuesto nacional y la balanza de pagos, se efectúan en distintas unidades de cuenta, ninguna de las cuales tiene elementos de ajuste por inflación. El tema merece una cuidadosa explicitación.

El ejemplo ilustrativo desarrollado en Arriazu, Leone y López Murphy (op. cit.) debería ayudar a la comprensión del tema y a especificar la forma en que se deberían medir los desequilibrios fiscales y las transferencias patrimoniales.

En el ejemplo, la economía ha sido dividida en cuatro sectores: el sector público (que incluye al Banco Central), un sector productivo en donde están agrupados los individuos o empresas productivas de todo tipo de bienes y servicios, un sector de individuos (o familias) y un

sector externo. El ejemplo contempla el caso de una economía altamente inflacionaria, operando con diversos tipos de instrumentos financieros, en la que el sector financiero ha sido eliminado en su función de intermediario y las transacciones son efectuadas directamente por los cuatro grandes agrupamientos. El ejemplo incluye casi todos los tipos de distorsiones que normalmente emergen en economías inflacionarias.

El ejercicio se inicia con un déficit fiscal, ex-ante, financiado básicamente a través de la emisión de deuda pública que no genera intereses (base monetaria), en montos que exceden las demandas incrementales de los demás sectores por dicho instrumento financiero. Como consecuencia de este desequilibrio, derivado del mencionado déficit de "inflación cero" (o sea el déficit medido antes de los ajustes), los mercados inician un proceso que se refleja en los diferentes comportamientos que el ejemplo incluye en materia de precios, salarios, tasas de interés, etc. Estos comportamientos, a su vez, implican ciertos supuestos con respecto a las velocidades de ajuste en los diferentes mercados. Las cifras nominales de equilibrio ex-post son totalmente diferentes a las cifras previas al ajuste.

En particular, cabe destacar que las cifras de desequilibrio fiscal ex-post que se muestran son totalmente distintas de las cifras originales (déficit ex-ante o déficit de inflación cero), como consecuencia de que durante el ajuste el mencionado déficit se ha "piramidado" en un déficit mucho más grande que el original, distorsionando simultáneamente todos los mercados. La medición tradicional de los desequilibrios fiscales, la que se discute en mucho más detalle más adelante, corresponde en el ejemplo a lo que hemos denominado "necesidades de financiamiento". Este es un concepto ex-post que mide las necesidades financieras del gobierno —en términos nominales— luego del ajuste, pero que no mide el déficit desde un punto de vista económico, ni sirve para medir adecuadamente las transferencias patrimoniales. Dos ejemplos simples pueden ayudar a comprender este problema.

Supongamos, por un momento, que dentro de los supuestos del ejemplo con respecto a los saldos iniciales de deudas, la cifra de títulos indexados fuese incrementada en 50 unidades, al mismo tiempo que la de títulos públicos a interés variable es reducida en la misma cantidad; en estas circunstancias, aun cuando la tasa de interés implícita en los títulos indexados (la tasa nominal implícita está dada por el conjunto de la tasa nominal y la cláusula de indexación) es mayor que la tasa de interés de los títulos a interés variable, la medición tradicional de los desequilibrios fiscales —en términos de necesidades de financiamiento— mostraría una disminución del desequilibrio de 8.5 unidades, lo que evidentemente no tiene sentido económico. Esto es así por el hecho de que, al operar con títulos indexados, una gran porción de los intereses nominales efectivos son automáticamente transformados en "nuevos" préstamos a través del mecanismo de indexación. Lo mismo pasa con las deudas en moneda extranjera. Este ejemplo muestra claramente que la definición tradicional de desequilibrio es muy útil para medir las necesidades financieras del sector público no financiero, pero no es

adecuada para medir desequilibrios fiscales, en el sentido de transferencias de recursos reales.

Adicionalmente, en países donde la Banca Central tiende a actuar como una segunda Tesorería —oculta—, la definición tradicional de los desequilibrios no es adecuada ni siquiera para medir necesidades de financiamiento, desde que las actividades del Banco Central no solamente implican transferencias de recursos reales, sino también transferencias financieras nominales (préstamos y subsidios) que afectan de modo significativo las necesidades financieras del sector público consolidado. En el ejemplo ilustrativo, al incluir al Banco Central dentro del concepto de Sector Público Consolidado, la acción de otorgar un crédito por parte del Banco Central tiene los mismos efectos financieros que un desequilibrio fiscal nominal, aunque no los mismos efectos patrimoniales. Sobre este tema volveremos más adelante.

En países con alta inflación y devaluaciones frecuentes, el tratamiento de los saldos ajustados de los instrumentos financieros en divisas y de los instrumentos indexados plantea una serie de interrogantes. En estas circunstancias, la medición de desequilibrios nominales a través de las diferencias observadas entre el Patrimonio Financiero Neto del sector público consolidado a principios y fines de un período es una definición mucho más precisa del concepto de desequilibrio nominal que la definición en términos de necesidades de financiamiento, aunque ésta siga siendo útil para medir dichas necesidades financieras. Para medir el mencionado déficit nominal, todos los saldos de activos y pasivos financieros denominados en moneda extranjera o indexados deben ser revaluados en función de sus valores actualizados al final de cada período. En el ejemplo ilustrativo, estas revaluaciones están registradas entre paréntesis bajo el nombre de cambios de valuación. La definición de desequilibrios en términos devengados corresponde exactamente a la definición sugerida de desequilibrios nominales y debe ser igual a la variación, durante el período, del Patrimonio Financiero Neto del Sector Público Consolidado.

Sin embargo, los desequilibrios nominales no miden las transferencias intersectoriales de recursos reales, ellos solo miden transferencias nominales. Como se explicó anteriormente, la inflación tiende a distorsionar la relación entre transferencias nominales y transferencias reales. El llamado "impuesto inflacionario" es solo una de tales distorsiones.

En el ejemplo ilustrativo, el último grupo de cifras mide los saldos finales ajustados por la inflación, por lo que resultan adecuadas para medir las transferencias financieras en términos de una unidad de cuenta de poder de compra constante. Estas cifras muestran que, en lugar de un déficit de 91,9 unidades —medición del desequilibrio nominal, incluyendo todas las revaluaciones—, el sector público consolidado registra un superávit de 23,4 unidades (transferencia de recursos reales por parte de otros sectores). ¿Cómo puede un déficit de 101.1 unidades haberse transformado en un superávit de 15.7 unidades? La respuesta es simple, si las tasas nominales de interés y la tasa de devaluación son ambas inferiores a la tasa de inflación, el gobierno enfrenta tasas de interés

reales negativas tanto en su deuda interna no indexada como en su deuda externa.

El ejemplo ilustrativo es también muy útil para los fines de nuestro estudio, puesto que permite visualizar los mecanismos a través de los cuales se producen las transferencias intersectoriales de recursos reales. Si aislamos al sector productivo de los demás sectores, podemos ver que su balance es similar al que se sugiere en la parte principal de este documento como base para analizar la evolución del endeudamiento empresarial y sus causales. Éste permite, además, ver dónde se originan o hacia dónde van las transferencias de recursos reales. Dicho procedimiento fue utilizado en todas las mediciones efectuadas en este documento.

En la última sección del ejemplo ilustrativo, se muestran las distintas definiciones alternativas de desequilibrios fiscales, descritas en los párrafos anteriores, y su medición en base a las cifras de dicho ejemplo. Asimismo, se enfatiza la utilidad de cada definición alternativa en función de los objetivos que persigue la medición.

3. *Medición de los desequilibrios fiscales*

En la literatura técnica, en materia de medición de los desequilibrios fiscales, tradicionalmente se definen tales desequilibrios como la diferencia entre los ingresos (impuestos, tarifas, venta de bienes de capital, etc.) y los egresos corrientes y de inversión; diferencia que debe ser igual a la variación de la deuda pública neta, definida no en términos de saldos revaluados sino en términos de flujos netos de nuevas deudas.

Esta deuda puede ser dividida en tres grandes agrupamientos: la deuda interna que no devenga intereses (base monetaria), la interna que devenga intereses, y la deuda externa. En la Argentina, esta distinción tradicional resulta un poco más difícil de visualizar puesto que desde 1977 a 1984, debido a la existencia de la llamada Cuenta de Regulación Monetaria,⁴ el Banco Central remuneraba los encajes (incluidos dentro del concepto de base monetaria), pero cobraba interés sobre la utilización de la capacidad de préstamo derivada de las cuentas corrientes, con lo que la deuda pública que no devengaba intereses fue, durante ese lapso de tiempo, equivalente a $M - 1$, en lugar de la base monetaria. Los distintos efectos de financiar un desequilibrio fiscal a través de estos tres instrumentos de deudas ha sido extensamente analizado en la literatura.

Tal como se señaló anteriormente, la vigencia por un período prolongado de altas tasas de inflación, afecta sustancialmente el análisis del tema y su medición. Concretamente, los flujos nominales cambian su sentido económico y su análisis debe ser complementado con el análisis de los flujos ajustados por inflación.

⁴ Ricardo H. Arriazu, "Reforma Financiera en Inflación. El caso argentino", Instituto Interamericano de Mercados de Capitales, Caracas, Venezuela - 1979.

Ricardo H. López Murphy, "Aspectos Fiscales de la Cuenta de Regulación Monetaria", Revista Ensayos Económicos - BCRA 1984.

Hasta hace muy poco tiempo, la literatura económica en materia fiscal ignoraba este aspecto de las distorsiones causadas por la inflación en el análisis de las cuentas del sector público. Recientemente, una serie de autores ha comenzado a cuestionar el análisis tradicional, tanto dentro como fuera de la Argentina. Uno de los primeros trabajos publicados en la literatura de habla inglesa fue el de C. Taylor y A. R. Threadgold, Discussion Paper N. 6, Bank of England.⁵ El tema, sin embargo, continúa siendo objeto de amplio debate, aunque aspectos que hasta hace poco tiempo eran ignorados en la literatura, poco a poco empiezan a ser reconocidos. Aparte de los economistas de países en desarrollo con gran tradición inflacionaria, los economistas ingleses han sido los que más han escrito sobre el tema —desde fines de la década de 1970—, aunque más recientemente el tema de las distorsiones que la inflación introduce en todo el análisis macroeconómico ha comenzado a ser reconocido por otros autores de diversas nacionalidades; el tema ha comenzado también a ser reconocido en escritos dirigidos a públicos menos especializados, como lo demuestra el reciente editorial del semanario *The Economist*.⁶

En el campo fiscal, la literatura ha hecho siempre especial hincapié en señalar la importancia de que en el análisis de las cifras fiscales se compruebe permanentemente la consistencia y homogeneidad de las definiciones de flujos y las de stock.

En esencia, partiendo de las definiciones de la ecuación (5), hemos visto que el desequilibrio fiscal de flujos (T-G) debe necesariamente reflejarse en variaciones del Patrimonio Financiero Neto del Sector Público Consolidado. En la literatura este mismo concepto está expresado en una forma ligeramente distinta al expresar que todo desequilibrio fiscal debe ser igual a la acumulación de deuda pública neta (\dot{B}), (equivalente a VarP en la nomenclatura de este trabajo).

Se puede demostrar que B/P (siendo P el nivel general de precios) no iguala la variación de los saldos de deuda en términos reales, salvo en el caso de estabilidad de precios;⁷ con lo que la importancia de examinar con sumo cuidado los efectos de la inflación sobre los flujos financieros queda también demostrada.

Esta conclusión se puede demostrar recordando que:

$$d(B/P) dt = \dot{B}/P - (P/P) \times (B/P) \quad (7)$$

en donde

\dot{B} = Variación en los saldos de deuda neta

⁵ C. T. Taylor y A. R. Threadgold; "Real national saving and its sectorial composition"; Bank of England, Discussion Paper N° 6, octubre 1979.

⁶ *The Economist*; "How not to judge Britain Fiscal Policy - And early thoughts on how to", August, 1985.

⁷ Sobre este tema ver J. Siegel, "Inflation induced distortions in government and private saving statistics"; *The Review of Economics and Statistics*.

\dot{P} = Variación en el nivel general de precios

B = Saldo inicial de la deuda neta

P = Nivel general de precios

Recordando que además de pasivos financieros (L) el sector público también posee activos financieros (A), esta ecuación puede fácilmente transformarse en:

$$d[(L - A)/P]/dt = \dot{L}/P - \dot{A}/P - [(L - A)/P] \times (\dot{P}/P) \quad (8)$$

Es importante señalar que esta ecuación no identifica explícitamente el hecho de que B es, en sí mismo, una función de la inflación, por los conocidos efectos de los llamados rezagos fiscales (que hoy en día reciben el nombre de "efecto Tanzi" —en reconocimiento a su conocido trabajo sobre este tema—, aunque también fueron señalados por otros economistas incluyendo los de la Secretaría de Hacienda de la Argentina), lo que distorsiona aún más el análisis basado en cifras nominales.

4. *La política financiera del Banco Central y los desequilibrios fiscales*

En la teoría tradicional, el papel del Banco Central se limita al control de la política monetaria, al financiamiento de los desequilibrios del sector público y al manejo de las reservas internacionales. Sin embargo, en la mayoría de los países de América Latina, la banca central en realidad actúa como una verdadera segunda tesorería "escondida" a través de su política de créditos o de colocación de deuda pública (básicamente a través de la política de encajes legales). Más aún: en más de una oportunidad el Banco Central ha servido para canalizar gasto público, para recaudar impuestos y para esconder desequilibrios. En países inflacionarios esta situación es aun peor puesto que generalmente el Banco Central es la institución que cobra el impuesto inflacionario mientras que la tesorería sufre las consecuencias de la inflación. La situación es tan compleja que si no se la examina con cuidado las conclusiones a las que se llegue en materia fiscal pueden ser totalmente inválidas.

Tres ejemplos bastarían para ilustrar este punto. Supongamos que las autoridades económicas de la Argentina decidieran solicitar un crédito externo exclusivamente con fines de *window dressing* (muy frecuentes en el pasado). De acuerdo con las prácticas contables en uso en la Argentina, la deuda contraída figuraría como una obligación de la Tesorería, al mismo tiempo que las reservas se contabilizarían en las cuentas del Banco Central como un activo de dicha institución, deposi-

tado a interés en bancos del exterior. Como una consecuencia de dicho tratamiento contable, los intereses devengados por el préstamo se contabilizarían como egresos de la Tesorería, mientras que los intereses percibidos por el Banco Central solamente se contabilizarían en los balances de dicha institución. Si ambas tasas de interés fuesen similares, esta operación, sin ningún efecto económico para el país, generaría un "déficit" fiscal al mismo tiempo que el Banco Central mostraría significativas "ganancias".

Un segundo ejemplo: durante 1982, la mayor parte de la deuda interna de las empresas del Estado fue cancelada por la Tesorería, mediante el uso de anticipos del BCRA, el que para evitar los efectos monetarios de dicha expansión incrementó los efectivos mínimos legales, remunerados, en la misma magnitud. Como resultado de dicha operación, los intereses que hasta ese entonces pagaban las empresas del Estado, y que figuraban como egresos del sector público no financiero, pasaron a ser abonados por el BCRA a través de la Cuenta de Regulación Monetaria. Contablemente, el desequilibrio fiscal del sector público no financiero se redujo significativamente, al mismo tiempo que el desequilibrio nominal de la Cuenta de Regulación Monetaria se incrementó. La operación no alteró para nada la verdaderas cuentas fiscales puesto que los intereses abonados en ambos casos fueron los mismos; sin embargo, todas las mediciones de desequilibrios fiscales basadas en la metodología tradicional, registraron una disminución en dicho desequilibrio.

Otro caso sumamente importante durante el período bajo análisis es el de los seguros de cambio y las operaciones de pase. Las enormes transferencias patrimoniales del sector público al sector privado, que se derivaron de estas operaciones, no están registradas en las cuentas fiscales del sector público y, a veces, ni siquiera se reflejan en la contabilidad nominal del BCRA, oscurecidas por las distorsiones originadas en la inflación.

Estos casos, seleccionados a modo de ejemplo entre un sinnúmero de casos similares, demuestran que ignorar al Banco Central en el análisis de las cuentas fiscales, en procesos dominados por la alta inflación, puede llevar a cometer serios errores de apreciación, puesto que dos de los principales efectos de la inflación sobre las cuentas del sector público —como son la recaudación del impuesto inflacionario y las revaluaciones de los activos en moneda extranjera, como consecuencia de las devaluaciones inevitables en dichas circunstancias— no son tomados en cuenta.

Por todo lo anterior, en la mayoría de los países de América latina y en muchos otros países del mundo es imposible tener una idea clara de los resultados de la política fiscal si no se efectúa el cálculo de sus desequilibrios en términos del balance consolidado del sector público no financiero y del Banco Central. Este planteo, que ya tiene varios años en el caso argentino, ha sido recientemente adoptado —en forma parcial— por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, al haber incluido como parte de la evaluación fiscal el estudio de los des-

equilibrios cuasi fiscales del Banco Central. También, libros de texto en macroeconomía de reciente aparición⁸ sugieren que la consolidación debe ser aplicada en todos los países.

5. *La definición tradicional de los desequilibrios fiscales en la Argentina*

La medición tradicional de los desequilibrios fiscales en la Argentina se basaba en las cifras del hoy llamado Sector Público No Financiero, el que incluía a la administración central, las cuentas especiales, los organismos descentralizados, el sector público provincial —con algunas exclusiones—, las empresas del Estado —en particular las que se encuentran bajo la supervisión de la Sindicatura General de Empresas Públicas— y el sistema de seguridad social.

Si bien ésta era una cobertura mucho más amplia que la de otros países de la región, la misma dejaba varias áreas importantes de acción del sector público fuera del análisis. En particular, excluía a los bancos oficiales, a las obras sociales, a las cajas de subsidios familiares, a los municipios, a algunas empresas en el área de defensa, etcétera.⁹ Por otra parte, si bien esta cobertura no era total, era bastante aceptable como definición del sector público no financiero, en particular para medir los desequilibrios; sin embargo, era menos aceptable para medir los niveles de gasto público y los niveles de tributación. Esto es así, porque la mayor parte de los desequilibrios de los sectores no incluidos se financiaban tradicionalmente a través de transferencias de la Tesorería, las que eran incluidas como gasto del Tesoro. Los mayores problemas se planteaban cuando estos sectores mostraban superávit —los que tenían como contrapartida la acumulación de activos financieros no detectados por las cuentas públicas— o cuando las deficiencias se financiaban directamente a través de los mercados financieros o a través del endeudamiento externo.

Otro problema importante en la metodología tradicional se deriva de la costumbre de contabilizar los gastos por devengamiento y los recursos por lo percibido (ingresos de caja). El ejemplo más claro de esta situación es la contabilización de los llamados libramientos impagos (certificación de la existencia de una deuda pública). Tampoco se registran los compromisos eventuales, provenientes de avales y otras garantías, ni tampoco las operaciones secretas.

Sin embargo, los mayores problemas no se derivan de estos factores, sino de la exclusión de las operaciones del Banco Central¹⁰ y de las distorsiones que introduce la inflación.

A partir de 1983, y como resultado de diversos trabajos que se estaban realizando en la Argentina, el FMI y el Banco Mundial comenzaron

⁸ Ver Robert Barro; "Macroeconomics", 1984; J. Wiley and Sons.

⁹ R. H. López Murphy y Mario Salinardi, "La política fiscal y el crecimiento económico". Jornadas de Finanzas Públicas, Córdoba, 1982.

¹⁰ En algunos momentos de alta inflación, los flujos nominales de intereses, abonados y percibidos por el BCRA, llegaron a superar el total de gastos e ingresos de la Administración Central.

a incluir en sus estudios y programas de créditos contingentes estimaciones de los desequilibrios de caja del sector público consolidado, incluyendo los resultados de las operaciones del Banco Central; sin embargo, quedan por corregir los problemas ocasionados por la cobertura incompleta y por la distorsión inflacionaria.

El tema de los ajustes por inflación de las cuentas fiscales ya ha sido debatido por algún tiempo en la Argentina. Desde fines de la década de 1970, tanto la Secretaría de Hacienda como el Banco Central —en documentos internos— comenzaron a efectuar ajustes en las cuentas fiscales, adicionales a los que en forma parcial se venían efectuando en las cuentas públicas desde 1976 sobre los flujos de intereses de la deuda interna no indexada y los de la deuda externa. Dos líneas de pensamiento se perfilaron en el debate.

Por una parte, en el caso de la Secretaría de Hacienda, se tomaba en consideración la evolución de la deuda neta del sector público, incorporando las reservas externas y ciertas formas de endeudamiento no tradicional, tales como los encajes bancarios. La novedad del tema impidió que dicho método fuese presentado como anexo al proyecto de presupuesto de 1981.¹¹

Por la otra, el método elaborado en el Banco Central, bajo la dirección de uno de los autores de este documento, procuraba medir el desequilibrio fiscal por "debajo de la línea", consolidando los estados patrimoniales del Banco Central como los del sector público no financiero y examinando las variaciones de los activos y pasivos financieros totales de ambos sectores. Partiendo del hecho de que todo desequilibrio de flujos debe quedar reflejado en alguna variación de stock, este procedimiento permitía medir adecuadamente la totalidad de los desequilibrios nominales, aunque no permitía visualizar si los desequilibrios se originan en variaciones de gastos o en variaciones de ingresos.

En forma resumida, esta última versión —que utilizaremos como base para la evaluación empírica en este estudio, con pequeñas variaciones sobre la versión original— toma como definición de desequilibrio nominal ex post (es decir, después de los ajustes) la variación en el patrimonio financiero neto del sector público consolidado. La descripción detallada de todos los activos y pasivos que entran en dicha medición se encuentra en la próxima sección de este apéndice; sin embargo, puede resultar útil mostrar las principales cuentas del Cuadro de Situación Patrimonial del Sector Público Consolidado, luego de tal consolidación.

A través de este procedimiento se puede medir el Patrimonio Financiero Neto del Sector Público Consolidado y, a través de sus variaciones, se puede medir el desequilibrio nominal sobre base devengada. Tal como se señaló anteriormente, este procedimiento no mide las transferencias intersectoriales de recursos reales, por lo que para estimarlas

¹¹ R. H. López Murphy, Jorge Sereno y Roberto Zorzno; "La Deuda Pública en la Argentina, Período 1975-1980"; Revista de la Asociación Argentina de Presupuesto Público, N° 7, diciembre de 1980.

es necesario proceder a ajustar estas cifras nominales por algún índice de precios adecuado (utilizaremos el deflactor del PBI) que permita efectuar comparaciones históricas en términos de una unidad de cuenta de poder de compra constante.

Cuadro II-2

CONCEPTOS A INCLUIR EN LOS ESTADOS PATRIMONIALES CONSOLIDADOS DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO Y DEL BANCO CENTRAL

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Depósitos de la Tesorería en m/n	Base Monetaria
Depósitos de las Prov. y Mun. en m/n	Depósitos de Entid. Financieras en BCRA
Depósitos de Emp. y Organ. en m/n	Títulos Públicos
Reservas Internacionales	Deuda Financiera Interna
Otros Activos Internacionales	Deuda Comercial Interna
Tenencias Oficiales de Títulos	Libramientos Impagos
Tenencias de Libramientos	Órdenes de Pago Previsionales
Préstamos al S. Privado - BCRA	Deuda Financiera Externa
Préstamos al S. Financiero - BCRA	Deuda Comercial Externa
Otros Activos Financieros	Otras Deudas Internas
Pescos a futuro (garantías)	Divisas a futuro (garantías)

Por último, es importante destacar que la medición de un desequilibrio en términos de moneda constante tampoco mide un desequilibrio desde el punto de vista económico, puesto que parte de los gastos del sector público se realizan en bienes de capital, con lo que de hecho el gobierno se estaría endeudando para acumular activos reales. En este caso, para tener una idea del desequilibrio económico habría que medir la tasa de retorno de la inversión en comparación con la tasa de retorno de la utilización de los mismos recursos reales por parte del sector privado.

Con posterioridad a estos esfuerzos, otro intento para mejorar la medición de los desequilibrios fiscales en economías rodeadas de circunstancias tan complejas como la Argentina, fue realizado por D. F. Cavallo y A. Pena,¹² en un intento serio de mejorar la forma tradicional de medición, aunque con un objetivo totalmente distinto al de este documento.

Básicamente, dicho estudio define el desequilibrio del Sector Público Consolidado del siguiente modo:

$$\text{Desequilibrio} = \text{Emisión monetaria} + \text{Endeudamiento interno neto} + \text{Endeudamiento externo}$$

Esta definición es muy parecida a la definición de "necesidades de financiamiento" del ejemplo ilustrativo ya mencionado, puesto que contempla más que nada los efectos de flujo y su influencia sobre los

¹² Domingo Cavallo y Angel Pena, "Déficit Fiscal, Endeudamiento Público e Inflación en la Argentina; 1949-1982". Fundación Mediterránea, Córdoba 1983.

mercados. Como se muestra en dicho ejemplo, esta definición se expresa en términos *ex post* y no mide exactamente la incidencia inicial de los desequilibrios sobre los mercados sino la incidencia final. Tiene una gran ventaja sobre la metodología tradicional por el hecho de incorporar las operaciones del Banco Central. Específicamente, la definición incluye los siguientes conceptos:

a) *Emisión monetaria*

Presupuestaria: Préstamos al gobierno nacional + préstamos a otros gobiernos y reparticiones oficiales + compra de títulos públicos.

Extrapresupuestaria: Otras operaciones con efecto directo sobre la base monetaria.

Oro y divisas, diferencias de cambio, préstamos a entidades intervenidas o liquidadas, bono de refinanciación de pasivos empresarios, cuenta de regulación monetaria, aportes a organismos internacionales, otras cuentas del activo.

Menos:

Depósitos oficiales en el Banco Central, obligaciones con organismos internacionales, patrimonio neto, otras cuentas del pasivo del BCRA.

Alternativamente:

Base monetaria
+ Préstamos a entidades no intervenidas
+ Financiamiento computado en presupuestario.

b) *Endeudamiento interno neto*

Préstamos del sistema financiero al:

Gobierno
Empresas del Estado
Organismos descentralizados
Otras reparticiones oficiales

Títulos públicos

Créditos de proveedores cancelados con bonos o certificados, no incluidos en el registro de deuda pública.

c) *Endeudamiento externo*

Variación de préstamos externos
+ Colocación de títulos
— Amortización de deuda externa
— Variación de reservas internacionales

El método propuesto por Cavallo y Pena se diferencia del aquí propuesto por las siguientes razones:

— No toma en cuenta las variaciones de los activos en moneda nacional del sector público no financiero —principalmente depósitos en el resto del sistema financiero—, los que, dada su magnitud, pueden afectar significativamente los resultados.

— Las cuentas del BCRA están tomadas a valores contables de origen, omitiendo los devengamientos, que pueden ser de dos tipos: los que se encuentran emitidos pero no contabilizados por el BCRA —base devengada, como por ejemplo CRM a cobrar y OPP—¹³ y los que se devengan pero no tienen efectos monetarios —intereses devengados sobre créditos—. Estos devengamientos son muy importantes a partir de 1981, no sólo porque los mismos se incrementaron como consecuencia de las nuevas normas financieras implementadas desde entonces, sino también por lo elevado de las tasas nominales de interés y de inflación.

— Computa la adquisición de reservas como gasto público, generando un déficit interno, aunque después ello es compensado por la acumulación de reservas en la definición del desequilibrio externo.

— No contempla en absoluto las revaluaciones de activos y pasivos, indexados o en moneda extranjera. Esta falta de revaluaciones es sumamente importante en el análisis de las transferencias patrimoniales, aunque no lo es tanto en el análisis de los desequilibrios de flujos que es lo que intenta medir dicha metodología.

— Incluye las operaciones del Banco Hipotecario Nacional como parte de la deuda pública, pero omite incluir su contrapartida en términos de préstamos, entre los activos.

— Omite las órdenes de pagos previsionales.

— Otras diferencias menores.

Muchas de estas diferencias se originan en el hecho de que ambas metodologías persiguen objetivos distintos. La metodología propuesta en este trabajo busca mensurar las transferencias patrimoniales entre sectores, mientras que la metodología de Cavallo y Pena busca medir las presiones inflacionarias derivadas de los desequilibrios fiscales, por lo que no son estrictamente comparables.

Sin embargo, es importante señalar que dicha metodología no mide la totalidad de dichas presiones, no solamente por las omisiones señaladas, sino porque las presiones inflacionarias deben medirse fundamentalmente en el mercado de base monetaria, en el cual los dese-

¹³ La CRM es un instrumento de regulación monetaria, a través de la cual se contabilizaban los intereses abonados sobre los efectivos mínimos, con cargo al Tesoro. Como con altas tasas de interés y elevados encajes, las demoras en abonar dichos intereses son muy costosas, elevando el costo de la intermediación financiera, el BCRA autorizó a las entidades a computar entre sus disponibilidades los intereses devengados y abonados a los depositantes pero cuyo pago no fue aun efectivizado por el BCRA, con lo que en la práctica se produce una discrepancia entre las disponibilidades registradas por las entidades y las contabilizadas por el BCRA. Las Ordenes de Pago Previsionales (OPP) operan exactamente del mismo modo.

quilibrios fiscales son sólo un elemento.¹⁴ Los desequilibrios externos, excepto los movimientos de capitales autónomos, son otra forma de ajuste de los desequilibrios en el mercado de base, por lo que no pueden ser incluidos entre los factores causantes de dichos desequilibrios.

A pesar de estos comentarios, debe enfatizarse que el método propuesto por Cavallo y Pena es muy superior al método tradicionalmente en uso en la Argentina. Su principal problema es la falta de ajuste por inflación, pero dichos ajustes son sólo necesarios para medir transferencias patrimoniales en términos reales.

6. *Patrimonio financiero neto del sector público no financiero y del Banco Central*

En función de lo expuesto en las secciones anteriores, y en base al método allí expuesto, se procedió a medir el PFN para el período 1973-1983.

El Cuadro II-3 muestra los activos y pasivos financieros del sector público no financiero, en moneda nacional corriente, a fines de cada año, para el período 1973-1984.

Cuadro II-3

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO - ESTADOS PATRIMONIALES: 1973-1983

(Saldos a fin de período en miles de millones de pesos)

ACTIVO

<i>Fin de:</i>	<i>Depósitos en BCRA</i>	<i>Otros Depósitos</i>	<i>Títulos Públicos</i>	<i>Libramientos Impagos</i>	<i>Otros Activos</i>	<i>Total</i>
1973	0.8	13.4	1.3	1.9	0.2	17.6
1974	1.5	27.5	1.3	4.3	0.2	34.8
1975	1.4	71.9	2.3	13.9	—	89.5
1976	13.0	381.3	39.2	49.5	7.6	490.6
1977	21.3	1257.1	201.0	153.0	34.4	1666.8
1978	44.0	2855.0	288.0	237.0	— 54.5	3369.5
1979	58.0	6729.0	740.8	609.0	—	8136.8
1980	40.0	14130.0	1378.2	1825.0	152.8	17526.0
1981	200.0	28612.0	1937.2	4722.0	525.4	35996.6
1982	13870.0	82530.0	28.4	5674.0	121.3	104623.7
1983	75330.0	366630.0	—	131390.0	— 242.0	573108.0

¹⁴ En el ejemplo ilustrativo presentado en Arriazu, Leone y López Murphy se muestra el funcionamiento de los mecanismos de ajuste inflacionario ante políticas fiscales y monetarias expansivas. Dicho ejemplo ayuda a comprender las principales diferencias entre la metodología propuesta por Cavallo y Pena y la utilizada en este trabajo.

(Continuación)

PASIVO

Fin de:	Titulos Públicos	Libra- mientos Impagos	Adelantos BCRA	Fondo Unifi- cado	Deuda Finan- ciera en m/n	Deuda Comer- cial Interna	OPP	Otros Pasivos Internos
1973	7.4	3.9	27.4	2.8	8.2	8.0	—	0.2
1974	11.3	6.6	50.9	3.7	15.0	11.6	—	0.2
1975	64.4	20.7	170.5	19.5	45.8	91.1	—	—
1976	588.7	53.0	436.8	110.7	108.0	235.0	—	7.6
1977	979.7	174.3	991.1	231.3	411.7	576.0	39.0	34.4
1978	2626.1	293.6	1076.0	447.2	1347.0	1078.0	88.0	— 54.5
1979	7139.3	652.0	1070.0	976.8	3857.2	1555.0	415.0	—
1980	8676.3	2115.6	10020.0	1555.0	9871.0	4229.0	852.2	152.8
1981	20517.3	2575.8	43540.0	1564.0	30345.0	8477.0	1139.0	525.4
1982	54581.4	5919.9	135750.0	6243.0	179551.9	21253.0	1450.0	121.3
1983	—	139990.0	1373300.0	31900.0	724130.0	246799.0	44970.0	— 242.0

OTROS PASIVOS

Fin de:	Deuda Financiera Interna en m/e	Total Pasivos Internos	Deuda Externa	Total Pasivos	Patrimonio Financiero Neto
1973	—	57.9	20.6	78.5	— 60.9
1974	—	99.3	30.1	129.4	— 94.6
1975	—	412.0	194.7	606.7	— 517.2
1976	—	1539.8	950.1	2489.9	— 1999.3
1977	32.0	3469.5	2815.3	6284.8	— 4618.0
1978	276.0	7177.4	6558.6	13736.0	— 10366.5
1979	543.0	16208.3	8331.9	15509.3	— 12139.8
1980	1374.0	38845.7	15898.8	32107.1	— 23970.3
1981	(a)	111383.5	28135.6	66981.3	— 49455.3
1982	(a)	404870.5	207378.4	318761.9	— 282765.3
1983	(a)	2560847.0	1350586.0	1755456.5	— 1650832.8
			6757673.9	9318520.9	— 8745412.9

Fuentes:

TITULOS PÚBLICOS: Se utilizó la información publicada en el Boletín Estadístico del BCRA. Las cifras corresponden al total de deuda instrumentada neta de tenencias del BCRA. Las tenencias de empresas del Estado y otros organismos públicos están incluidas en el activo. Los Bonos de Consolidación Económico Financiera y los de Absorción Monetaria están excluidos de este cuadro e incluidos en el correspondiente al BCRA, por considerar que su origen se corresponde más ajustadamente con las operaciones financieras del BCRA.

LIBRAMIENTOS IMPAGOS, UTILIZACIÓN DEL FONDO UNIFICADO y OTROS PASIVOS: Información del Boletín de Tesorería.

ADELANTOS TRANSITORIOS: Boletín Estadístico del BCRA. La información correspondiente a Adelantos Transitorios no coincide con la publicada por la Secretaría de Hacienda, porque la Tesorería utiliza en ocasiones los adelantos transitorios con otros fines, por consistencia con las cifras monetarias, en este caso se utilizó la información del BCRA.

DEPÓSITOS EN MONEDA NACIONAL: Información publicada en el Boletín Estadístico del BCRA. A partir de 1981, dicha información no se publica en forma desagregada.

DEUDA FINANCIERA EN MONEDA NACIONAL: Corresponde básicamente a deudas de empresas y organismos del Estado. La información hasta 1980 proviene del Boletín del BCRA, pero a partir de 1981 se utiliza la de la Sindicatura de Empresas Públicas, por no contar con la anterior. Las respectivas series son muy similares, pero la segunda subestima ligeramente el total.

DEUDA FINANCIERA EN M/E EN EL MERCADO INTERNO: Boletín del BCRA.

OBLIGACIONES DEL SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (OPP), información del Ministerio de Bienestar Social y del Banco Central, a través de la estadística de Recursos Monetarios y Efectivo Mínimo.

DEUDA COMERCIAL INTERNA: Sindicatura de Empresas (SIGEP), por lo que dicha información es parcial.

DEUDA EXTERNA: Información publicada por el Banco Central, en los Boletines Estadísticos, convertidos a pesos corrientes mediante el uso del tipo de cambio financiero del último día de cada período.

Nota: En el activo no se han incluido las tenencias de los distintos organismos de efectivo y sobre todo de divisas en el exterior (considerables en algunos momentos), lo que se compensa con el hecho de que la deuda comercial solo considera la deuda de empresas bajo el control de la Sindicatura.

¹ Durante 1978 el Banco Central modificó la cobertura de la información de deuda externa, con lo que incrementó su saldo. Para dicho período se incluyen ambas cifras de deuda externa.

(a) Los saldos de endeudamiento en moneda extranjera en el sistema financiero local están incluidos en estos años en los saldos correspondientes a deudas financieras en moneda local.

En base a este cuadro podemos construir un cuadro que resuma, en diferentes unidades de cuenta, la evolución del patrimonio financiero neto del sector público no financiero durante el período bajo estudio. El cuadro II-4 muestra tal resumen:

Cuadro II-4

**EVOLUCION DEL PATRIMONIO FINANCIERO NETO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 1973-1983**

(En distintas unidades de cuenta)

<i>Fin de</i>	<i>En pesos corrientes (miles de millones)</i>	<i>En pesos de 1970 (millones)</i>	<i>En dólares corrientes (millones)</i>	<i>Como fracción del PBI (porcentajes)</i>
1973	— 60,9	— 17,58	— 6.102	— 16,08
1974	— 94,6	— 18,58	— 9.479	— 15,93
1975	— 517,2	— 23,54	— 8.507	— 19,09
1976	— 1.999,3	— 19,93	— 7.218	— 17,41
1977	— 4.618,0	— 18,21	— 7.710	— 14,94
1978	— 10.365,5	— 16,12	— 10.294	— 13,69
1/	— 12.139,8	— 18,88	— 12.055	— 16,03
1979	— 23.970,3	— 16,10	— 14.778	— 12,81
1980	— 49.455,3	— 18,15	— 24.777	— 14,34
1981	— 292.766,3	— 39,14	— 28.098	— 32,98
1982	— 1.650.832,8	— 55,21	— 33.989	— 49,13
1983	— 8.729.650,0	— 55,49	— 37.531	— 48,03

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos del Cuadro II-3. La conversión a moneda constante se efectuó en base al índice del deflactor del PBI, y a dólares en base al tipo de cambio financiero oficial, a fines de período. El PBI fue transformado a precios de diciembre de cada año.

Para medir los desequilibrios fiscales del sector público no financiero, basta con medir las variaciones de período a período del patrimonio financiero neto, en sus diferentes unidades de cuenta. Este cálculo será mostrado más adelante, luego de efectuar las mismas mediciones en base a las cifras del BCRA. Un somero examen de las cifras, sin embargo, permite rápidamente visualizar que los resultados difieren bastante según cual sea la unidad de cuenta utilizada, principalmente entre las mediciones en términos de dólares y las mediciones en términos de moneda constante o fracción del PBI.

El Cuadro II-5 muestra la evolución del patrimonio financiero neto del Banco Central, utilizando el mismo procedimiento. En este cuadro es fundamental señalar que las cifras de reservas están contabilizadas al tipo de cambio de fin de año y con el precio del oro de fin de año, por lo que las mismas difieren bastante de las normalmente publicadas por el Banco Central. La utilización del precio del oro de mercado es una decisión obvia, puesto que las variaciones en dicho precio son en esencia la tasa de interés implícita de dicho activo monetario.

Cuadro II-5

BANCO CENTRAL - ESTADOS PATRIMONIALES: 1972-1983

(En miles de millones de pesos)

ACTIVO

<i>Fin de:</i>	<i>Sector Externo¹ Neto</i>	<i>Sector Público Neto</i>	<i>Sector Financiero Neto</i>	<i>Pesos a futuro</i>	<i>Total</i>
1973	11.4	26.6	11.5	4.8	54.3
1974	15.2	49.4	8.1	2.7	75.4
1975	25.4	169.1	71.1	90.0	355.6
1976	226.1	423.8	137.7	137.0	924.6
1977	2021.6	969.8	592.9	—	3584.3
1978	6946.4	1032.0	631.0	—	8609.4
1979	20349.3	1012.0	978.0	—	22339.3
1980	20493.1	99800.0	11770.0	—	42243.1
1981	61245.7	43340.0	41660.0	34480.0	180725.7
1982	241776.6	121880.0	478170.0	234513.0	1076339.6
1983	367624.3	1297970.0	1377650.0	571497.0	3614741.3

(Continuación)

PASIVO

<i>Fin de:</i>	<i>Base Monetaria</i>	<i>Capital y Cuentas Varias²</i>	<i>Divisas a futuro</i>	<i>Bono Consolidado</i>	<i>Bono de Absorción</i>	<i>Total</i>
1973	45.1	2.0	5.2	—	—	52.3
1974	71.8	— 1.3	2.5	—	—	73.1
1975	233.9	— 0.3	115.3	—	—	348.9
1976	1029.9	— 51.4	156.8	—	—	1135.3
1977	3638.0	16.0	10.8	—	—	3664.8
1978	7117.5	160.0	—	—	—	7177.4
1979	13175.0	1206.0	—	—	—	14381.0
1980	23590.0	2093.0	—	—	—	25683.0
1981	51330.0	27262.0	58957.2	75.0	—	137624.2
1982	433240.0	115976.0	460200.8	27551.3	—	1036968.1
1983	1976460.0	596651.0	1186260.0	101523.9	60675.2	3921570.1

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de fin de ejercicio del Banco Central. La información correspondiente a los bonos de consolidación y de absorción monetaria proviene del Boletín Estadístico del Banco Central. Las estimaciones de los valores actualizados de las operaciones a futuro (pesos a futuros y divisas a futuros) son cálculos propios.

¹ Mide la posición externa neta del BCRA, a tipo de cambio actualizado y con el oro valuado a precio de mercado.

Se excluyen las cifras correspondientes a la C.R.M. —puesto que en realidad no son un activo del BCRA y sólo reflejan pérdidas nominales derivadas de los intereses netos abonados por los encajes— disminuyendo como contrapartida los valores del patrimonio financiero neto del BCRA.

² La cuenta Capital y Cuentas Varias se registra tal como está contabilizada en los balances del BCRA, por lo que al no haberse incluido los revalúos y otras cuentas no contabilizadas, no refleja el verdadero PFN. En el Cuadro II-3 se efectúan dichos ajustes.

En base a este cuadro podemos medir el patrimonio financiero neto del Banco Central en las distintas unidades de cuenta.

Cuadro II-6

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO NETO
DEL BANCO CENTRAL: 1973-1983
(En distintas unidades de cuenta)

<i>Fin de</i>	<i>En pesos corrientes (miles de millones)</i>	<i>En pesos de 1970</i>	<i>En dólares corrientes (millones)</i>	<i>Como fracción del PBI (porcentajes)</i>
1973	4,0	1,2	401	1,06
1974	1,0	0,2	100	0,17
1975	6,4	0,3	105	0,24
1976	— 262,1	— 2,6	— 946	— 2,28
1977	64,5	0,3	108	0,21
1978	1.491,9	2,3	1.481	1,97
1979	9.164,3	6,2	5.650	4,90
1980	18.556,9	6,9	9.345	5,41
1981	70.363,5	9,7	6.638	8,21
1982	156.337,5	5,2	3.198	4,62
1983	289.822,2	1,8	1.246	1,59

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos de los cuadros II-3 y II-4.

Esta información muestra claramente la importancia de incluir las actividades del Banco Central en el análisis de la política fiscal. Las mediciones del patrimonio financiero neto de dicha institución muestran que los niveles de patrimonio son en algunos períodos bastante elevados, con lo que excluirlos del análisis llevaría a serios problemas de interpretación de la realidad; pero, adicionalmente, sus variaciones son muy significativas.

El Cuadro II-7 muestra la evolución del patrimonio financiero neto del sector público consolidado, en distintas unidades de cuenta. Como puede apreciarse en el mismo, las variaciones del patrimonio financiero neto del sector público consolidado son menos violentas que las del sector público no financiero, puesto que en la mayoría de los períodos las resultados del Banco Central tienden a atemperar los resultados del sector público tradicional.

Cuadro II-7

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO NETO
DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO: 1973-1983
(En distintas unidades de cuenta)

Fin de:	En Pesos Corrientes			En Pesos de 1970	En Dólares corrientes (millones)	Como % del PBI (porcentajes)
	Activo	Pasivo (En miles)	PFN de millones)			
1973	71.9	128.8	— 56.9	— 15.50	— 5701	— 15.03
1974	110.2	203.8	— 93.6	— 18.36	— 9369	— 15.74
1975	445.1	955.9	— 510.8	— 21.69	— 8401	— 18.85
1976	1415.2	3676.6	— 2261.4	— 22.55	— 8164	— 19.69
1977	5251.1	9804.6	— 4553.5	— 18.06	— 7812	— 15.15
1978	11978.9	20853.5	— 8874.6	— 13.80	— 8813	— 11.72
1		22626.8	— 10647.9	— 16.56	— 10574	— 14.06
1979	30476.1	45282.1	— 14806.0	— 9.94	— 9128	— 7.91
1980	59769.1	90667.5	— 30898.4	— 11.31	— 15432	— 8.93
1981	216722.3	429124.1	— 212401.8	— 29.40	— 20038	— 24.78
1982	1180963.3	2675458.6	— 1404595.3	— 50.02	— 30790	— 44.51
1983	4187849.3	12643440.0	— 8455590.7	— 53.65	— 36285	— 46.44

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de los Cuadros II-3 al II-6.

También puede observarse en este cuadro que, mientras el patrimonio financiero neto del sector público consolidado, medido en términos de pesos corrientes, tiende permanentemente a deteriorarse —consecuencia obvia de la inflación—, medido en términos de otras unidades de cuenta esto deja de ser cierto; hay años en los que dicho patrimonio mejora significativamente y hay otros en los que el deterioro es muy acelerado.

7. Desequilibrios fiscales

Como señaláramos anteriormente, las variaciones anuales en los saldos del PFN de cada sector reflejan la contrapartida de los desequilibrios operativos de cada sector. En este caso, las variaciones anuales de

los saldos del PFN del sector público consolidado, ajustados por "inflación" en base a estas distintas unidades de cuenta, reflejan los desequilibrios anuales de dicho sector, por lo que en base a la información del Cuadro II-7 estamos en condiciones de calcular dichos desequilibrios. El Cuadro II-8 mide dichos desequilibrios.

Cuadro II-8

**MEDICIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS FISCALES
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO: 1974-1983**

(En distintas unidades de cuenta)

Periodo	<i>En pesos corrientes (miles de millones)</i>	<i>En pesos de 1970 (millones)</i>	<i>En dólares corrientes (millones)</i>	<i>Como fracción del PBI (porcentajes)</i>
1974	- 36,7	- 2,86	- 3.668	- 0,71
1985	- 417,2	- 3,33	968	- 3,11
1976	- 1.750,6	- 0,86	237	- 0,84
1977	- 2.292,1	4,09	347	4,54
1978	- 4.321,1	4,66	- 999	3,43
1979	- 4.158,1	6,62	1.446	6,15
1980	- 16.092,4	- 1,37	- 6.304	- 1,02
1981	- 181.503,4	- 18,09	- 4.606	- 15,85
1982	- 1.282.093,5	- 20,62	- 10.752	- 19,73
1983	- 648.904,6	- 3,63	- 5.758	- 1,93

Fuentes: Elaboración propia en base a los datos del Cuadro II-7.

Estos resultados muestran cuán distintos son los resultados fiscales cuando las mediciones se efectúan en base a las cifras del sector público consolidado, incluyendo los resultados de las operaciones del BCRA, y cuando se las mide en las distintas unidades de cuenta. Expresados en pesos corrientes, los resultados operativos del sector público muestran persistentemente déficit de magnitudes crecientes, reflejo de la creciente inflación. En parte, estas cifras muestran también las presiones que dichos desequilibrios ejercen sobre los mercados financieros. Medidos en moneda constante, los resultados son bastante distintos puesto que las cifras muestran déficit en todos los años —aunque relativamente muy inferiores a los medidos por las cifras nominales—, excepto durante el período 1977-1979; es decir, la inclusión de las operaciones del BCRA y de la exposición financiera a la inflación de los activos y pasivos financieros del BCRA tiende a reducir la magnitud de las transferencias patrimoniales desde el sector público, y en algunos casos las revierten. Medidas en dólares, las cifras muestran también algunos años con superávit, aunque en períodos distintos a los de las cifras en moneda nacional constante; esto es así por las importantes variaciones en el tipo de cambio real que se registraron durante el período de análisis.

III. BALANZA DE PAGOS Y DEUDA EXTERNA

1. *Definición del concepto de balanza de pagos*

La cuarta edición del *Manual de la balanza de pagos*, publicada por el FMI,¹⁵ define la balanza de pagos como "... un estado contable de partida doble que abarca las estadísticas relativas a un período dado sobre: a) variaciones en la composición de los activos de una economía debidas a los intercambios con el resto del mundo, b) variaciones del valor global de los activos de una economía debidas a la migración de individuos, y c) todas las demás variaciones del valor global o la composición de las tenencias de una economía en oro monetario, derechos especiales de giro (DEG) en el Fondo, y activos o pasivos frente al resto del mundo". Esta definición, si bien conceptualmente correcta, tiene el inconveniente de que para entender precisamente su significado se requiere una amplia y precisa aclaración del significado de los puntos a), b) y c).

Una definición más apropiada a los fines de este trabajo se encuentra en un reciente trabajo de la Comisión Económica para la América Latina y el Caribe (CEPAL), en el que se señala que: "El balance de pagos reúne en un solo conjunto de datos los flujos reales y financieros entre los residentes de una economía y los del resto del mundo, de un modo que permite apreciar sus interrelaciones. Este balance refleja, en última instancia, algo así como la restricción de presupuesto para el conjunto de la economía: el saldo del intercambio de bienes y servicios y de los pagos a factores y las transferencias unilaterales de recursos deben tener como contrapartida la acumulación de activos contra el resto del mundo, sea por parte de la autoridad monetaria o de otros agentes residentes en el país".¹⁶

Esta última definición coincide plenamente con la utilizada en este documento para el análisis del comportamiento del sector externo de la Argentina durante el período 1971-1983, para describir el comportamiento de la posición externa neta (PEN) de los sectores público y privado y para analizar las interrelaciones entre los patrimonios financieros netos de los sectores público, privado y externo.

El Cuadro III-1 muestra un detallado esquema de registro contable de las transacciones externas de un país, a partir de esta última definición, basado en las matrices de flujos de ingreso-egreso y de variaciones patrimoniales.

¹⁵ Fondo Monetario Internacional — "Manual de la Balanza de Pagos - Cuarta Edición"; Washington D.C., 1972.

¹⁶ Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe — "Estadísticas económicas de corto plazo de la Argentina: Sector externo y condiciones económicas internacionales" — Documento de Trabajo N° 20— Buenos Aires, Mayo de 1986.

Cuadro III-1

TRANSACCIONES CORRIENTES Y VARIACIONES PATRIMONIALES

<i>FLUJOS DE INGRESO-EGRESO</i>	<i>Egresos</i>	<i>Ingresos</i>	<i>Flujo Neto</i>
Transacciones Corrientes			Saldo Cta. Cte.
Mercancías	Importaciones (CIF)	Exportaciones (FOB)	Saldo Balanza Mercancías
Servicios Reales	Pagos	Cobros	Saldo Balanza Servicios reales
Fletes de embarque	Pagos	Cobros	
Seguros de embarque	Pagos	Cobros	
Otros Servicios de embarque	Pagos	Cobros	
Gastos portuarios	Pagos	Cobros	
Gastos de Turistas	Pagos	Cobros	
Otros gastos de transporte	Pagos	Cobros	
Otros gastos de viaje	Pagos	Cobros	
Servicios Financieros	Pagos	Cobros	
Renta no repartida de Inversión Directa	Pagos dev.	Cobros dev.	
Renta de Inversión Directa	Pagos	Cobros	
Intereses de Deuda Externa	Pagos		
Intereses de Activos Externos Autoridades Monetarias Sector Privado		Cobros	Saldo Balanza Servicios Financieros
Impuestos	Pagos	Cobros	
Reparaciones	Pagos	Cobros	
Transferencias Varias	Pagos	Cobros	Saldo Cuenta Transferencias
Intergubernamentales A y de Org. Internacionales Gastos de Func. y Embajadas Remesas Personales Etcétera			
<i>AJUSTES DE VALUACIÓN</i>	<i>Pérdidas</i>	<i>Ganancias</i>	<i>Ajustes Netos</i>
Deuda externa			
Pública			
Privada			
Activos financieros externos			
Del sector público			
Del sector privado			
Activos externos reales			
Del sector público			
Del sector privado			
Inversiones de no residentes			

Cuadro III-1

TRANSACCIONES CORRIENTES Y VARIACIONES PATRIMONIALES
(Continuación)

VARIACIONES PATRIMONIALES	Activo	Pasivo
Deuda externa		X
Por flujos de capitales		
Pública		
Privada		
Por ajustes de valuación		
Pública		
Privada		
Activos Financieros externos	X	
Por flujos de capitales		
Del sector público (Reservas)		
Del sector privado		
Por ajustes de valuación		
Del sector público (Reservas)		
Del sector privado		
Activos externos reales	X	
Por flujos de capitales		
Del sector público (Reservas)		
Del sector privado		
Inversiones Externas (Flujos)		X
Por flujos de capitales		
Por ajustes de valuación		

Fuentes BCRA.

Este extenso Cuadro puede ser resumido mediante la siguiente identidad:

$$\text{Cuenta Corriente} + \text{Ajustes de Valuación} = \text{Var. PEN} - \text{Inversión Directa}$$

en donde Var. PEN refleja la variación de la posición externa neta (activos financieros externos menos pasivos financieros externos) del país en su conjunto (sectores público y privado), y en donde el concepto de Inversión Directa debe ser interpretado como la variación en el saldo neto de las tenencias de activos reales por parte de los no residentes (valor de las inversiones reales externas en el país menos las inversiones reales de los residentes —tanto del sector público como del sector privado— en el exterior).

Sin embargo, en la mayoría de los países la forma usual de presentación difiere de la que muestra el Cuadro III-1. Ello es así porque, continuando con una tradición histórica, dicha presentación busca enfatizar la evolución de las reservas netas de las autoridades monetarias. Esta forma de presentación es la adecuada cuando se desea explicar la evolución de la liquidez de la autoridad monetaria y tenía su razón de ser en momentos en que las tenencias privadas de divisas eran prácticamente inexistentes, pero es insuficiente en momentos en que las tenencias privadas de activos financieros externos superan con creces las tenencias oficiales.

Más aún, como se podrá apreciar más adelante, tanto la forma de

presentación como la propia información de la balanza de pagos de la Argentina plantean serias dificultades analíticas y de consistencia.

El Cuadro III-2 muestra la forma de presentación de la Balanza de Pagos por parte del BCRA, a partir de 1978. Con ligeras variantes, dicha presentación sigue el esquema tradicional. Si bien desde el punto de vista contable ambas formas de presentación son simplemente variantes para expresar la misma clase de conceptos y, tal como lo señala el mencionado estudio de la CEPAL, "la presentación del Balance de Pagos depende del tipo de relación que se busque resaltar... y de las convenciones que se utilicen", en la práctica la información no es tan completa como debería serlo, por lo que la forma tradicional de presentación no permite visualizar la totalidad de las interrelaciones que interesan en un mundo tan complejo como el actual.

Cuadro III-2

ESQUEMA DE PRESENTACIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS EN LA ARGENTINA

TRANSACCIONES CORRIENTES

— Mercancías y servicios

Mercancías

Fletes y Seguros sobre embarques internacionales

Transportes diversos

Viajes

Transacciones del gobierno no incluidas en otras partidas

Servicios diversos

Servicios financieros

— Transferencias unilaterales de carácter privado y gubernamental

MOVIMIENTOS DE CAPITALES NO COMPENSATORIOS

— De empresas

A corto plazo

A largo plazo

— Del gobierno

A corto plazo

• gobierno nacional

• gobiernos locales

A largo plazo

• gobierno nacional

• gobiernos locales

— Del sistema bancario

ERRORES Y OMISIONES

PAGOS INTERNACIONALES

- Variación de reservas internacionales
- Movimiento de capitales compensatorios
- Asignación de DEG
- Ajustes por cambio de paridad

2. *Evolución reciente de la Cuenta Corriente y del Balance de Pagos*

El Cuadro III-3 muestra la evolución de los principales rubros que integran la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, durante el período 1971-1983.

Cuadro III-3

EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS: 1971-1973

(En millones de dólares corrientes)

Periodo	Exportaciones de Bienes y Servicios Reales	Importaciones de Bienes y Servicios Reales	Servicios Financieros	Transferen. Unilaterales	Saldo en Cuenta Corriente
1971	2197	2328	— 256	— 3	— 390
1972	2399	2284	— 334	— 4	— 223
1973	3823	2719	— 394	11	721
1974	4792	4331	— 333	0	127
1975	3740	4600	— 430	5	— 1285
1976	4774	3652	— 493	19	650
1977	6783	4945	— 579	31	1290
1978	7714	5247	— 681	48	1834
1979	9600	9265	— 920	35	— 550
1980	10764	14024	— 1531	23	— 4768
1981	11545	12537	— 3700	— 22	— 4714
1982	9525	7196	— 4719	32	— 2358
1983	9513	6581	— 5408	15	— 2461

Fuente: Banco Central (Boletín Estadístico); CEPAL, obra citada.

De este cuadro se podrían extraer numerosas conclusiones tales como: la observación de ciclos claramente definidos en el comportamiento de la cuenta corriente, el casi permanente superávit de la cuenta de bienes y servicios reales, el creciente peso de los servicios financieros, etc. Sin embargo, estas conclusiones tentativas deben postergarse hasta verificar la consistencia de estas cifras con las de deuda externa.

El Cuadro III-4, muestra el comportamiento del balance de pagos de la Argentina, durante el mismo período, sobre la base del esque-

ma de registro descripto en el Cuadro III-2. Los saldos de las transacciones de cuenta corriente provienen del Cuadro III-3, y los flujos de capitales han sido divididos en tres grandes rubros: inversiones directas (generalmente incluidas dentro del rubro de capitales no compensatorios, pero que a los fines de este estudio resulta conveniente separarlos), otros capitales no compensatorios (reflejando movimientos autónomos de capital del sector privado no bancario, del sector bancario, de las empresas del Estado y del gobierno en general, excluyendo las autoridades monetarias) y movimientos de capitales compensatorios (del BCRA y del Tesoro) que reflejan operaciones de las autoridades monetarias destinadas a compensar desequilibrios en la cuenta corriente, en los movimientos no compensatorios de capital y/o a modificar la composición de las reservas netas de las autoridades monetarias. Los rubros correspondientes a los ajustes por cambio de paridad y la contrapartida de las asignaciones de DEG fueron incorporados dentro del concepto de capitales compensatorios.

Aunque nuevamente es prematuro extraer conclusiones en base a estas cifras, hasta no conciliarlas con las variaciones de las PEN de cada sector, algunas observaciones preliminares llaman la atención: i) la balanza de pagos muestra ciclos similares a los observados en la cuenta corriente; más aún, con la sola excepción de 1979, el signo de los saldos de la balanza de pagos tiende a coincidir con el de la cuenta corriente, lo que podría indicar el carácter dominante de la cuenta corriente; ii) los capitales no compensatorios tienden a moverse en la misma dirección que los saldos en cuenta corriente, lo que no solamente indica una tendencia de estos movimientos a intensificar los ciclos originados en la cuenta corriente, sino que plantea también la posibilidad de que, en períodos de controles a los movimientos de capitales, los valores registrados en la cuenta corriente tiendan en realidad a ocultar movimientos de capitales (procesos de sobre-facturación de importaciones y sub-facturación de exportaciones), lo que tendería a indicar que, a diferencia de lo que las cifras indican, los movimientos de capitales son relativamente más importantes que los valores "verdaderos" de la cuenta corriente en la explicación de los ciclos de balanza de pagos.

2. *Evolución de las posiciones externas netas de los distintos sectores*

La falta de información detallada impide reconstruir las cifras de la balanza de pagos para su presentación en la forma sugerida en el Cuadro III-1. Sin embargo, la información disponible permite estimar la evolución de los saldos de activos y pasivos financieros externos en los balances de los sectores público y privado.

Los saldos de deuda externa, pública y privada, son publicados periódicamente por el BCRA y, aunque adolecen del inconveniente de que el alcance de su cobertura ha sido modificado en varias ocasiones (sin que se hayan publicado series completas, basadas en las dife-

Cuadro III-4

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS: 1971-1983
(En millones de dólares corrientes)

Período	Transacciones corrientes	Capital no Compensatorio		Errores y omisiones	Balance de Pagos	Variación de Reservas	Capital compensatorio ²
		Inversión Directa ¹	Otros				
1971	- 390	11	- 200	19	- 560	- 385	131
1972	- 223	10	- 85	13	- 285	167	382
1973	721	10	5	- 5	731	921	208
1974	127	10	- 64	21	94	- 51	- 188
1975	- 1285	0	191	- 1	- 1095	- 791	297
1976	650	0	- 333	- 192	125	1192	1084
1977	1290	146	1141	- 97	2480	2227	- 262
1978	1834	274	1060	32	3200	1998	- 1367
1979	- 550	265	4462	202	4379	4442	- 140
1980	- 4768	788	1764	- 298	- 2514	- 2796	- 142
1981	- 4714	927	563	- 208	- 3432	- 3806	- 80
1982	- 2358	257	- 2581	- 399	- 5081	- 651	4535
1983	- 2461	183	- 1602	- 324	- 4204	244	3202

Fuente: BCRA y CEPAL. Obras citadas.

¹ La metodología de cálculo de los valores de la Inversión Directa fue modificada a partir de 1977. Hasta ese entonces solamente se incluían los flujos nuevos de capitales, ignorando las reinversiones de utilidades y regalías tanto en los valores de inversión directa como en la cuenta corriente. A partir de 1977 estos valores son incluidos en ambos rubros.

² Incluye ajustes por cambio de paridad y las asignaciones de DEG.

rentes definiciones, lo que dificulta la comparación de las mismas a través del tiempo), pueden ser consideradas entre las más completas de América latina, con una cobertura más amplia que la mayoría, factor que debe tomarse en cuenta al intentar efectuar comparaciones de carácter internacional. Hasta fines de 1972, las estadísticas de la deuda externa se basaban en las autorizaciones de endeudamiento concedidas por el BCRA, con independencia de que dichas autorizaciones se hayan materializado o no. A partir de noviembre de 1972 se establece un sistema obligatorio de registro del endeudamiento externo, tanto para el sector público como para el privado, con la única salvedad de que en el caso del sector público el endeudamiento a más de 180 días se continuaba registrando en función de las autorizaciones. Las obligaciones del sector público por menos de 5.000 dólares no eran consideradas. A partir de 1975, mediante encuestas, el BCRA establece la efectiva utilización de las autorizaciones al sector público para operaciones de más de 180 días, y a partir de 1978 se establece la obligatoriedad para el sector público de informar sobre operaciones que no superen los 5.000 dólares, mientras que se exceptúa de dicha obligación al sector privado.

En lo que respecta a los valores correspondientes a la evolución de los activos financieros externos del sector público, la información que corresponde a las autoridades monetarias es publicada periódicamente en forma bastante detallada, por lo que no plantea mayores dificultades, con la sola excepción de la valuación de las tenencias de oro cuya contabilización se efectúa en forma totalmente arbitraria, ajustando los valores en concordancia con la evolución del precio internacional del oro a intervalos completamente arbitrarios. Por el contrario, no existe información acerca de las tenencias de activos financieros externos por parte de otros organismos del sector público y, aunque generalmente estas tenencias han sido casi nulas, en algunos momentos del período bajo estudio estas tenencias parecerían haber alcanzado cierta significación.

Los valores correspondientes a la evolución de las tenencias privadas de instrumentos financieros externos plantean naturalmente mayores dificultades por la falta de información confiable. Afortunadamente, en los últimos años, tanto el Banco de Ajustes de Basilea como el Fondo Monetario Internacional han realizado serios esfuerzos para conciliar la información publicada a nivel nacional y para ampliar la información existente en materia de depósitos de no residentes en centros financieros importantes. Para el caso particular de la Argentina, las publicaciones periódicas de dichos organismos constituyen una buena fuente de información básica que debe necesariamente ser complementada con datos relacionados con los saldos de depósitos privados en el Uruguay, las tenencias privadas de Bonex y las tenencias de divisas en efectivo. Lamentablemente, la información disponible plantea la posibilidad de dos tipos de errores: el incluir como parte de las tenencias privadas los depósitos registrados a nombre de argentinos no residentes en el país (posiblemente poco importante) y el ignorar los depósitos de argentinos realizados a través de sociedades registradas en el exterior (casi con seguridad bastante importantes). La validez de las cifras estimadas a través de esta metodología debe ser verificada a través de la conciliación de las mismas con los datos globales de balanza de pagos, ajustando estos últimos para tomar en cuenta los intereses no registrados de las tenencias privadas y posibles estimaciones de sobre y sub-facturación en períodos de vigencia de control de cambios. En este trabajo se utilizan estimaciones realizadas por uno de los autores del mismo, basadas en una metodología similar a la descrita en este párrafo.

En lo que respecta a las tenencias privadas de activos reales en el exterior, la información estadística disponible es totalmente nula y solo existe la presunción de que en algunos momentos del período bajo estudio los flujos anuales de adquisición de activos reales en el exterior pueden haber alcanzado valores importantes (basta con observar la expansión del balneario de Punta del Este, Uruguay, durante la última década). La conciliación de las cifras de balanza de pagos con las de la evolución de la posición externa neta del país puede ayudar a una mejor cuantificación de este fenómeno.

El Cuadro III-5 muestra la evolución de los activos y pasivos financieros externos, y por consiguiente de la posición externa neta, de los sectores público y privado, así como del agregado de ambos.

Cuadro III-5

POSICION EXTERNA NETA DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO: 1970-1983

(Saldos a fin de periodo en millones de dólares)

Fin de:	Sector Público			Sector Privado			Total		
	Activo	Pasivo	PEN	Activo	Pasivo	PEN	Activo	Pasivo	PEN
1970	749	1607	— 858	791	1732	— 941	1540	3339	— 1799
1971	361	1898	— 1537	1202	1829	— 627	1563	3727	— 2164
1972	693	2409	— 1716	1450	2699	— 1249	2143	5108	— 2965
1973	1749	2672	— 923	1208	2807	— 1599	2957	5479	— 2522
1974	2055	3555	— 1500	1377	3410	— 2033	3432	6965	— 3533
1975	1238	4021	— 2783	3409	3854	— 445	4647	7875	— 3228
1976	2575	5189	— 2614	3505	3091	414	6080	8280	— 2200
1977	4719	6044	— 1325	3018	3635	— 617	7737	9679	— 1941
1978	6981	6596	385	2948	4139	— 1191	9929	10735	— 806
1		8357	— 1376					12496	— 2567
1979	12704	9960	2744	2856	9074	— 6218	15560	19034	— 3474
1980	10396	14459	— 4063	4827	12703	— 7876	15223	27162	— 11939
1981	6238	20024	— 13786	10287	15647	— 5360	16525	35671	— 19146
1982	5787	28616	— 22829	14759	15018	— 259	20546	43634	— 23088
1983	4234	31706	— 27472	17335	13381	3954	21569	45087	— 23518

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por el BCRA (Boletines Estadísticos), CEPAL (Estadísticas Económicas de corto plazo de la Argentina. Sector externo y condiciones económicas internacionales. En el caso de las tenencias privadas de divisas, se utilizaron las estimaciones de Arriazu, Ricardo H.; incluidas en los documentos "Movimientos Internacionales de Capitales", Cuadernos de la CEPAL, Santiago de Chile, 1979 (para el período 1970-1977), y en "Argentina: Balanza de Pagos y Deuda Externa, perspectivas para el período 1983-1987" documento no publicado, Buenos Aires, 1983.

¹ Durante 1978, el Banco Central modificó la cobertura de la información de deuda externa, incorporando las obligaciones con plazos inferiores a 180 días que hasta ese entonces no se incluían, incrementando por lo tanto el saldo de las obligaciones a dicha fecha. Para dicho período se incluyen ambas cifras.

3. *Análisis de consistencia de las cifras de la balanza de pagos y de las posiciones externas netas*

En la sección 1 de este capítulo, al resumir el extenso Cuadro III-1 en una simple identidad contable, se señaló que la consistencia de las cifras requiere que:

$$\text{Cuenta Corriente} + \text{Ajuste de valuación} = \text{Var. PEN} - \text{Inversión Directa}$$

El Cuadro III-6 muestra la evolución de cada uno de estos conceptos durante el período 1971-1983 y examina la consistencia entre las cifras

provenientes de la balanza de pagos (cuenta corriente, ajustes de valuación e inversión directa) y las provenientes de la información concerniente a la evolución del Patrimonio Externo Neto (PEN) (deuda externa, reservas y la estimación disponible sobre la evolución de las tenencias privadas de activos financieros).

Los resultados son realmente sorprendentes dado que la magnitud de las discrepancias son de una importancia insospechada. En casi la mitad de las observaciones anuales esa magnitud supera el valor absoluto al de los saldos de la cuenta corriente para el mismo periodo.

Cuadro III-6

BALANZA DE PAGOS Y VARIACIONES DE LA POSICIÓN EXTERNA NETA
1971-1983

ANÁLISIS DE CONSISTENCIA

(En millones de dólares corrientes)

Periodo	Variación PEN	Cuenta Corriente	Inversión Directa	Ajustes Valuación	Ajustes Precio oro	Discrepancias
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(6)
1971	— 365	— 390	11	— 2	13	— 3
1972	— 801	— 223	10	— 1	85	— 672
1973	443	721	10	— 54	173	— 407
1974	— 1011	127	10	41	297	— 1486
1975	305	— 1285	0	13	— 185	1762
1976	1028	650	0	— 16	— 22	416
1977	258	1290	146	9	142	— 1329
1978	1136	1834	274	166	274	— 1412
1979	— 907	— 550	265	132	1267	— 2021
1980	— 8465	— 4768	788	— 213	338	— 4610
1981	— 7207	— 4714	927	— 353	— 839	— 2218
1982	— 3942	— 2358	257	— 106	260	— 1995
1983	— 430	— 2461	183	9	— 1556	3405

Fuentes y consideraciones: (1) Mide la diferencia entre las PEN totales de dos periodos consecutivos; fueron cuantificadas en base a los datos de la última columna del Cuadro III-5. Los valores para 1978 y 1979 fueron calculados en base a los datos de las PEN que incluyen valores de deuda externa para 1978 sin corregir, y corregidos, respectivamente. (2) Los valores de los flujos de la cuenta corriente provienen de los Boletines del Banco Central y de la publicación de la CEPAL mencionada en el cuadro anterior. (3) Los flujos de inversión directa provienen de la misma fuente. Hasta 1976 esta serie solo contemplaba los nuevos flujos de capitales y no incluía las reinversiones de ganancias, royalties, etc.; a partir de 1977 la serie incluye estos conceptos y la contrapartida se encuentra registrada en el rubro de servicios financieros. (4) El rubro ajuste de valuación proviene de los registros de balanza de pagos, excepto el valor correspondiente a 1983 que fue ajustado porque en dicho periodo se incluyó en dicho concepto un ajuste realizado en el valor de contabilización de las tenencias oficiales de oro. (5) Este ajuste se realiza porque las cifras de activos externos del sector público, utilizada en este estudio, toman el valor de las tenencias de oro a su precio de mercado, mientras que las cifras oficiales sólo muestran una actualización de dichos valores en tres periodos (1972, 1973 y 1983), ajustes que fueron realizados en forma discrecional, lo que distorsiona el análisis de las cifras del sector externo. Los valores de esta columna provienen del Cuadro III-7, calculados en la forma de variaciones anuales de las discrepancias. (6) = (1) — [(2) + (3) + (4) + (5)], mide las discrepancias no explicadas entre los valores de las variaciones en el PEN del país y las fuentes de dicha variación, tal como están registradas en la balanza de pagos.

Es importante enfatizar que, al calcular las variaciones de la posición externa neta del país como un todo, el concepto de PEN incluye las tenencias privadas de divisas, mientras que la cuenta corriente no incluye los intereses de dichas tenencias ni los ajustes que se deben realizar en los saldos de cuenta corriente para tomar en cuenta las distorsiones originadas en los procesos de sobre y sub-facturación (mediante los cuales se obtienen dichas divisas en períodos de control de cambio), por lo que las cifras del Cuadro III-6 contienen un sesgo positivo al calcular tales discrepancias (dichos factores al mejorar el PEN y no corregir correspondientemente la cuenta corriente tienden a mejorar el signo positivo de las discrepancias). A pesar de ello, con la sola excepción de cuatro períodos, las discrepancias muestran persistentemente un signo negativo.

Numerosos factores, bastante generalizados en la experiencia argentina, pueden ayudar a explicar estas discrepancias en términos cualitativos aunque su cuantificación precisa es casi imposible.

En primer lugar, la evolución de las tenencias privadas de divisas que muestra el Cuadro III-5 permite identificar cuatro períodos con tendencia claramente definida y un período de relativa estabilidad. Entre 1970 y 1972, entre 1974 y 1976, y a partir de 1980, las cifras de tenencias privadas muestran una clara tendencia ascendente, mientras que en 1973 las mismas muestran una ligera baja, y entre 1977 y 1979 una baja significativa.

Otro factor a tomar en cuenta es el correspondiente a la valuación de las tenencias oficiales de oro. Tal como se señala en la sección previa, la valuación de las tenencias de oro por parte de la autoridad monetaria es totalmente arbitraria, realizándose las adecuaciones de precios a los valores de mercado, generalmente, en circunstancias en las que los mismos resultan convenientes desde el punto de vista político u operativo (las diferencias de cambio son parte de las ganancias nominales del BCRA, las que se entregan parcialmente cada año al Tesoro), por lo que el valor de las reservas —y los correspondientes ajustes por cambio de paridad en la balanza de pagos— no se corresponden con la realidad.

En este documento, el valor de las tenencias oficiales de oro fue calculado en base a su precio de mercado, y los ajustes de dichos valores fueron tomados en cuenta por separado al calcular las discrepancias, ajustando también los valores del rubro que mide los ajustes por cambio de paridad. El Cuadro III-7 muestra la totalidad de los ajustes realizados en el valor de las tenencias de oro.

Durante la mayor parte del período bajo análisis (con la excepción del período comprendido entre 1978 y mediados de 1982) el sistema cambiario en vigencia impedía la libre compra de divisas (control de cambios), por lo que resulta claro que la mayor parte del incremento en los saldos de las tenencias privadas de divisas debió originarse en operaciones que burlaron el control de cambios, fundamentalmente a través de los conocidos mecanismos de sobre y subfacturación de mercancías y servicios, por lo que los saldos registrados en dichas operaciones tienden a subestimar los superávit y a exagerar los déficit.

Cuadro III-7

VALOR DE MERCADO DE LAS TENENCIAS OFICIALES DE ORO: 1970-1983
(En millones de dólares corrientes)

Fin de	Tenencias Oficiales (mill. de onzas) (1)	Precio de Mercado (Dls. por onza) (2)	Valor de Mercado (3) = (1) + (2)	Valor en Reservas (4)	Discrepancia (5) = (3) - (4)
1970	3.99	37.37	149.11	139.70	9.41
1971	2.56	43.63	111.69	89.70	21.99
1972	3.99	64.90	258.95	151.70	107.25
1973	4.00	112.25	449.00	168.70	280.30
1974	4.00	186.50	746.00	168.70	577.30
1975	4.00	140.25	561.00	168.70	392.30
1976	4.00	134.75	539.00	168.70	370.30
1977	4.18	164.95	689.49	176.70	512.79
1978	4.28	226.00	967.28	180.60	786.68
1979	4.37	512.00	2237.44	183.60	2053.84
1980	4.37	589.50	2576.12	184.60	2391.52
1981	4.37	397.50	1737.08	184.60	1552.48
1982	4.37	456.90	1996.65	184.60	1812.05
1983	4.37	381.50	1667.16	1421.00	246.16

Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados por el FMI en "Estadísticas Financieras Internacionales" y por el BCRA en su "Boletín Estadístico".

(Si bien una parte importante de las adquisiciones se realizan a través de mercados marginales, cabe preguntarse quién provee las divisas en dicho mercado y de dónde provienen las mismas, y la obvia respuesta indica que dichos fondos provienen de operaciones no registradas correspondientes a rubros de la cuenta corriente, puesto que es poco probable que alguien se endeude en el exterior, bajo control de cambio, y no deje registrada dicha operación en el Banco Central).

La corrección de las cifras de la cuenta corriente para tomar en cuenta este factor implica reconocer un mayor nivel de exportaciones de bienes y servicios reales y un menor nivel de importaciones de dichos rubros, con lo que la cuenta corriente debería mostrar resultados más positivos.

El tema de los intereses devengados por las tenencias privadas de divisas plantea el mismo tipo de problema puesto que es uno de los factores explicativos más significativos del crecimiento de dichas tenencias en los últimos años. En el caso particular de la Argentina los intereses devengados sobre las tenencias privadas son totalmente ignorados al estimar la cuenta corriente, con la sola excepción (prácticamente inexistente) de los individuos o empresas que liquidan el producido de dichos intereses al BCRA. La magnitud de los flujos originados en este concepto es significativa y creciente, alcanzando en los años 1982 y 1983 valores cercanos a los 1.500 millones de dólares. El tratamiento contable que se le debe dar a estos flujos está claramente establecido en el Manual de la Balanza de Pagos y en el esquema contable del Cuadro III-1: todos los intereses devengados deben figurar como ingresos en el rubro de servicios financieros de la cuenta corriente, con independencia del hecho de si esos fondos ingresan efectivamente al país o no. En el caso en el que no ingresen, el tratamiento apropiado es el de

registrar el ingreso positivo en la cuenta corriente y su correspondiente salida en la cuenta capital, con la consiguiente acumulación de activos en el exterior por parte del sector privado. Dos líneas de argumentación se oponen a este tratamiento: la primera sugiere que dichos fondos en el exterior no regresarán jamás y, por lo tanto, no hay que considerarlos como pertenecientes al país; si este fuese el caso, cabría tratar a sus propietarios como no residentes y ajustar todas sus tenencias de activos reales y financieros en el país como inversión extranjera, con el correspondiente ajuste en la cuenta corriente y en la cuenta capital. El segundo argumento se basa en la inexistencia de información y en la imposibilidad de calcular dichos flujos; lo no considerarlos es equivalente a considerar que su monto es nulo, lo que constituye una estimación como cualquier otra. Algunos países de la región han resuelto este problema incorporando una estimación de las tenencias privadas en el exterior. Desde el punto de vista de la explicación de las discrepancias del Cuadro III-6, este factor tiende a agravar el problema puesto que, tal como en el caso de los procesos de sobre y sub-facturación, la consideración de los intereses tiende a mejorar los resultados de la cuenta corriente y a ampliar las discrepancias.

El segundo aspecto a tomar en cuenta es el de las tenencias de activos financieros por organismos del sector público no incluidos dentro del concepto de autoridades monetarias. Aunque por lo general estas tenencias fueron poco importantes, en algunos momentos del período 1977-1982 los saldos parecerían haber alcanzado cierta importancia, por lo que los valores correspondientes a la PEN del sector público pueden estar ligeramente subestimados y las discrepancias exageradas. Sin embargo, si dichas tenencias tomaron la forma de depósitos en instituciones del exterior, por la forma de cálculo de las tenencias privadas de divisas dichas tenencias estarían incorporadas dentro del concepto de tenencias privadas, exagerando como contrapartida la PEN del sector privado. En general, estas tenencias no contribuyen mayormente a la explicación de las discrepancias globales, aunque sí pueden contribuir a explicar discrepancias sectoriales.

Un tercer elemento de distorsión, mucho más importante que los anteriores en la explicación de las discrepancias, es la acumulación de activos reales en el exterior por parte de los sectores público y privado. En esencia estas operaciones constituyen una inversión directa del país en el exterior cuyo producido debería haber figurado como ingreso en la cuenta corriente, y haber dado lugar a un movimiento negativo de capital en la balanza de pagos. En el caso del sector público el único elemento importante a tomar en cuenta es el de las obras conjuntas binacionales (Salto Grande y Yaciretá) cuyo tratamiento en la balanza de pagos no queda claro. En el caso del sector privado la importancia de este factor puede alcanzar cierta significación cuando además de tomar en cuenta las inversiones ya comentadas en Punta del Este se agregan las importantes inversiones inmobiliarias en el Brasil y en los EE.UU., y las inversiones directas en empresas radicadas en otros países, además de las inversiones en oro, acciones, etc. El tratamiento contable

de estas operaciones es similar al del primer punto puesto que desde un punto de vista patrimonial estas operaciones no constituyen un gasto (de serlo afectarían la cuenta corriente) sino un cambio en la composición de los activos y pasivos de los residentes del país (para comprar un activo en el exterior se requiere disminuir otros activos o incrementar pasivos). Sin embargo, la disminución de activos incluye la posibilidad de que se trate de activos nacionales (compra de divisas a cambio de activos financieros o reales nacionales) con lo que la operación daría lugar a una salida de capitales que debe quedar registrada en la balanza de pagos. En períodos de libertad cambiaria esta operación se registraría en la balanza de pagos en forma neta, por lo que al conciliar las variaciones de activos y pasivos de cada sector las variaciones en el rubro PEN subestimarían las verdaderas variaciones, contribuyendo a explicar parte de las discrepancias. En períodos de control de cambios el problema es similar al de las tenencias privadas de divisas puesto que los fondos para inversiones en el exterior solo pueden provenir de subestimaciones en los saldos de la cuenta corriente. No debe descartarse tampoco la existencia de inversiones directas externas no registradas.

Un cuarto elemento de distorsión es el relacionado con las llamadas transacciones fronterizas, entre las que se incluyen el contrabando, y con el turismo. Si bien estas operaciones pueden ser de cualquier signo, un análisis de precios relativos permite concluir que el signo de los saldos de dichas transacciones debe haber sido favorable a la Argentina entre 1975 y 1976, mientras que a partir de 1978 el signo debe ser netamente desfavorable. Contablemente estas operaciones deben registrarse en la cuenta corriente con su contrapartida reflejada en variaciones patrimoniales. Si los signos sugeridos en el párrafo anterior fuesen correctos, este nuevo elemento de distorsión contribuiría positivamente a explicar las discrepancias del Cuadro III-6.

El último elemento importante a tomar en cuenta es el de las operaciones secretas del sector público, es decir todas aquellas operaciones, tales como la compra de armamentos, que no figuran como importaciones en la cuenta corriente de la balanza de pagos, pero que sí figuran en los saldos de deuda externa. La importancia de este factor debería surgir de la comparación de las cifras de movimientos de capitales no compensatorios del sector público, registrada en la balanza de pagos, con las correspondientes a la evolución de la deuda externa. de los organismos del sector público no incluidos dentro del concepto de autoridad monetaria.

4. *Deuda externa y flujos de capitales*

La conciliación de las cifras de deuda externa con su correspondiente contrapartida en los flujos de capitales registrados en la balanza de pagos es una tarea ardua que requiere un tratamiento diferente según se trate de cifras del sector público o del sector privado. La forma tradicional de presentación de la balanza de pagos (Cuadro III-2) regis-

tra por separado la acumulación de activos financieros por parte de las autoridades monetarias —por lo que las cifras de flujos de capitales del sector público deberían corresponder exactamente a las variaciones en los saldos de deuda de dicho sector—, mientras que, en el caso del sector privado, los flujos de capitales se registran en forma neta por lo que para poder conciliarlas con las variaciones en los saldos de deuda las mismas deben ser previamente corregidas para incorporar las consecuencias de las variaciones en los saldos de las tenencias privadas de divisas y otros activos reales.

Cuadro III-8

DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO: 1970-1983

(En millones de dólares corrientes)

Fin de:	Total (1)	Autoridades Monetarias (2)	Resto del Sector Público				
			Sub- Total (3)	Empresas (4)	Bancos Oficiales (5)	Empresas Binacionales (6)	Gobierno General (7)
1970	1607	110	1497	738	73	...	686
1971	1898	259	1639	887	75	...	677
1972	2409	616	1793	1051	90	...	652
1973	2672	871	1801	1233	60	...	508
1974	3555	806	2749	1839	51	...	859
1975	4021	1053	2968	2091	51	...	826
1976	5189	2229	2960	2164	52	...	744
1977	6044	1819	4225	2525	187	...	1513
1978	6596	462	6134	3382	297	...	2455
1979	8357	462	7895	4218	297	460	2920
1979	9960	396	9564	4948	436	748	3432
1980	14459	459	14000	7071	678	1244	5007
1981	20024	477	19547	9096	923	1373	8155
1982	28616	4949	23667	11046	1576	1592	9453
1983	31706	7966	23740	11718

Fuentes: Elaboración propia en base a una tarea de conciliación de cifras provenientes del BCRA (Memoria Anual, Boletín Estadístico, Información sobre Crédito Externo, Estado de la Deuda, etc.); Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento; Fondo Monetario Internacional (Recent Economic Developments), y CEPAL (obra citada).

Lamentablemente, estas tareas de correcciones y de conciliación no son sencillas, puesto que la información disponible no es completa y con frecuencia tanto las cifras como las definiciones son contradictorias. A modo de ejemplo basta con señalar que la definición de los conceptos de sector público y privado utilizada para medir la evolución de la deuda externa es distinta a la utilizada en los registros de la balanza de pagos y, además, no existen series consistentes de saldos de deudas efectivamente desembolsadas, por lo que las series normalmente publicadas combinan información correspondiente a saldos de deudas autorizadas (incluyendo operaciones pendientes de desembolso) con saldos de deudas efectivamente desembolsadas. En otras ocasiones la información disponible sobre ciertos ítems, proveniente de distintas fuen-

tes, es francamente contradictoria, como por ejemplo en el caso de los saldos de deuda correspondiente a la empresas del Estado en donde la información disponible proveniente del BCRA muestra en varios períodos saldos de deudas menores a los que reporta la Sindicatura General de Empresas Públicas (SIGEP), con el agravante de que esta última fuente abarca un menor número de empresas que la información supuestamente más completa del BCRA.

El Cuadro III-8 muestra las cifras de deuda del sector público —saldos de deudas efectivamente desembolsadas— clasificadas según el tipo de organismo responsable de dicha deuda. Estas cifras son el resultado de una tarea de conciliación de las cifras provenientes de distintas fuentes y, aunque en general coinciden con las cifras publicadas por el BCRA o por la CEPAL, en ocasiones difieren de las mismas.

Cuadro III-9

**AUTORIDADES MONETARIAS: DEUDA EXTERNA
Y CAPITALES COMPENSATORIOS: 1971-1983**

(Flujos anuales en millones de dólares corrientes)

<i>Periodo</i>	<i>Variación anual de saldos de deuda externa (1)</i>	<i>Flujo anual de capitales compensatorios (2)</i>	<i>Discrepancias (3) = (1) - (2)</i>
1971	149	131	18
1972	357	382	- 25
1973	255	208	47
1974	- 65	- 188	123
1975	247	297	- 50
1976	1.176	1.084	92
1977	- 410	- 262	- 148
1978	- 1.357	- 1.367	10
1979	- 66	- 240	74
1980	63	- 142	205
1981	18	- 80	98
1982	4.472	4.535	- 63
1983	3.017	3.202	- 185

Fuentes: Elaboración propia. La columna (1) se calculó en base a las diferencias entre dos períodos consecutivos de la columna (2) del Cuadro III-8; la columna (2) corresponde a la información sobre flujos de capitales compensatorios de la balanza de pagos (última columna del Cuadro III-4).

a) *Autoridades monetarias*

Al conciliar las cifras de deuda externa del sector público con los correspondientes flujos de capitales resulta conveniente dividir al sector público en dos grandes sectores: el de las autoridades monetarias (compuesto por el Banco Central y las operaciones compensatorias de la Tesorería) y el resto de los organismos del Estado (incluyendo la banca oficial), al que denominaremos con el nombre genérico de sector público no monetario.

El Cuadro III-9 muestra el resultado de tal conciliación en el caso de las autoridades monetarias. Como era de esperar, la conciliación de las cifras correspondiente a las autoridades monetarias no plantea mayores dificultades y las discrepancias existentes son relativamente pequeñas y pueden atribuirse a ajustes de valuación por cambio de paridad. Al no contar para cada período con la información pertinente respecto de la composición de la deuda por moneda, resulta imposible intentar una nueva conciliación de estas cifras; sin embargo, siendo las discrepancias poco importantes, no parece arriesgado concluir que las discrepancias entre las cifras ajustadas de la cuenta corriente y las variaciones en la PEN del país no se originan en los registros de las autoridades monetarias.

b) *Sector público no monetario*

El Cuadro III-10 muestra la misma comparación para el caso del sector público no monetario, compuesto por el gobierno nacional, los gobiernos locales, las entidades autónomas, las empresas del Estado, las entidades binacionales y los bancos oficiales (excluyendo al BCRA).

Estas cifras muestran que una parte importante de las discrepancias totales entre los resultados de la cuenta corriente del balance de pagos y las variaciones de la posición externa neta (cuantificadas en el Cuadro III-6), provienen de las discrepancias entre las variaciones de los saldos de deuda y los flujos registrados de capitales del sector público no monetario. En particular, es importante notar que estas últimas discrepancias no son muy importantes entre 1971 y 1973 (en dichos años, las discrepancias se compensan parcialmente con las discrepancias de signo contrario de las cifras correspondientes a las autoridades monetarias), alcanzan cierta importancia en 1974 y 1975 y se tornan muy significativas a partir de 1977, mostrando un persistente sesgo positivo. Si recordamos los distintos posibles factores explicativos que se describieran en los párrafos anteriores es posible concluir, con un cierto grado de certeza, que una pequeña parte de estas discrepancias se origina en la acumulación de activos financieros externos por parte de organismos pertenecientes al sector público no monetario pero la mayor parte se origina en las llamadas "operaciones secretas", cuya contrapartida debería quedar registrada en el rubro importaciones, con el correspondiente deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los montos estimados de estos desvíos lucen bastante plausibles.

c) *Sector privado*

La medición de las discrepancias correspondientes al sector privado plantea mayores problemas, puesto que las cifras de flujos de capitales se encuentran registradas en forma neta, por lo que se las debe ajustar para tomar en cuenta la acumulación de activos externos por parte de dicho sector. En adición a las dificultades obvias de medición de di-

Cuadro III-10

SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO: DEUDA EXTERNA
Y FLUJOS DE CAPITALES: 1971-1983*(Flujos anuales en millones de dólares corrientes)*

Periodo	Variación anual de saldos de deuda externa (1)	Flujo anual de capitales no compensatorios (2)	Discrepancias (3) = (1) - (2)
1971	142	279	- 137
1972	154	93	61
1973	8	96	- 88
1974	948	696	252
1975	219	460	- 241
1976	- 8	7	- 15
1977	1.265	332	933
1978	1.909	1.388	521
1978 ¹	3.670	—	2.282
1979	1.669	1.361	308
1980	4.436	3.199	1.237
1981	5.547	4.779	768
1982	4.210	76	4.044
1983	73	- 105	178

Fuentes: Elaboración propia. La columna (1) se calculó en base a la diferencia entre dos periodo consecutivos de la columna (3) del Cuadro III-8. La columna (2) proviene de las estadísticas de movimientos de capitales no compensatorios de la balanza de pagos, excluyendo las inversiones directas y los flujos correspondientes a las empresas, a los bancos privados y a las familias. Como los datos de empresas y familias, con anterioridad a 1978, incluyen los flujos de las empresas del Estado, para aislar las cifras correspondientes al sector privado fue necesario estimar las de las empresas del Estado en función de sus datos de deuda. Los flujos correspondientes a los bancos oficiales provienen también de los datos de deuda bajo el supuesto de que no existen discrepancias entre los datos de deuda y los de flujos de capitales de este sector. Las variaciones de deuda incluyen, a partir de 1978, la deuda de las entidades binacionales, al mismo tiempo que no queda claro si los flujos de capitales incluyen los correspondientes a dichas entidades.

¹ Por ampliación de cobertura, la cifra de deuda pública correspondiente a 1978 fue incrementada, siendo imposible asignar dicha diferencia a un periodo en particular.

chas tenencias, y las derivadas del tratamiento contable de los intereses de dichas tenencias, el problema se agrava porque el mecanismo de registro de dichos flujos varía significativamente en función de la existencia, o no, de control de cambios. En la ausencia de control de cambios la compra de divisas se efectúa directamente en el mercado, por lo que los flujos netos de capitales incluyen (con signo negativo) dichas compras, mientras que con controles dichos fondos provienen del mercado paralelo, abastecido a través de operaciones de evasión, las que distorsionan las cifras de los distintos rubros de la cuenta corriente.

El Cuadro III-11 muestra los flujos anuales de variaciones en los saldos de deuda privada, los flujos de movimientos de capitales privados no compensatorios, y las correspondientes discrepancias. En este

cuadro se incluyen, en una columna separada, los flujos de errores y emisiones tal como aparecen en la balanza de pagos, y al estimar las discrepancias este rubro es tratado como si correspondiese al de flujos privados de capitales.

Cuadro III-11

SECTOR PRIVADO: DEUDA EXTERNA Y FLUJOS DE CAPITALES: 1971-1983

(Flujos anuales en millones de dólares corrientes)

Periodo	Variación anual saldos de deuda externa (1)	Flujo anual de capitales compensatorios (2)	Errores y omisiones (3)	Discrepancias (4) = (1) - (2) - (3)
1971	97	- 479	19	557
1972	870	- 178	13	1035
1973	108	- 91	- 5	204
1974	603	- 760	21	1342
1975	444	- 269	- 1	714
1976	- 763	- 340	- 192	- 231
1977	544	809	- 97	- 168
1978	504	- 328	32	800
1979	4935	3101	202	1632
1980	3629	- 1435	- 298	5362
1981	2944	- 4216	- 208	7368
1982	- 629	- 2657	- 399	2427
1983	- 1637	- 1497	- 324	184

Fuentes: La columna (1) está calculada en base a las diferencias en los saldos de dos períodos consecutivos de la correspondiente columna del Cuadro III-5. La columna (2) está calculada en base a los flujos totales de capitales no compensatorios de la balanza de pagos, excluidos los flujos de inversiones directas y los flujos correspondientes al sector público no monetario (columna (2) del Cuadro III-10).

Las cifras del Cuadro III-11 permiten extraer algunas conclusiones: i) si bien las cifras de deuda externa privada muestran, con la sola excepción de tres períodos, una tendencia creciente, las cifras de flujos de capitales provenientes de la balanza de pagos muestran por el contrario (con la sola excepción de dos períodos) una constante fuga de capitales, lo que —si dejamos de lado la posibilidad de acumulación de divisas por parte del sector privado— implicaría una total inconsistencia entre ambos conjuntos de cifras; ii) las correspondientes discrepancias muestran (con la sola excepción de dos períodos) un signo positivo; iii) las discrepancias son, en general, de una magnitud muy significativa.

La observación de los períodos en los que se registran las discrepancias más significativas permite suponer que gran parte de dichas discrepancias quedan explicadas por la acumulación de divisas por parte del sector privado; sin embargo, antes de llegar a dicha conclusión es necesario recordar que estos movimientos sólo pueden explicar dichas discrepancias en períodos de libertad de transacciones en el mercado de cambios, ajustando previamente los resultados por los flujos deven-

gados de intereses de dichas tenencias. El Cuadro III-12 muestra dichos ajustes y las discrepancias que permanecen sin explicación.

Los resultados de este ajuste no son totalmente satisfactorios puesto que, a pesar de que al tomar en consideración las variaciones en las tenencias privadas de activos financieros externos las discrepancias más significativas (1980-1982) son sensiblemente reducidas, de todos modos las discrepancias remanentes son de tal magnitud que las mismas requieren un examen exhaustivo. Sin embargo, la observación de los signos y magnitud de tales discrepancias no explicadas y su asociación con los acontecimientos económicos de los períodos en los cuales los mismos se registraron permiten formar hipótesis de los factores explicativos de tales discrepancias.

Cuadro III-12

TENENCIAS PRIVADAS, INTERESES Y DISCREPANCIAS: 1971-1983

(Flujos anuales en millones de dólares corrientes)

Periodo	Discrepancias	Variación Tenencias Privadas	Intereses Devengados s/Tenencias	Variación no explicada por Intereses	Discrepancias Ajustadas
	(1)	(2)	(3)	(4) = (2) - (3)	(5) = (1) - (4)
1971	557	411	52	359	198
1972	1035	248	58	190	845
1973	204	-- 242	98	-- 340	544
1974	1342	169	114	55	1287
1975	714	2032	134	1898	-- 1184
1976	-- 231	96	154	-- 58	-- 173
1977	-- 168	-- 487	157	-- 644	476
1978	800	-- 70 *	208	-- 278	1078
1979	1632	-- 92 *	278	-- 370	2002
1980	5362	1971 *	427	1544	3818
1981	7368	5460 *	1009	4451	2917
1982	2427	4472	1362	3110	-- 683
1983	184	2576	1273	1303	-- 1119

Fuente: Elaboración propia. La columna (1) reproduce la columna (4) del Cuadro III-11. La columna (2) mide las diferencias entre dos periodos consecutivos de las tenencias privadas de divisas provenientes del Cuadro III-5. La columna (3) muestra una estimación de los intereses devengados de dichas tenencias privadas, estimadas mediante la aplicación de una tasa de interés equivalente al 80 % de la tasa LIBOR al promedio de tenencias de un período determinado. La columna (4) mide la diferencia entre la columna (2) y la (3). La columna (5) mide la diferencia entre las columnas (1) y (4).

* Período de vigencia de libertad de transacciones cambiarias.

En primer lugar, debe recordarse que siendo la balanza de pagos un sistema de registro contable de partida doble, en muchas ocasiones las cifras de movimientos de capitales privados no se basan en una cuidadosa contabilización de todos los flujos de ingresos y de egresos, sino más bien en un valor de encuadre de las cuentas de la balanza de pagos entre los movimientos, supuestamente mejor registrados, de la cuenta corriente y los de las variaciones patrimoniales; si esto fuese

así, debería esperarse que en momentos de control de cambios y acumulación de divisas por parte del sector privado la cuenta corriente registre una subestimación de su verdadero saldo, con lo que la cuenta de movimientos de capitales privados registraría un mayor ingreso que el efectivamente materializado y las discrepancias ajustadas deberían mostrar un signo negativo. La observación de los resultados del Cuadro III-12 permite apreciar discrepancias ajustadas negativas en cuatro períodos (1975, 1976, 1982 y 1983), resultados completamente lógicos tomando en cuenta el razonamiento anterior y lo sucedido en dichos períodos en materia de confianza.

Una explicación aparentemente razonable de los resultados y de lo sucedido en dichos períodos es la siguiente: debido a la existencia de una fuerte desconfianza y la vigencia de control de cambios (evidenciados en brechas en la cotización de las divisas entre los mercados oficiales y marginales), el sector privado acumuló divisas en magnitudes importantes [ver columna (2) del Cuadro III-12], a través de procesos de sobre y subfacturación de transacciones corrientes; el aparente "peor" resultado en la cuenta corriente fue compensado en la balanza de pagos con aparentes resultados netos más favorables en los flujos de capital privados, sin una aparente contrapartida en el endeudamiento del sector. Los valores de 1976 plantean el problema de un comportamiento diferenciado en algunos momentos del año, agravado por la estacionalidad de las transacciones de mercancías.

Adicionalmente, las discrepancias de 1975 y 1976 pueden también ser parcialmente explicadas por la presencia de turistas extranjeros, cuyas transacciones no se encuentran debidamente registradas en la cuenta corriente. Para comprobarlo basta con examinar la evolución del poder de compra de un dólar vendido en el mercado marginal (Cuadro III-12), que muestra que los niveles más elevados fueron logrados precisamente en los cuatro períodos en los que las discrepancias muestran signos negativos.

Las discrepancias de 1973-1974, y de 1977-1981, requieren una explicación diferente. En realidad, gran parte de estas discrepancias pueden explicarse si recordamos que durante dichos años la acumulación de activos reales en el exterior fue importante, lo mismo que las transacciones fronterizas no registradas. El primero de estos elementos opera del mismo modo que la acumulación de activos financieros, mientras que el segundo opera a través de una subestimación del deterioro de la cuenta corriente. Es imposible asignar valores a cada uno de estos elementos, pero no se cometería un gran error si se considera que solamente en 1974, 1980 y 1981 el segundo de los elementos puede haber sido de cierta importancia, por lo que la mayor parte de la discrepancia puede ser atribuida a la acumulación de activos reales en el exterior.

El Cuadro III-13 muestra la evolución de los tipos de cambio reales relativos en los mercados de mercancías, en el mercado financiero oficial y en el mercado marginal. Los valores están expresados en términos de índice en relación a una base calculada mediante el pro-

medio de poder de compra (tipo de cambio real) para todo el período aplicable a la exportación de productos no tradicionales; las demás mediciones (tipo de cambio real efectivo —incluyendo derechos de exportación y reintegros para exportaciones—, tipo de cambio para importaciones, tipo de cambio financiero y tipo de cambio marginal) están expresados también en términos de la misma base.

Cuadro III-13

TIPOS DE CAMBIO REALES RELATIVOS: 1971-1983

(Índice base: exportaciones no promocionadas-promedio)

Período	Exportaciones no promocionadas (1)	Efectivo para exportaciones (2)	Importaciones (3)	Financiero (4)	Marginal (5)
1971	115.46	102.08	115.60	131.23	154.30
1972	130.82	103.16	131.35	161.64	187.84
1973	93.99	75.08	94.42	106.98	122.62
1974	84.05	73.72	84.44	96.97	157.89
1975	95.41	86.43	98.40	114.87	271.26
1976	136.21	119.32	139.21	132.63	188.49
1977	113.71	110.33	115.60	115.60	119.46
1978	87.76	86.42	89.22	87.76	88.86
1979	61.99	61.99	61.99	61.99	62.67
1980	48.93	50.21	48.93	48.93	49.17
1981	63.64	67.43	64.04	81.90	87.82
1982	126.58	114.87	126.27	150.66	208.54
1983	141.57	126.41	141.57	141.44	211.08
Promedio	100.00	90.57	100.85	110.20	146.92

Fuentes: Elaboración propia en base a CEPAL "Sector Externo y Condiciones Económicas Internacionales". La columna (1) está calculada en base a: Tipo de cambio implícito de exportaciones IPC EE.UU. / IPC Argentina, tomando como base 100, el promedio para todo el período. La columna (2) utiliza la misma fórmula, pero en lugar del tipo de cambio implícito nominal de exportaciones se utiliza el tipo de cambio implícito efectivo (tomando en consideración los impuestos a las exportaciones y los reintegros a las mismas) tomando como base 100 la misma que en la columna (1). Las demás columnas reflejan el mismo concepto, pero utilizando los respectivos tipos de cambio.

IV. MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS REALES, LA PRODUCTIVIDAD Y LA OCUPACIÓN DURANTE EL PERÍODO 1973-1983

1. Consideraciones preliminares

La medición de los salarios reales, de la productividad en distintos sectores de la actividad económica y del nivel de ocupación resultan claves para resolver algunos problemas que enfrenta la metodología propuesta en este trabajo, así como también para comprobar empíricamente algunas hipótesis sobre el comportamiento de esas variables y sus efectos sobre el ahorro de las familias, los costos empresarios y la

competitividad de productos argentinos en el mercado internacional durante el período 1973-1983.

Este capítulo intenta sintetizar y evaluar la información sobre salarios, ocupación y productividad disponible para el período bajo estudio¹⁷ y, en particular, construir distintos indicadores de la evolución del salario real.

La sección 2 analiza la información sobre salarios nominales y evalúa distintos indicadores de salario real. En la sección 3 se estudia la información disponible sobre el nivel de ocupación y, finalmente, la sección 4 se ocupa de los indicadores de productividad.

2. La información salarial en la Argentina

a) Series disponibles de salarios

Existe una variedad de series disponibles sobre salarios en la Argentina que cubren, al menos parcialmente, el período 1973-1983. Sin embargo, esas series difieren sustancialmente debido a las distintas metodologías y sectores incluidos en los diseños muestrales que les dan origen.

A continuación se sintetizan las características más importantes de las distintas series, y en el Cuadro IV-1 se indica el período para el cual se dispone de cada una de las series indicadas:¹⁸

SERIE 1 - Salarios básicos de convenio de los obreros industriales

Esta serie es publicada en el Boletín Estadístico Trimestral (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos). Se cuenta con información mensual a partir del año 1950 de los salarios básicos horarios de peones y oficiales separadamente para 20 ramas industriales según los convenios colectivos correspondientes.

Esta serie constituye la única estadística homogénea de información salarial que cubre en forma completa el período estudiado por este trabajo. Sin embargo, particularmente a partir de 1976, la estimación de la evolución de las remuneraciones por conceptos "normales" (excluyendo ítems estacionales) a partir de la serie de salarios básicos lleva a graves errores debido a los deslizamientos salariales derivados de la mayor importancia que a partir de aquel año adquieren los pagos por complementos e incentivos dentro de las remuneraciones. El Cuadro IV-2, basado en el trabajo "La evolución del empleo y los salarios en el corto plazo - El caso argentino, 1970-1980", publicado en febrero de 1985 por la Comisión Económica para América latina y el Caribe, ilustra sobre este fenómeno de deslizamiento salarial.

¹⁷ Un detalle más exhaustivo de la metodología y diseños muestrales que dan origen a estas estadísticas puede encontrarse en "Precios, Salarios y Empleo en la Argentina", Estadísticas Económicas de corto plazo, Estudios e Informes de la Cepal N° 42, Sgo. de Chile, dic. 1984.

¹⁸ El cuadro IV-3 presenta las estadísticas disponibles para esas series

Cuadro IV-1

INFORMACIÓN BÁSICA SOBRE SALARIOS NOMINALES EN LA ARGENTINA

<i>Sector</i>	<i>Serie</i>	<i>Periodicidad de la Información</i>	<i>Periodo</i>	<i>Fuente</i>
	1 - Salario Básico de convenio de los obreros	Mensual	1950-1983	INDEC
	2 - Salario Total Medio	Trimestral Mensual	1976-1983 abril 1979- dic. 1983	INDEC INDEC
Industria Manufacturera	3 - Sueldos y Salarios Medios en Ramas Seleccionadas	Trimestral	1970-1983	INDEC
	4 - Salarios Medios de Trabajadores Industriales	Bianual	1978-1983	Ministerio de Trabajo
	5 - Sueldos y Salarios Normales de los Asalariados	Mensual	mar. 1980 dic. 1983	FIEL
Comercio, Bancos, Minería y Empresas del Estado	6 - Salario Medio Normal	Mensual	1977-1983	Secretaría de Seguridad Social
Jubilaciones	7 - Haberes Medios Jubilatorios	Mensual	1971-1983	Secretaría de Seguridad Social

SERIE 2 - *Salario total medio por obrero de la industria*

Se dispone de esta serie con periodicidad trimestral a partir del año 1975 y mensual a partir del mes de abril de 1979.¹⁹ Esta estadística surge de la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de Producción, Empleo y Salarios en la Industria Manufacturera, que alcanza a los salarios obreros y registra las remuneraciones brutas, es decir que no tiene en cuenta las deducciones en concepto de aportes jubilatorios, obras sociales y cuotas sindicales. La información que provee esta encuesta, que cubre 1.300 establecimientos de todo el país, se refiere exclusivamente al salario medio total obrero y sus componentes.

¹⁹ Ver INDEC, *Evolución de la Industria Manufacturera 1970-1981 y a partir de 1982 los fascículos mensuales "Índice de Precios al Consumidor y Salarios Industriales"*.

Cuadro IV-2
ESTRUCTURA SALARIAL EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA: 1973-1983
(En porcentajes)

Año	Salario Básico			Premios y Bonos	Otros	Resto (1)	Salario Total (2)
	Total	Horas Normales	Horas Extras				
1973	69,2	s/d	s/d	4,1	3,7	23,8	100,0
1974	66,6	s/d	s/d	4,1	2,0	27,0	100,0
1975	66,8	59,7	7,1	6,8	3,7	22,7	100,0
1976	65,2	58,2	7,0	8,5	3,6	22,7	100,0
1977	61,9	52,6	9,3	10,7	3,5	23,8	100,0
1978	59,2	50,8	8,4	11,2	5,1	24,5	100,0
1979	60,1	48,8	11,8	13,2	4,4	22,3	100,0
1980	58,7	48,8	9,8	13,1	5,9	22,3	100,0
1981	58,5	51,1	7,4	12,6	6,7	22,2	100,0
1982	62,1	53,7	8,4	11,5	7,0	19,4	100,0
1983	59,4	49,9	9,5	10,3	8,9	21,4	100,0

Fuente: CEPAL, Oficina en Buenos Aires, "La evolución del empleo y los salarios en el corto plazo - El caso argentino, 1970-1983 (febrero 1985)" sobre la base de la Encuesta Industrial para actividades Seleccionadas para el período 1973-1974 y de la Encuesta de Producción, Empleo, Salarios en la industria manufacturera para el período 1975-1983.

(1) Incluye asignaciones familiares, vacaciones, licencias por enfermedad y por accidentes y aguinaldo.

(2) Corresponde al Salario Medio Mensual por Obrero.

Los componentes considerados son: el salario básico de la empresa por horas normales y extras; premios y bonificaciones, asignaciones familiares, vacaciones, enfermedad y accidentes, aguinaldo y otros. Cabe mencionar que los salarios básicos de la empresa exceden normalmente al básico de convenio, lo que refleja deslizamientos salariales.

El salario medio resulta del cociente entre el monto de sueldos y salarios abonados y el total de obreros de los establecimientos encuestados de cada agrupación. El nivel general se obtiene por suma ponderada de los resultados por agrupación utilizando estimaciones del personal ocupado en todos los establecimientos de cada rama como promedio del año 1970 (dato suministrado por el Banco Central).

Los problemas de estacionalidad que presenta esta serie fueron ajustados por la oficina de CEPAL en Buenos Aires, que elaboró en base a la información de INDEC una serie de salarios medios "normales" (ver CEPAL: *Precios, salarios y empleo en la Argentina, estadísticas económicas de corto plazo*, pág. 340). El salario normal es definido como la suma de salarios básicos de la empresa por horas extras y normales más los premios y bonificaciones (y a partir de setiembre de 1983 incluye también las asignaciones especiales).

SERIE 3 - Sueldos y salarios medios en ramas seleccionadas de la industria manufacturera

Desde 1970, y con periodicidad trimestral, existe información sobre sueldos y salarios medios limitada a 32 ramas seleccionadas de la in-

dustria manufacturera provista por el INDEC (encuesta de ocupación y salarios en actividades manufactureras seleccionadas).²⁰

Los sueldos y salarios medios se calculan como cocientes entre los respectivos montos de ingresos y el número de perceptores para cada una de las ramas. En base a esta información la CEPAL²¹ elaboró niveles generales representativos para el conjunto de las 32 ramas (salario total por obrero y sueldo total por empleado) agregando directamente los resultados de cada una de ellas.

Los componentes de los salarios considerados por la encuesta del INDEC son el salario básico de la empresa por horas normales y extras, las asignaciones familiares, los premios y bonificaciones, las vacaciones y licencias por enfermedad, el aguinaldo, pagos especiales y otros reajustes.

SERIE 4 - *Salarios medios de trabajadores industriales*

Desde el año 1978 el Ministerio de Trabajo ofrece información sobre salarios medios de trabajadores industriales. Esta información tiene frecuencia bianual (abril-mayo en 1978 y octubre) y se obtiene a partir de una encuesta que cubre 900 establecimientos de la Capital Federal y Gran Buenos Aires.²² El salario medio se calcula como el cociente entre las remuneraciones totales pagadas por los establecimientos relevados y el número de personas que trabajan en esas plantas, obteniendo por promedio autoponderado de los resultados para cada establecimiento los niveles correspondientes a las distintas ramas. Para construir el nivel general se ponderan las remuneraciones por rama (o agrupación) según la importancia relativa de cada rama en el empleo de la industria manufacturera en Capital y Gran Buenos Aires que surge del Censo Nacional Económico de 1974.

Las remuneraciones consideradas son brutas de aportes personales de todo tipo (jubilatorios y sindicales) pero excluyen pagos de carácter no periódico como el sueldo anual complementario, retroactividades e indemnizaciones. Los componentes considerados son: el salario básico por horas normales y extras; flexibilidad, premios e incentivos; adicionales por convenio, asignaciones familiares y otras remuneraciones.

La oficina de la CEPAL en Buenos Aires calculó en base a esta información el salario mensual normal por trabajador industrial sustrayendo de las remuneraciones consideradas por el Ministerio de Trabajo los componentes correspondientes a las asignaciones familiares y a otras remuneraciones.

²⁰ La serie se publica en el Boletín Estadístico Trimestral del INDEC.

²¹ CEPAL: Precios, Salarios y Empleo en la Argentina, Estadísticas Económicas de corto plazo, pp. 363 y 364.

²² Esta serie se publica en el "Boletín de Estudios Socioeconómicos Laborales" - Dirección Nacional de Recursos Humanos y Empleo.

SERIE 5 - *Sueldos y salarios normales de los asalariados industriales*

La Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) ofrece, con frecuencia mensual a partir de marzo de 1980, información sobre sueldos y salarios normales en la industria manufacturera, basada en una encuesta propia²³ circunscripta al ámbito de la Capital Federal y 19 partidos del Gran Buenos Aires.²⁴

La variable objetivo sobre la cual se diseña la muestra es la remuneración bruta compuesta por la agregación del salario básico pagado por las empresas más los adicionales, horas extras y asignaciones familiares. La población objetivo (unidad de muestreo final) es el personal ocupado definido por tres subíndices: i ($1 \leq i \leq 19$) representativo del sector manufacturero, j ($1 \leq j \leq 3$) representativo del tamaño de la empresa, y k ($1 \leq k \leq 5$) representativo de la categoría ocupacional.

El tamaño de las empresas se establece de acuerdo a la cantidad de personal ocupado como sigue: empresas grandes (más de 300 personas), medianas (entre 51 y 300 personas) y chicas (de 16 a 50 personas). Las categorías ocupacionales consideradas son: personal de producción y fabricación (no calificado y más representativo), personal administrativo (principiante y principal), y personal de tareas generales (peón).

Dado que se carece de toda posibilidad de acceder a un listado operativo de las unidades de muestreo final, se las considera como unidades secundarias o finales de un muestreo estratificado bietápico donde las unidades de primera etapa son establecimientos industriales. Esto da origen a 57 (3×19) celdas de información. Luego, el requerimiento de información en cinco categorías ocupacionales origina, en la segunda etapa, estratos por anidamiento dentro de cada celda.

Para cada empresa y posición ocupacional se calcula el promedio simple de las remuneraciones informadas para los individuos. Luego los datos por establecimiento se ponderan para formar valores por actividad y niveles generales, teniendo en cuenta la importancia relativa de cada estrato en el universo.

SERIE 6 - *Salario medio normal en los sectores: comercio, bancos y minería y en las empresas del Estado*

La Secretaría de Seguridad Social del Ministerio de Trabajo provee desde 1980 (con datos retrospectivos a 1977)²⁵ y con frecuencia mensual series de salarios medios normales en los sectores mencionados en base a una encuesta que abarca a 800 empresas (más de 1.000.000 de

²³ Ver "Encuesta Sobre Remuneraciones en la Industria: Diseño Metodológico", Documento de trabajo N° 2 - FIEL - J. L. Bour, J. L. Funes y H. A. Hopenhayn, diciembre 1981.

²⁴ La serie se publica habitualmente en "Indicadores de Coyuntura" (FIEL).

²⁵ Boletín Estadístico del Sistema de Seguridad Social.

Cuadro IV-3

SUELDOS, SALARIOS Y JUBILACIONES NOMINALES EN LA ARGENTINA: 1973-1983

En milésimos de austral por mes

INDUSTRIA MANUFACTURERA

Año	Salario Básico de Convenio (1)	Salario Medio por Obrero				Por Empleado		Otros sectores (9)				Haber Medio Jubilatorio (10)
		Total (2)	Normal (3)	Total (4)	Normal (5)	Normal (6)	(7) Total	(8) Normal	Salario Mensual	Normal por	Asalariado Empresas del Estado	
1973	0,123	0,212	0,162	0,228	0,166	0,325					0,1981	0,068
I	0,110			0,187	0,125	0,269						0,058
II	0,117			0,219	0,161	0,323						0,064
III	0,133			0,231	0,184	0,323						0,074
IV	0,134			0,275	0,196	0,384						0,074
1974	0,149	0,297	0,220	0,320	0,226	0,449						0,109
I	0,134			0,249	0,176	0,344						0,093
II	0,144			0,322	0,230	0,442						0,101
III	0,144			0,316	0,226	0,451						0,120
IV	0,173			0,393	0,273	0,560						0,121
1975	0,444	0,790	0,382	0,850	0,579	1,150						0,359
I	0,203	0,366	0,256	0,417	0,281	0,570						0,163
II	0,340	0,497	0,367	0,533	0,387	0,737						0,269
III	0,560	0,920	0,751	0,977	0,744	1,407						0,469
IV	0,673	1,381	0,953	1,480	0,977	1,870						0,536
1976	1,340	2,900	2,133	3,130	2,230	4,730						1,077
I	1,013	1,960	1,389	2,233	1,448	3,127						0,751
II	1,207	2,646	2,038	2,783	2,106	4,180						0,935
III	1,373	2,982	2,285	3,143	2,358	4,883						1,133
IV	1,760	3,994	2,821	4,343	3,007	6,723						1,490
1977	2,950	7,870	5,716	8,700	6,249	14,770	6,090	5,740	9,540	6,990	3,235	3,235
I	2,437	4,930	3,428	5,630	3,789	8,803	3,497	3,680	6,383	5,037	2,057	2,057
II	2,897	7,058	5,074	7,357	5,359	12,507	4,753	4,907	7,970	5,963	2,715	2,715
III	3,190	7,854	6,350	8,660	7,056	14,787	6,053	6,260	10,397	7,383	3,620	3,620
IV	3,290	11,646	8,011	12,957	8,794	22,987	10,047	8,097	13,393	9,590	4,550	4,550
1978	5,510	21,300	15,001	23,830	16,387	44,260	20,260	15,960	29,360	20,250	10,103	10,103
I	4,240	13,218	8,285	14,883	8,830	25,540	13,120	10,513	19,590	14,207	6,171	6,171
II	5,510	18,529	13,076	20,287	14,053	38,343	16,913	13,510	25,137	17,573	8,151	8,151
III	5,510	21,318	16,912	24,880	19,753	43,303	22,577	17,267	32,210	21,660	11,078	11,078
IV	6,780	32,137	21,766	35,270	22,911	69,867	28,413	22,537	40,493	27,577	15,013	15,013

(Continuación Cuadro IV-3)

1979	14,490	63,480	46,510	69,770	50,558		128,610		56,320	44,920	77,980	57,940	27,034
I	10,093	37,916	25,147	43,183	28,162		77,560		37,550	29,463	54,970	36,060	21,027
II	12,773	53,834	61,207	43,639	43,639		107,997		47,823	38,583	66,687	46,930	24,327
III	16,493	64,146	53,107	68,230	56,461		129,290		60,687	49,070	84,123	63,627	28,577
IV	18,580	98,014	67,910	106,447	73,969		199,590		79,217	62,567	106,143	86,453	34,207
1980	36,230	142,690	102,384	154,610	110,076		299,230		121,670	97,740	169,910	143,010	56,845
I	23,800	103,333	68,105	116,680	72,642		211,740		94,950	75,053	131,080	111,737	41,250
II	26,773	131,534	94,368	141,850	103,009	87,200	274,647	95,300	109,023	86,937	151,673	129,430	51,520
III	44,410	141,683	115,402	149,937	124,270	105,500	297,807	115,200	129,850	106,240	181,373	151,367	62,180
IV	49,957	194,201	131,661	209,990	140,385	127,433	412,433	138,000	152,873	122,730	215,493	179,497	72,430
1981	85,000	260,350	185,331	292,640	201,659	183,610	596,590	214,580	236,500	176,370	358,970	273,070	117,585
I	54,920	189,024	126,546	213,613	141,753	145,100	422,907	164,933	179,620	138,123	262,610	208,867	87,270
II	65,540	237,040	167,738	262,850	190,649	162,833	486,533	186,100	197,323	153,220	303,170	237,980	101,910
III	92,267	247,831	198,397	268,307	204,372	187,567	541,123	223,733	248,923	183,837	381,593	304,350	130,290
IV	127,280	367,520	248,642	425,777	269,863	238,933	935,810	283,567	320,120	230,317	488,520	374,440	150,870
1982	233,260	617,740	454,433	674,890	503,473	436,900	1291,490	514,030	585,960	406,910	813,300	590,600	244,680
I	133,540	371,750	258,000	448,050	316,780	279,533	894,150	353,100	374,857	264,490	571,770	410,510	151,640
II	133,540	437,090	318,070	504,067	393,142	321,867	1050,243	392,367	449,560	289,313	622,687	420,007	184,180
III	227,087	575,450	464,420	575,863	460,836	421,000	1110,460	497,200	593,507	416,247	813,693	557,033	248,090
IV	438,853	1086,660	776,840	1171,560	843,137	725,200	2111,117	813,467	925,900	657,590	1245,050	974,847	394,810
1983	142,670	3578,500	2481,750	3868,330	2753,530	2386,150	6485,830	2678,730	2963,330	2165,830	4274,170	3534,170	1325,000
I	620,000	1351,000	977,000	1500,000	1105,980	1041,267	2736,667	1201,567	1343,333	930,000	1870,000	1400,000	612,000
II	1043,333	2338,000	1717,000	2460,000	1859,490	1640,000	4333,333	1786,667	1840,000	1340,000	2610,000	2330,000	919,000
III	1573,333	3491,000	2785,000	3813,333	3120,870	2523,333	6263,333	2696,667	2913,333	2270,000	4286,667	3863,333	1349,000
IV	2470,000	7134,000	4448,000	7700,000	4927,780	4340,000	12610,000	4870,000	5756,667	4123,433	8330,000	6543,333	2420,000

Fuentes:

- (1) CEPAL en base a datos publicados por INDEC (promedio peones y oficiales con ponderación del 40 % y 60 % respectivamente).
- (2) INDEC-ENCUESTA TRIMESTRAL de producción, empleo y salario en la industria manufacturera.
- (3) CEPAL, en base a datos de INDEC, ENCUESTA TRIMESTRAL de producción, empleo y salarios en la industria manufacturera.
- (4) INDEC, ENCUESTA MENSUAL a actividades seleccionadas de la industria manufacturera.
- (5) CEPAL, en base a datos de INDEC- ENCUESTA MENSUAL a actividades seleccionadas de la industria manufacturera.
- (6) FIEL, indicadores de coyuntura, (datos corresponden al personal de fabricación).
- (7) INDEC, ENCUESTA MENSUAL a actividades seleccionadas de la industria manufacturera.
- (8) FIEL, indicadores de coyuntura (datos corresponden al personal de administración).
- (9) Ministerio de Trabajo, "Boletín Estadístico del Sistema de Seguridad Social".
- (10) Secretaría de Seguridad Social.

Cuadro IV-4

SUELDOS, SALARIOS Y JUBILACIONES REALES EN LA ARGENTINA: 1973-1983

En milésimos de austral de 1981 por mes 1

INDUSTRIA MANUFACTURERA

Año	Salario Básico de Concenio	Salario Medio por Obrero					Por Empleado		Otros Sectores				Haber medio Jubilatorio
		Total	Normal	Total	Normal	Normal	Total	Normal	Salario Mensual	Normal por Asalariado	Empresas del Estado		
									Minería	Comercio	Bancos		
1973	158,33			292,31	212,82		416,67						87,18
I	157,14			267,14	178,57		384,29						82,86
II	146,25			273,75	201,25		403,75						80,00
III	166,25			288,75	230,00		403,75						92,50
IV	163,41			335,37	239,02		468,29						90,24
1974	156,84			336,84	237,89		472,63						114,74
I	161,45			300,00	212,05		414,46						112,05
II	161,80			361,80	258,43		496,63						113,48
III	148,45			325,77	232,99		464,95						123,71
IV	158,72			360,35	250,46		513,76						111,01
1975	162,04	288,32	212,41	310,22	217,88		419,71						131,02
I	153,79	277,27	193,94	315,91	212,88		431,82						123,48
II	195,40	285,63	210,92	306,32	222,41		423,56						154,60
III	168,67	277,11	226,20	294,28	224,10		423,80						141,27
IV	146,62	300,87	207,63	322,44	212,85		407,41						116,78
1976	83,75	181,25	133,31	195,62	139,38		295,63						67,31
I	123,54	239,02	169,39	272,32	176,59		381,34						91,59
II	79,51	174,31	134,26	183,33	138,74		275,36						61,59
III	75,44	163,85	125,55	172,69	129,56		268,30						62,25
IV	78,47	178,07	125,77	193,62	134,06		299,73						66,43
1977	71,93	191,90	139,38	212,14	152,38		360,16	148,50	139,97	232,63	170,45		78,88
I	84,18	170,29	118,41	194,47	130,88		304,08	120,79	127,12	220,48	173,99		71,05
II	83,97	204,58	147,07	219,04	155,33		362,25	137,77	142,23	231,01	172,84		78,70
III	73,62	181,26	146,35	199,86	162,84		341,26	139,70	144,47	239,95	170,39		83,54
IV	57,45	203,35	139,88	226,24	153,55		401,38	175,43	141,38	233,86	167,45		79,45

(Continuación Cuadro VI-4)

1978	52,86	204,34	143,91	228,61	157,20		424,60	194,36	153,11	281,66	194,26	96,92
I	58,80	183,30	114,89	206,39	122,45		354,18	181,94	145,79	271,67	197,02	85,58
II	59,94	201,58	142,25	220,70	152,88		417,13	184,00	146,98	273,47	191,18	88,67
III	49,53	191,64	152,03	223,66	177,57		389,28	202,96	155,22	289,55	194,71	99,59
IV	47,85	226,83	153,63	248,94	161,71		493,13	200,54	159,07	285,81	194,64	105,96
1979	55,08	241,32	176,81	265,23	192,20		488,92	214,10	170,77	296,45	220,26	102,77
I	55,34	207,90	137,88	236,77	154,41		425,27	205,89	161,55	301,40	197,72	115,29
II	55,81	235,23	174,24	267,44	190,68		471,89	208,96	168,59	291,39	203,75	106,30
III	55,15	214,49	177,58	228,15	188,79		432,32	202,93	164,08	281,29	212,76	95,56
IV	54,34	286,67	198,62	311,33	216,34		583,75	231,69	182,99	310,44	249,93	100,05
1980	75,16	296,01	212,40	320,74	228,35		620,76	252,41	202,76	352,48	296,68	117,93
I	61,20	265,69	175,11	300,01	186,78		544,43	244,14	192,98	337,04	287,30	106,06
II	59,40	291,88	209,38	314,73	228,55	193,47	609,57	211,44	192,89	336,52	287,17	114,31
III	86,81	276,97	225,59	293,10	242,93	206,24	582,17	225,20	253,84	207,68	354,56	121,55
IV	86,58	336,58	228,19	363,94	243,31	220,86	715,32	239,17	264,95	212,71	373,48	125,53
1981	84,83	259,84	184,97	292,07	201,27	183,25	595,43	214,16	236,04	176,03	358,27	117,36
I	85,71	295,01	197,50	333,38	221,23	226,46	660,03	257,41	280,33	215,57	409,85	136,20
II	79,41	287,19	203,23	318,46	230,98	197,28	589,47	255,47	239,07	185,64	367,31	123,47
III	81,89	219,97	176,09	238,15	181,40	166,48	480,29	198,58	220,94	163,17	338,70	115,64
IV	89,95	259,72	175,71	300,89	190,71	168,85	661,33	200,40	226,23	162,76	345,23	106,62
1982	71,46	189,25	139,19	206,75	154,24	133,85	395,65	157,47	179,51	124,66	249,16	180,93
I	72,12	200,78	139,34	241,99	171,09	150,97	482,92	190,71	202,46	142,85	308,81	221,71
II	59,50	194,76	141,72	224,60	175,17	143,42	467,96	174,83	200,31	129,13	277,42	187,14
III	62,22	157,68	127,26	157,79	126,28	115,36	304,28	136,24	162,63	114,06	222,96	152,63
IV	82,62	204,58	146,26	220,57	158,74	136,53	397,46	153,15	174,32	123,80	234,40	183,53
1983	95,78	240,24	166,61	259,70	184,86	160,19	435,42	177,15	198,94	145,40	286,94	237,26
I	81,12	176,77	127,84	196,27	144,71	136,25	358,08	157,22	175,77	121,69	244,68	183,18
II	101,71	227,91	167,38	239,81	181,27	159,87	422,42	174,17	179,37	130,63	254,43	227,13
III	100,59	223,20	178,06	243,81	199,54	161,33	400,46	172,42	186,27	145,14	274,08	247,01
IV	94,85	273,95	170,81	295,69	189,23	166,66	484,23	187,01	221,06	158,34	319,88	251,27

Fuente: Elaboración propia en base al Cuadro IV-3

Deflactor utilizado $P = (2/3)$ Índice de Precios al por mayor (nivel general) + $(1/3)$ Índice de Precios al consumidor - Ambos con base 1981 = 1.

personas) ubicadas en el Gran Buenos Aires, Córdoba, Rosario, Tucumán, Corrientes y en el eje San Lorenzo - San Nicolás.

La información provista se recoge directamente de las nóminas de salarios de las empresas y se miden dos conceptos de salarios: el salario devengado, normal y permanente y el salario devengado por todo concepto. El primero se define como la remuneración que el trabajador tiene derecho a percibir (previa a las deducciones por cargas sociales) en determinado mes, en condiciones habituales y generales de trabajo (no refleja la influencia del sueldo anual complementario). El salario devengado por todo concepto incluye además adicionales de periodicidad no mensual, es decir horas extraordinarias, viáticos, sueldo anual complementario y bonificaciones por vacaciones.

SERIE 7 - *Haberes medios jubilatorios*

También la Secretaría de Seguridad Social ofrece información sobre los haberes medios por jubilaciones basados en los registros administrativos sobre egresos en concepto de jubilaciones y número de beneficios pagados a través de las cajas nacionales (Industria y Comercio, Trabajadores del Estado y Autónomos). No se incluyen las cajas provinciales y municipales.

Las series disponibles que comienzan en el año 1971 y tienen frecuencia mensual resultan de relacionar la masa de egresos por prestaciones con el número de beneficios.

b) *Evolución de los salarios reales en la Argentina (1973-1983)*

En base a la información de salarios y otras remuneraciones nominales indicadas en el Cuadro IV-3 se han elaborado dos indicadores de salarios reales.

El primero resulta de dividir cada una de las series del Cuadro IV-3 por un índice de precios elaborado como un promedio ponderado de los índices de precios al por mayor (nivel general) y al consumidor (nivel general) —con ponderaciones 2/3 y 1/3, respectivamente—. ²⁶ Los resultados de este procedimiento se presentan en el Cuadro IV-4. El Cuadro IV-5 es, simplemente, una transformación del Cuadro IV-4 consistente en elaborar índices de salarios reales con base año 1981 = 100.

²⁶ Los índices de precios utilizados son los elaborados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

Cuadro IV-5
SUELDOS, SALARIOS Y JUBILACIONES REALES EN LA ARGENTINA: 1973-1983

Indice (Base: Promedio año 1981 = 100)

INDUSTRIA MANUFACTURERA

Año	Salario Básico de Convenio	Salario Medio por Obrero					Por Empleado		Otros Sectores Salario Mensual Normal por asalariado				Haber Medio Jubilatorio
		Total	Normal	Total	Normal	Normal	Total	Normal	Minería	Comercio	Bancos	Empresas del Estado	
1973	186,64			100,08	105,74		69,98						74,29
I	185,23			91,47	88,72		64,54						70,60
II	172,39			93,73	99,99		67,81						68,17
III	195,97			98,86	114,28		67,81						78,82
IV	192,63			114,82	118,76		78,65						76,90
1974	184,88			115,33	118,20		79,38						97,77
I	190,31			102,71	105,36		69,61						95,48
II	190,72			123,87	128,40		83,41						96,70
III	174,99			111,54	115,76		78,09						105,42
IV	187,09			123,45	124,44		86,28						94,60
1975	191,01	110,96	114,83	106,21	108,26		70,49						111,64
I	181,28	106,71	104,85	108,16	105,77		72,52						105,22
II	230,33	109,92	114,03	104,88	110,51		71,14						131,73
III	198,83	106,64	122,29	100,76	111,34		71,17						120,37
IV	172,83	115,79	112,25	110,40	105,76		68,42						99,51
1976	98,72	69,75	72,07	66,98	69,25		49,65						57,36
I	145,62	91,99	91,58	93,24	87,74		64,04						78,04
II	93,73	67,08	72,58	62,77	68,93		46,25						52,48
III	88,93	63,06	67,88	59,13	64,37		49,06						53,05
IV	92,49	68,53	67,99	66,29	66,61		50,34						56,60
1977	84,79	73,85	75,35	72,63	75,71		60,49	62,91	79,51	64,93	62,54		67,22
I	99,23	65,54	64,02	66,58	65,03		51,07	51,18	72,21	61,54	63,84		60,55
II	98,98	78,73	79,51	75,00	77,18		60,88	58,37	80,80	64,48	63,42		67,06
III	86,78	69,76	79,23	68,43	80,91		57,31	59,18	82,07	66,97	62,52		71,19
IV	67,72	78,26	75,62	77,46	76,29		67,41	74,32	80,32	65,27	61,44		67,70

(Continuación Cuadro IV-5)

1978	62,31	78,64	77,80	78,27	78,11	71,31	82,34	86,98	78,62	71,28	82,59
I	69,31	70,54	62,11	70,67	60,84	59,48	77,08	82,82	75,83	72,29	72,92
II	70,66	77,58	76,91	75,56	75,90	70,06	77,95	83,50	76,33	70,15	75,56
III	58,39	73,75	82,19	76,58	88,23	65,38	85,98	88,18	80,82	71,44	84,86
IV	56,41	87,29	83,06	85,23	80,35	82,82	84,96	90,37	79,77	71,42	90,29
1979	64,93	92,87	95,59	90,81	95,49	82,11	90,71	97,01	82,74	80,82	87,57
I	65,23	80,01	74,54	81,07	76,72	71,42	87,23	91,77	84,13	72,55	98,24
II	65,79	90,53	94,20	91,57	94,74	79,25	86,53	95,77	81,33	74,76	90,56
III	65,01	82,55	96,00	78,11	93,80	72,61	85,97	93,21	78,51	78,06	81,42
IV	64,06	110,32	107,38	106,59	107,49	98,04	96,16	103,96	86,65	91,70	85,25
1980	88,60	113,92	114,83	109,82	113,46	104,25	106,93	115,19	98,38	108,86	100,49
I	72,13	102,25	94,67	102,72	92,80	91,44	103,43	109,63	94,07	105,42	90,38
II	70,02	112,33	113,19	107,76	113,56	102,34	102,48	109,58	93,93	108,37	97,40
III	102,33	106,59	121,96	100,35	112,54	97,77	107,54	117,98	98,96	108,57	103,58
IV	102,06	129,53	123,36	124,61	120,89	120,14	112,25	120,84	104,24	114,15	106,97
1981	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
I	101,04	113,53	106,77	114,15	109,92	118,85	118,76	122,46	114,40	119,61	116,06
II	93,60	110,52	109,87	109,04	114,76	99,00	101,28	105,46	102,52	105,79	105,21
III	96,53	84,66	95,20	81,54	90,85	80,66	93,60	92,70	94,54	99,12	98,54
IV	106,03	99,95	95,00	103,02	92,14	111,07	95,84	92,47	96,36	97,09	90,85
1982	84,23	72,83	75,25	70,79	76,63	66,45	76,05	70,82	69,54	66,39	63,87
I	85,02	77,27	75,33	82,85	85,01	81,10	85,77	81,15	86,19	81,35	69,79
II	70,14	74,95	76,62	76,90	87,04	78,60	84,86	73,36	77,44	68,67	69,93
III	73,35	60,68	68,80	54,03	62,95	51,10	63,61	64,80	62,23	56,00	57,93
IV	97,39	78,73	79,07	75,52	74,51	71,51	73,85	70,33	65,43	67,34	63,54
1983	112,90	92,46	90,07	88,92	91,85	87,42	84,28	82,60	80,09	87,06	75,80
I	95,63	68,03	69,11	67,20	71,90	60,14	74,47	68,13	68,30	67,21	68,23
II	119,89	87,71	90,49	82,11	90,06	81,33	75,99	74,21	71,02	83,34	76,34
III	118,58	85,90	96,77	83,48	88,04	80,51	78,91	82,45	76,50	90,63	73,49
IV	111,81	105,43	92,34	101,24	94,02	81,33	93,65	89,95	89,28	92,20	79,19

Fuente: Elaboración propia en base al Cuadro IV 4.

Cuadro IV-6

SUELDOS, SALARIOS Y JUBILACIONES EN DOLARES EN LA ARGENTINA: 1973-1983

(Dólares por mes) ¹

INDUSTRIA MANUFACTURERA

Año	Salario Básico de Convenio	Salario Medio por Obrero					Por Empleado		Otros Sectores Salario Mensual Normal por asalariado				Haber Medio Jubilatorio
		Total	Normal	Total	Normal	Normal	Total	Normal	Minería	Comercio	Bancos	Empresas del Estado	
1973	247,00			456,00	332,00		650,00						136,00
I	220,00			374,00	250,00		538,00						116,00
II	234,00			438,00	322,00		646,00						128,00
III	266,00			462,00	368,00		646,00						148,00
IV	268,00			550,00	392,00		768,00						148,00
1974	298,00			640,00	452,00		898,00						218,00
I	268,00			498,00	352,00		688,00						186,00
II	288,00			644,00	460,00		884,00						202,00
III	288,00			632,00	452,00		902,00						240,00
IV	346,00			786,00	546,00		1120,00						242,00
1975	193,89	344,98	254,15	371,18	260,70		502,18						156,77
I	406,00	732,00	512,00	834,00	562,00		1140,00						326,00
II	248,18	362,77	267,88	389,05	282,48		537,96						196,35
III	169,70	278,79	227,58	296,06	225,45		426,36						142,12
IV	168,25	345,25	238,25	370,00	244,25		467,50						134,00
1976	86,01	186,14	136,91	200,90	143,13		303,59						69,13
I	114,98	222,47	157,66	253,46	164,36		354,94						85,24
II	84,23	184,65	142,22	194,21	146,96		291,70						65,25
III	85,49	185,68	142,28	195,70	146,82		304,05						70,55
IV	76,06	172,60	121,91	187,68	129,95		290,54						64,39
1977	71,97	192,00	139,45	212,25	152,45		360,33	148,57	140,03	232,74	170,53		78,92
I	79,54	160,90	111,88	183,75	125,66		287,30	114,13	120,10	208,32	164,39		67,13
II	79,28	193,16	138,86	206,81	146,66		342,28	130,08	134,29	218,12	163,19		74,30
III	74,19	182,65	147,67	201,40	164,09		343,88	140,77	145,58	241,79	171,70		84,19
IV	61,18	216,55	148,96	240,93	163,52		427,43	186,82	150,56	249,03	178,32		84,60

(Continuación Cuadro IV-6)

1978	68,98	266,65	187,79	298,32	205,15		554,08	
I	63,92	199,28	124,91	224,38	133,12		385,04	
II	71,65	240,95	170,04	263,81	182,74		498,61	
III	66,72	258,12	204,77	301,25	239,17		524,31	
IV	72,36	342,98	232,29	376,41	244,51		745,65	
1979	109,78	480,95	352,38	528,60	383,04		974,39	
I	92,98	349,30	231,66	397,82	259,44		714,51	
II	102,88	433,59	321,17	492,97	351,47		869,82	
III	117,73	457,89	379,09	487,04	403,03		922,91	
IV	119,75	631,70	437,68	686,05	476,73		1286,35	
1980	196,82	775,15	556,19	839,91	597,98		1625,54	
I	140,92	611,84	403,25	690,86	430,11		1253,72	
II	148,16	728,02	522,24	785,00	570,06	482,57	1519,91	527,39
III	233,65	745,43	607,16	788,85	653,81	555,06	1566,83	606,09
IV	254,03	987,50	669,49	1067,78	713,85	647,99	2098,71	701,72
1981	149,36	457,48	325,66	514,22	354,35	322,63	1048,30	377,05
I	249,51	858,77	574,92	970,48	644,01	659,22	1921,34	749,32
II	184,14	665,99	471,28	738,51	535,65	457,50	1366,97	522,87
III	129,27	347,23	277,97	375,92	286,34	262,79	758,15	313,47
IV	129,00	372,50	252,01	431,54	273,52	242,17	948,48	287,41
1982	89,17	236,14	173,67	257,98	192,46	167,01	493,68	196,49
I	129,70	361,05	250,57	435,15	307,66	271,49	868,41	342,94
II	96,45	315,70	229,74	364,08	283,96	232,48	758,57	283,40
III	59,02	149,57	120,71	149,68	119,78	109,42	288,63	129,23
IV	104,42	258,57	184,85	278,77	200,62	172,56	502,34	193,56
1983	135,39	339,60	235,52	367,10	261,31	226,44	615,50	250,41
I	107,74	234,76	169,77	260,65	192,19	180,94	475,55	208,80
II	133,27	298,65	219,33	314,24	237,53	209,49	553,53	228,23
III	146,49	325,05	259,31	355,06	290,58	234,95	583,18	251,09
IV	138,56	400,19	249,51	431,94	276,43	243,46	707,37	273,19

Fuente: Elaboración propia en base al Cuadro IV-3.

1 Deflactor empleado: cotización dólar financiero vendedor Banco Nación (en australes x dólar)

253,63	199,80	367,55	253,51	126,48
197,80	158,50	295,34	214,19	93,03
219,93	175,68	326,88	228,52	105,99
273,36	209,07	390,00	262,26	134,13
303,23	240,52	432,16	294,31	160,22
426,70	340,33	590,80	438,97	204,82
345,92	271,42	506,40	332,20	193,71
385,17	310,75	537,11	375,56	195,93
433,20	350,27	600,49	454,19	203,99
510,55	403,24	684,09	550,74	220,46
660,96	530,96	923,02	776,89	308,81
562,20	444,39	776,13	661,60	244,24
603,34	481,11	839,36	716,27	285,11
683,17	558,95	954,24	796,38	327,14
777,35	624,07	1095,76	912,73	368,30
415,57	309,91	630,77	479,83	206,62
816,05	627,52	1193,09	948,92	396,48
554,40	430,49	851,79	668,63	286,33
348,76	257,57	534,64	426,42	182,55
324,45	233,44	495,14	379,51	152,91
223,99	155,54	310,89	225,76	93,53
364,07	256,88	555,31	398,69	147,27
324,71	208,97	449,76	303,36	133,03
154,26	108,19	211,49	144,78	64,48
220,32	156,47	296,26	231,96	93,94
281,22	205,54	405,62	335,39	125,74
233,43	161,61	324,95	243,28	106,35
235,04	171,17	333,40	297,63	117,39
271,26	211,36	399,13	359,71	125,61
322,92	231,30	467,28	367,05	135,75

lares).

Cuadro IV-7

SUELDOS, SALARIOS Y JUBILACIONES EN DOLARES EN LA ARGENTINA: 1973-1983

Índice-Base Promedio Año 1981 = 100

INDUSTRIA MANUFACTURERA

Año	Salario Básico de Convenio	Salario Medio por Obrero					Por Empleado		Otros Sectores				Haber Medio Jubilatorio	
		Total	Normal	Total	Normal	Normal	Total	Normal	Salario Mensual Normal por Asalariado					
									Minería	Comercio	Bancos	Empresas del Estado		
1973	165,37			88,68	93,69		62,00						65,82	
I	147,30			72,73	70,55		51,32						56,14	
II	156,67			85,18	90,87		61,62						61,95	
III	178,09			89,85	103,85		61,62						71,63	
IV	179,43			106,96	110,63		73,26						71,63	
1974	199,52			124,46	127,56		85,66						105,51	
I	179,43			96,85	99,34		65,63						90,02	
II	192,82			125,24	129,82		84,33						97,77	
III	192,82			122,91	127,56		86,04						116,16	
IV	231,66			152,85	154,09		106,84						117,13	
1975	129,81	75,41	78,04	72,18	73,57		47,90						75,87	
I	271,83	160,01	157,22	162,19	158,60		108,75						157,87	
II	166,16	79,30	82,26	75,66	79,72		51,32						95,03	
III	113,62	60,94	69,88	57,58	63,63		40,67						68,79	
IV	112,65	75,47	73,16	71,95	68,93		44,60						64,85	
1976	57,58	40,69	42,04	39,07	40,39		28,96						33,46	
I	76,98	48,63	48,41	49,29	46,38		33,86						41,26	
II	56,39	40,36	43,67	37,77	41,47		27,83						31,58	
III	57,24	40,59	43,69	38,06	41,44		29,00						34,14	
IV	50,92	37,73	37,44	36,50	36,67		27,71						31,16	
1977	48,19	41,97	42,82	41,28	43,02		34,37			35,75	45,19	36,90	35,54	38,20
I	53,25	35,17	34,36	35,73	34,90		27,41			27,46	38,75	33,03	34,26	32,49
II	53,08	42,22	42,64	40,22	41,39		32,65			31,30	43,33	34,58	34,01	35,96
III	49,67	39,93	45,35	39,17	46,31		32,80			33,87	46,98	38,33	35,78	40,75
IV	40,96	47,34	45,74	46,85	46,15		40,77			44,95	48,58	39,48	37,16	30,95

(Continuación Cuadro

1978	46,18	58,29	57,67	58,02	57,89		52,85
I	42,80	43,56	38,36	43,64	37,57		36,73
II	47,97	52,67	52,21	51,30	51,57		47,56
III	44,67	56,42	62,88	58,58	67,50		50,02
IV	48,45	74,97	71,33	73,20	69,00		71,13
1979	73,50	105,13	108,20	102,80	108,10		92,95
I	62,25	76,35	71,14	77,36	73,22		68,16
II	68,88	94,78	98,62	95,87	99,19		82,97
III	78,82	100,09	116,41	94,72	113,74		88,04
IV	80,17	138,08	134,40	133,42	134,54		122,71
1980	131,77	169,44	170,79	163,34	168,76		155,06
I	94,35	133,74	123,83	134,35	121,38		119,59
II	99,20	159,14	160,36	152,66	160,87	149,57	144,99
III	156,44	162,94	186,44	153,41	184,51	172,04	149,46
IV	170,08	215,86	205,58	207,65	201,45	200,84	200,20
1981	100	100	100	100	100	100	100
I	167,06	187,72	176,54	188,73	181,75	204,32	183,28
II	123,29	145,58	144,72	143,62	151,17	141,80	130,40
III	86,55	75,90	85,36	73,10	80,81	81,45	72,32
IV	86,37	81,42	77,38	83,92	77,19	75,06	90,48
1982	59,70	51,62	53,33	50,17	54,31	51,76	47,09
I	86,84	78,92	76,94	84,62	86,82	84,15	82,84
II	64,58	69,01	70,55	70,80	80,14	72,06	72,36
III	39,52	32,59	37,07	29,11	33,80	33,92	27,53
IV	69,92	56,52	56,76	54,21	56,62	53,49	47,92
1983	90,65	74,23	72,32	71,39	73,74	70,19	58,71
I	72,13	51,32	52,13	50,69	54,24	56,08	45,36
II	89,23	65,28	67,35	61,11	67,03	64,93	52,80
III	98,08	71,05	79,63	69,05	82,01	72,82	55,63
IV	92,77	87,48	76,62	84,00	78,01	75,46	67,48

Fuente: Elaboración propia en base al Cuadro IV-6.

IV-7)

139,87	61,03	64,47	58,27	52,83	61,21
160,75	47,60	51,14	46,82	44,64	45,03
186,11	52,92	56,69	51,82	47,62	51,30
	65,78	67,46	61,83	54,66	64,92
	72,97	77,61	68,51	61,34	77,55
	102,68	109,82	93,66	91,49	99,13
	83,24	87,58	80,28	69,23	93,75
	92,69	100,27	85,15	78,27	94,83
	104,24	113,02	95,20	94,66	98,73
	122,86	130,12	108,45	114,78	106,70
	159,05	171,33	146,33	161,91	149,46
	135,28	143,39	123,04	137,88	118,21
	145,18	155,24	133,07	149,28	137,99
	164,39	180,36	151,28	165,97	158,33
	187,06	201,37	173,72	190,22	178,25
	100	100	100	100	100
	198,73	202,84	189,15	197,76	191,89
	138,67	138,91	135,04	139,35	138,58
	83,14	83,11	84,76	88,78	88,35
	76,22	75,32	78,50	79,09	74,01
	52,11	50,19	49,29	47,05	45,27
	90,95	82,89	88,04	83,09	71,28
	75,16	67,43	71,30	63,22	64,39
	34,27	34,91	33,53	30,17	31,21
	51,34	50,49	46,97	48,34	45,47
	66,41	66,32	64,31	69,90	60,86
	55,38	52,15	51,52	50,70	51,47
	60,53	55,23	52,86	62,03	56,82
	66,59	68,20	63,28	74,97	60,79
	72,45	74,63	74,08	76,50	65,70

El segundo indicador resulta de dividir cada una de las distintas series del Cuadro IV-3 por la cotización del dólar financiero (tipo vendedor).²⁷ Este procedimiento permite obtener cada una de las distintas remuneraciones consideradas en términos de dólares. Estos resultados se presentan en el Cuadro IV-6 y los índices correspondientes (también con base 1981 = 100) se presentan en el Cuadro IV-7.

Cualquiera de los dos indicadores de salarios reales mencionados constituirá una medida más acertada del poder adquisitivo de las remuneraciones cuanto más parecida al salario nominal percibido durante un período dado sea la serie de salario nominal de que se dispone. En este sentido, las series de remuneraciones nominales disponibles para el sector manufacturero (salarios y sueldos medios) calculadas como cocientes entre ingresos percibidos y número de obreros o empleados resultan más apropiadas a los efectos de medir el poder adquisitivo de los perceptores de ingresos que las series de salarios nominales disponibles para los sectores minería, comercio, bancos y empresas del Estado, que miden las remuneraciones devengadas durante un período dado (aquellas que los trabajadores tienen derecho a percibir). Este problema podría resolverse deflactando los salarios devengados durante un período dado por el índice de precios o el tipo de cambio correspondiente al período inmediato siguiente. Esto no se ha efectuado en este trabajo por entenderse que la importancia del problema señalado se reduce al considerar promedios trimestrales y anuales de salarios nominales.

Antes de analizar la evolución de las remuneraciones reales durante el período considerado conviene señalar también la influencia de factores estacionales que afectan las mediciones de esas remuneraciones.

En este sentido y teniendo en cuenta los detalles sobre las series de remuneraciones nominales dadas en el apartado (i) resulta claro que los sueldos y salarios (reales) normales serán los más apropiados para analizar la evolución de las remuneraciones reales cuando se trabaja con datos de periodicidad trimestral (o mensual). Es obvio que los problemas de estacionalidad desaparecen al considerar datos de periodicidad anual.

En general, las distintas series de salarios reales, medidos tanto en términos de moneda doméstica constante como en términos de dólares, muestran una gran coincidencia en cuanto a las fases de sus correspondientes ciclos. De acuerdo a los Cuadros IV-4 al IV-7, los salarios reales crecieron, en general, desde el comienzo del período considerado hasta alcanzar un pico en el segundo trimestre de 1974. Luego retrocedieron permanentemente hasta alcanzar un mínimo en el tercer trimestre de 1976. Durante los años 1977 y 1978 los salarios reales no

²⁷ Cotización del Banco de la Nación Argentina en moneda nacional por dólar.

muestran una tendencia definida oscilando alrededor de valores superiores al mínimo alcanzado en el tercer trimestre de 1976, pero por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 1974.

Los salarios reales se recuperan considerablemente durante 1979 y 1980 alcanzando un nuevo máximo en el último trimestre de 1980 o el primero del año 1981 según la serie de salarios nominales que se utilice para obtener el salario real. En los casos en que existe información disponible puede comprobarse que los máximos registrados en 1980 y 1981 se aproximan a los alcanzados durante el año 1974. Aunque con oscilaciones, los salarios reales caen a partir de la segunda mitad del año 1981 hasta el tercer trimestre de 1982 para recuperarse a partir de entonces y durante el año 1983.

La información disponible desde el año 1977 permite efectuar algunas comparaciones del comportamiento de los salarios reales de distintos sectores productivos. El nivel promedio del salario normal real por asalariado correspondiente a la industria manufacturera fue para el año 1980 un 50% superior al correspondiente al año 1977, mientras que en el sector comercio era solo 45% más alto y en el sector bancos un 52% superior. En cambio, durante igual período los salarios reales crecieron 70% en el sector minería y 74% en las empresas del Estado. El nivel promedio del año 1982 se encontraba alrededor del 33% por debajo del nivel correspondiente al año 1980 en el sector manufacturero, 29% por debajo en los sectores minería y bancos, 38% por debajo en el sector comercio y 39% por debajo en las empresas del Estado. La máxima recuperación que se observa comparando los niveles promedios de los años 1982 y 1983 corresponde a los salarios reales de las empresas del Estado que crecieron un 31%, mientras los salarios reales aumentaron 20% en la industria manufacturera, 17% en el sector comercio, 15% en bancos y 11% en minería.

3. Información disponible sobre ocupación en la Argentina

a) Series disponibles de ocupación

Las únicas fuentes de información que permiten cierto seguimiento del nivel de ocupación global en la Argentina son los censos de población —relevados cada diez años— y la Encuesta Permanente de Hogares realizada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. El resto de la información disponible corresponde exclusivamente a las actividades manufactureras y proviene de las encuestas del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos mencionadas en la sección anterior. (Encuesta de producción, empleo y salario en la industria manufacturera y encuesta de ocupación y salarios en actividades manufactureras seleccionadas).

A continuación se sintetizan las características de las principales series disponibles de ocupación, y en el Cuadro IV-8 se presentan las estadísticas disponibles que se consideran más relevantes.

Cuadro IV-8

OCUPACION: 1970-1983

Año	Ocupación en Industria Manufacturera (1970 = 100)								Tasa de Desempleo (Desempleo/P.E.A.) (4)					
	Obreros (1)	Obreros (2)	Empleados (2)	Obreros (3)				horas-obreros		Gran Bs. As.	Gran Rosario	Cór- doba	S. M. Tucumán	Mendoza
				Alimentos Beb. y Tab.	Textiles Conf. Cueros	Ind. Química	Ind. Mecánica	(1)	(2)					
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0					
I	103,7	97,2	98,1					95,5	88,1					
II	99,4	99,0	99,4					103,7	100,4	4,8				
III	98,0	104,5	101,7					102,2	110,5					
IV	98,8	99,3	100,8					98,5	101,0	5,0				
1971	103,0	102,6	102,8	105,2	101,6	103,6	103,3	103,3	101,4					
I	105,3	98,9	101,4					95,0	89,6					
II	102,1	102,0	102,1					106,5	94,8	5,7				
III	101,2	107,5	104,0					106,0	124,7					
IV	103,5	102,2	103,6					106,5	96,4	6,5				
1972	105,2	104,2	105,5	107,7	100,6	109,5	107,8	105,8	103,5					
I	109,0	101,3	104,2					99,6	91,1					
II	105,5	104,3	105,6					109,5	108,5	7,4				
III	102,7	108,2	110,3					108,2	116,6					
IV	103,8	103,1	101,9					106,2	98,1	5,8				
1973	108,6	109,9	111,1	112,3	102,3	111,4	113,8	108,9	108,6					
I	110,2	102,8	107,1					100,4	90,8					
II	108,1	107,6	110,0					111,4	110,5	6,1				
III	106,4	113,6	113,6					111,3	116,8					
IV	109,6	115,6	113,9					112,6	116,2	5,5				
1974	114,8	119,5	116,9	121,1	109,9	115,6	119,6	114,0	117,6					
I	116,0	111,7	114,1					106,0	100,3					
II	114,8	116,7	115,6					118,7	119,8	4,2				
III	112,3	123,7	118,6					113,8	121,9					
IV	116,0	126,0	119,4					117,6	128,3	2,5				
1975	119,2	128,3	124,7	121,0	111,8	124,0	126,8	115,5	121,3					
I	122,3	123,7	121,4					107,1	106,1					
II	120,5	129,3	124,7					122,9	128,6	2,4	5,3	6,1	8,4	4,1
III	116,8	132,0	126,7					117,4	129,4					
IV	117,3	128,1	126,1					114,7	121,1	2,8	5,7	7,2	6,9	4,4
1976	115,3	124,8	128,1	122,8	107,2	125,7	120,1	113,4	119,0					
I	124,4	125,1	127,9					108,4	104,4					
II	116,0	127,4	128,5					120,0	127,9	4,8	5,3	6,5	7,4	5,9
III	111,0	127,8	129,0					111,7	124,5					
IV	109,8	119,0	127,8					113,4	119,3	4,1	4,1	5,4	5,6	4,8

(Continuación Cuadro IV-8)

1977	108,1	119,4	129,8	117,5	98,4	118,9	112,8	112,8	123,0						
I	115,3	116,8	127,2					105,3	105,6						
II	108,6	119,8	129,4					116,8	124,9	3,4	3,5	5,9	7,3	4,4	
III	104,5	122,9	131,7					116,3	136,7						
IV	104,2	118,0	130,9					112,8	125,0	2,2	2,6	4,0	4,3	4,4	
1978	97,7	105,2	126,5	105,6	87,4	108,1	101,6	101,0	111,5						
I	103,2	107,7	129,6					92,6	89,5						
II	97,8	108,1	126,0					104,1	110,6	3,9	5,5	5,1	6,8	2,9	
III	95,2	101,2	127,0					105,3	137,9						
IV	94,7	103,8	123,5					102,2	107,9	1,7	2,3	2,7	4,9	3,5	
1979	95,6	104,7	121,2	105,9	79,9	105,7	100,8	102,3	108,2						
I	99,0	100,7	120,5					94,4	91,4						
II	96,4	105,3	121,3					106,2	112,4	2,0	3,1	2,6	5,9	2,8	
III	93,4	109,5	122,0					105,4	120,0						
IV	93,6	103,2	121,2					103,2	108,9	1,9	2,7	1,8	4,9	3,4	
1980	88,1	97,9	112,0	101,8	64,1	100,0	91,9	93,4	99,2						
I	93,6	98,0	116,2					87,4	87,3						
II	90,1	100,0	113,7					98,5	104,0	2,3	4,3	2,1	6,3	1,4	
III	85,0	99,7	109,5					97,5	109,3						
IV	83,9	93,8	108,7					90,1	96,2	2,2	2,4	2,7	8,3	2,9	
1981	77,1	86,1	102,9	95,3	51,7	88,5	76,0	78,4	81,9						
I	81,9	88,7	106,7					76,8	69,5						
II	77,7	87,3	106,0					83,9	96,5	4,0	4,9	2,9	8,8	4,2	
III	74,9	90,9	104,2					77,9	85,4						
IV	74,0	77,7	94,9					75,1	76,4	5,0	6,5	4,7	9,2	5,3	
1982	73,0	76,3	92,7	97,6	51,7	82,6	66,6	75,4	78,0						
I	76,2	73,8	93,3					70,6	69,1						
II	72,0	75,2	92,2					75,4	73,1	5,7	8,4	4,8	11,0	4,8	
III	71,0	79,8	93,2					77,5	88,7						
IV	72,9	76,6	92,2					78,2	81,1	3,8	8,0	3,9	8,0	3,3	
1983	75,4	79,7	95,2	100,2	54,9	84,8	68,6	79,4	84,1						
I	76,7	75,4	93,8					73,1	70,7						
II	75,7	79,0	95,0					82,2	84,9	5,2	6,3	4,3	8,1	4,5	
III	73,6	82,7	96,2					82,3	95,5						
IV	75,5	81,6	95,8					79,9	85,2	3,1		5,6	7,4	4,5	

Fuentes: (1) Encuesta de producción, empleo y salarios en la industria manufacturera (Encuesta Trimestral del INDEC) según la publicación "Precios, Salarios y Empleo en la Argentina", CEPAL, Bs. As. p. 325.

(2) Elaboración propia en base a Encuesta de Ocupación y Salarios en Ramas Seleccionadas de la Industria Manufacturera (INDEC).

(3) La evolución del empleo y los salarios en el corto plazo, el caso argentino 1970-1983", CEPAL, Bs. As., p. 117, en base a la Encuesta de Producción, Empleo y Salario en la Industria Manufacturera.

(4) INDEC. Encuesta permanente de hogares.

Cuadro IV-9

PRODUCTIVIDAD: 1970-1983

Año	<i>Productividad por obrero</i>				
	<i>Industria Manufacturera</i>	<i>Alimentos, Bebidas y Tabaco</i>	<i>Textiles, Confección y Cuero</i>	<i>Industria Química</i>	<i>Industria Metal- Mecánica</i>
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1971	103,6	93,7	102,1	105,1	110,0
1972	107,0	98,1	105,1	105,4	111,1
1973	107,2	93,8	106,4	110,7	111,2
1974	106,8	97,1	107,3	101,5	111,6
1975	99,7	97,2	100,6	95,0	97,3
1976	99,9	93,3	101,4	96,8	98,8
1977	112,8	94,4	114,9	102,9	123,4
1978	111,9	101,8	112,1	104,1	111,6
1979	128,8	111,2	134,2	120,4	132,9
1980	135,9	118,7	141,0	126,6	141,8
1981	129,7	113,7	140,5	132,5	127,9
1982	134,9	112,7	141,8	140,5	138,7
1983	141,1	109,9	148,2	152,3	154,5

(Continuación Cuadro IV-9)

Año	Productividad horaria				
	Industria Manufacturera	Alimentos, Bebidas y Tabaco	Textiles, Confección y Cuero	Industria Química	Industria Metal- Mecánica
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1971	103,1	94,1	101,0	105,7	109,1
1972	106,1	96,5	106,1	106,5	110,4
1973	106,9	96,4	103,6	114,1	110,2
1974	107,5	99,1	108,5	104,7	111,6
1975	102,9	96,1	101,0	100,6	103,6
1976	101,6	94,1	101,9	101,8	104,5
1977	108,6	91,3	108,2	103,9	119,6
1978	108,1	94,0	108,0	106,5	114,0
1979	120,3	103,3	121,6	118,9	127,6
1980	128,4	109,6	133,3	125,5	137,0
1981	127,6	104,7	132,7	138,1	135,8
1982	130,6	106,4	137,5	139,9	138,7
1983	134,0	104,4	137,2	148,2	148,0

Fuente: "La evolución del empleo y los salarios en el corto plazo, el caso argentino 1970-1983", CEPAL, Buenos Aires, pp. 120, 121.

SERIE 1 - Ocupación en la industria manufacturera

La encuesta de producción, empleo y salarios del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos en la Industria Manufacturera releva el número de obreros ocupados, al último día hábil de cada trimestre, en tareas de fabricación, elaboración y montaje, tareas de mantenimiento y reparación de equipos afectados al proceso productivo. La primera columna del Cuadro IV-8 presenta la información correspondiente al nivel general del índice de ocupación obrera en la industria manufacturera (base 1970 = 100), que resulta de la suma ponderada de los índices de las agrupaciones y subgrupos considerados en la encuesta mencionada. Se presentan también los índices de ocupación obrera a nivel anual para las siguientes agrupaciones: alimentos, bebidas y tabaco, textiles, confecciones y cuero; industrias químicas e industrias metalúrgicas. De la misma encuesta se obtiene también información sobre las horas trabajadas. Esta información se refiere también exclusivamente a los puestos obreros y excluye las horas correspondientes a vacaciones, enfermedades, licencias especiales y accidentes de trabajo. El nivel general del índice de horas trabajadas (con base 1970 = 100) publicado por la Oficina de Buenos Aires de CEPAL en "Precios, salarios y empleo en la Argentina" también aparece en el Cuadro IV-8.

El Cuadro IV-8 también presenta información proveniente de la encuesta de ocupación y salarios en ramas seleccionadas de la industria manufacturera y elaborada por la Oficina de Buenos Aires de CEPAL en el trabajo mencionado anteriormente. Se presentan los niveles generales de los índices (con base 1970 = 100) de ocupación de obreros y empleados (a fin de cada trimestre) y las horas obrero trabajadas efectivamente por el personal obrero, incluyendo horas extras.

SERIE 2 - La tasa de desempleo en la Argentina

en las siguientes zonas urbanas del país: Gran Buenos Aires, Gran Rosario, Córdoba, San Miguel de Tucumán y Mendoza. La tasa de desempleo y la tasa de subempleo visible son los únicos indicadores periódicos elaborados por el INDEC en base a la información que provee la Encuesta Permanente de Hogares.

La tasa de desempleo se define como el cociente entre la cantidad El Cuadro IV-8 se completa con información sobre la tasa de desempleo de desempleados y la población económicamente activa. Esta última se define como el conjunto de ocupados y desocupados. Los ocupados son aquellos que trabajaron por lo menos una hora en forma remunerada o 15 horas en forma remunerada, durante la semana de referencia de la encuesta. Por su parte, los desempleados (desocupados) son aquellos que no teniendo ocupación (en los términos definidos anteriormente) la buscan activamente.

Los datos de tasa de desempleo que aparecen en el Cuadro IV-8

como pertenecientes al segundo y cuarto trimestre de cada año corresponden a abril y octubre de la encuesta mencionada. Se presenta información a partir del año 1970 para el Gran Buenos Aires y a partir del año 1975 para el resto de las áreas consideradas en el cuadro.

b) *Evolución de la ocupación en Argentina (1970-1983)*

La información presentada en el Cuadro IV-8 indica que la ocupación obrera en la industria manufacturera creció permanentemente en la primera parte del período considerado hasta alcanzar un máximo en el año 1975. En este aspecto coinciden tanto los indicadores de cantidad de obreros ocupados como los correspondientes a horas-obrero (es decir, horas por número de obreros) trabajadas. Por otra parte, la tasa de desempleo en el Gran Buenos Aires alcanza en 1975 el mínimo valor de los registrados en esa serie para los primeros 5 años de la década de los '70.

A un nivel mayor de desagregación se observa que contribuyen mayormente al resultado señalado la industria textil, de confección y cueros y las industrias metal-mecánicas, ya que los mayores niveles de ocupación obrera en la industria de alimentos, bebidas y tabaco y en las industrias químicas se alcanzan en el año 1976.

El nivel de ocupación de empleados en la industria manufacturera crece también durante la primera parte del período considerado, pero alcanza un máximo en el año 1977 cuando los niveles de ocupación obrera habían comenzado a retroceder significativamente.

A partir del año 1976 los distintos indicadores considerados en el Cuadro IV-8 muestran comportamientos disímiles. El nivel de ocupación obrera que resulta de cualquiera de las dos encuestas del INDEC mencionadas cae permanentemente a partir de ese año y hasta 1982 para recuperarse durante el año 1983. Sin embargo, en términos de horas-obrero trabajadas, la encuesta de producción, empleo y salarios muestra una caída a partir de 1976 hasta el año 1978, una recuperación durante 1979 y luego un retroceso hasta el año 1982 y una recuperación durante 1983. Por su parte, la encuesta de ocupación y salarios en ramas seleccionadas de la industria manufacturera muestra que el nivel del índice de horas-obrero trabajadas disminuye en 1976 en relación al año anterior pero crece durante 1977, año en el que alcanza el valor máximo para todo el período considerado.

El comportamiento de este indicador a partir del año 1977 es similar al de los considerados anteriormente: cae hasta 1982 y se recupera durante 1983. Cabe mencionar que la tasa de desempleo muestra importantes reducciones en las áreas consideradas en 1977 con respecto al año precedente. Por otra parte, durante el año 1979 la tasa de desempleo alcanza el mínimo valor para todo el período considerado en todas las áreas urbanas consideradas con excepción de Mendoza, que alcanza ese resultado durante 1980.

En lo referente al nivel de ocupación de empleados en la industria

manufacturera, el índice correspondiente cae a partir de 1977 y hasta 1982, recuperándose también durante el año 1983.

Los niveles de ocupación en los seis sectores industriales considerados en el Cuadro IV-8 (alimentos; bebidas y tabaco; textiles; confecciones y cueros; industrias químicas e industrias metal-mecánicas) son durante la última parte del período considerado bastante inferiores a los correspondientes a los años 1975 o 1976. La industria de alimentos, bebidas y tabaco, muestra, sin embargo, una pequeña recuperación durante el año 1979. Este sector, junto con la industria textil, de confección y cuero, alcanza los menores niveles de ocupación para el período estudiado en el año 1981 y comienza a recuperarse a partir de 1982.

4. *Productividad en la industria manufacturera argentina (1970-1983)*

El Cuadro IV-9, obtenido de "La Evolución del Empleo y los Salarios en el corto plazo: El Caso Argentino 1970-1983", CEPAL, Buenos Aires, presenta información sobre la evolución de la productividad en el sector manufacturero.

Se presentan dos indicadores de productividad: la productividad por obrero (el cociente entre el valor agregado de cada sector y el número de obreros ocupados) y la productividad horaria (el cociente entre el valor agregado de cada sector y el número de horas-obrero trabajadas). De cada uno de estos indicadores se presenta, además, información para los siguientes sectores: alimentos; bebidas y tabaco; textiles; confecciones y cueros; industrias químicas e industrias metal-mecánicas.

En términos generales se observa que, aunque con oscilaciones y comportamientos algo disímiles de los distintos indicadores considerados, la productividad tanto por obrero como horaria crece desde 1970 hasta 1972 o 1973, según el caso. Sigue luego una fase decreciente que culmina por los años 1975 o 1976, según el indicador que se considere. A partir de entonces se produce un importante crecimiento en la productividad del sector manufacturero: en 1983 la productividad por obrero era 41% superior a la de 1970 mientras la productividad horaria había crecido 34% con respecto a aquel año base. Los crecimientos más importantes se produjeron en las industrias metal-mecánicas y químicas²⁸ y fue algo menor en la industria textil, de confecciones y cueros.

Por el contrario, en la industria de alimentos, bebidas y tabaco el progreso en términos de productividad fue considerablemente menor. En este caso, el máximo nivel de productividad se alcanza alrededor de 1980 y luego decrece constantemente: en 1983 la productividad por obrero en este sector era apenas 10% superior a la del año 1970 mientras la productividad horaria era apenas 4,4% superior a la de aquel año base.

²⁸ La productividad por obrero era en estos sectores más del 50% superior en 1983 a la del año 1970.

REFERENCIAS

- Arriazu, R., "Reforma financiera en inflación. El caso argentino", Instituto Interamericano de Mercados de Capitales, Caracas, Venezuela, 1979.
- Arriazu, R., A. M. Leone y R. López Murphy, "Políticas macroeconómicas y endeudamiento privado. Aspectos Analíticos" en *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, GEL, Buenos Aires, 1987.
- Barro, R., *Macroeconomics*, 1984, J. Wiley and Sons.
- Bour, J. L., J. L. Funes y H. A. Hoppenhayn, "Encuesta sobre remuneraciones en la industria: diseño metodológico", *Documento de trabajo* N° 2, FIEL, diciembre, 1981.
- Cavallo, D., y A. Peña, "Déficit fiscal, endeudamiento público e inflación en la Argentina; 1949-1982", Fundación Mediterránea, Córdoba, 1983.
- CEPAL, "Precios, salarios y empleos en la Argentina. Estadísticas económicas de corto plazo", en *Estudios e Informes de la CEPAL* N° 42, Santiago, Chile, diciembre, 1984.
- , "Estadísticas económicas de corto plazo de la Argentina: Sector externo y condiciones económicas internacionales", *Documento de Trabajo*, N° 20, Buenos Aires, mayo de 1986.
- Fondo Monetario Internacional, *Manual de la Balanza de Pagos*, cuarta edición, Washington, D.C., 1972.
- INDEC, "Evolución de la industria manufacturera 1970-1981".
- , "Índice de precios al consumidor y salarios industriales", fascículos mensuales a partir de 1982.
- López Murphy, R., "Aspectos fiscales de la cuenta de regulación monetaria", *Revista Ensayos Económicos - BCRA*, 1984.
- , y M. Salinardi, "La política fiscal y el crecimiento económico", *Jornada de Finanzas Públicas*, Córdoba, 1982.
- , J. Sereno y R. Zоргno, "La deuda pública en la Argentina, periodo 1975-1980", *Revista de la Asociación Argentina de Presupuesto Público*, N° 7, diciembre de 1980.
- Siegel, J., "Inflation Induced Distortions in Government and Private Saving Statistics", *The Review of Economics and Statistics*.
- Taylor, C. T., y A. R. Threadgold, "Real National Savings and its Sectoral Composition", Bank of England, *Discussion Paper* N° 6, octubre 1979.
- The Economist, "How Not to Judge Britain Fiscal Policy - And Early Thoughts on How To", agosto, 1985.



LA DEUDA INTERNA CHILENA 1975-1985

NICOLÁS EYZAGUIRRE *

* Doctor en Economía (cand.), Universidad de Harvard. Consultor Económico de la CEPAL.

El autor agradece los comentarios de los señores Dionisio Dias Carneiro, Juan Eduardo Herrera, Carlos Massad, Patricio Meller y Roberto Zahler. Los errores que pueda contener son, por cierto, exclusiva responsabilidad del autor.



INTRODUCCIÓN

La evolución del sistema financiero chileno en la última década ha recibido sustancial atención recientemente. Análisis sobre su evolución y crisis pueden ser encontrados en Arellano (1983a, b), Barandiarán (1983), Meller y Solimano (1984) y Zahler (1985) entre otros.¹ La razón de dicha atención reside tanto en las magnitudes espectaculares de su reciente crisis, como en los fuertes cambios institucionales a los que dicho sistema ha estado sometido. En una década el sistema financiero chileno ha mutado de un clásico sistema controlado por el Estado a un sistema teóricamente liberal, para finalizar en un sistema intervenido por la autoridad económica.

La realidad de un nuevo gobierno en Chile a partir de 1973, que en el plano económico se fue identificando con una postura liberal extrema, implicó una redefinición del rol del sistema financiero en el proceso de desarrollo respecto de lo que había sido tradicional en la economía chilena. Ésta, como era por lo demás característico de la mayoría de las economías latinoamericanas, reconocía en el Estado el principal agente de intermediación de recursos financieros. Dicha característica se había acentuado en el período 1970-1973, en el cual el conjunto de la banca había pasado a manos del Estado. En lo tradicional, el Estado captaba el grueso de los recursos financieros y los asignaba selectivamente a través de sus instituciones a tasas de interés que variaban según la prioridad de sus usuarios. Aquella parte de la intermediación financiera que efectuaba el sector privado estaba altamente regulada y la tasa de interés fijada, muchas veces, ex-post, a niveles negativos en términos reales.

La nueva concepción del sistema financiero, inspirada en las ideas de Mc Kinnon (1973) y Shaw (1973), promovía la liberalización de dicho sistema como piedra angular de la estrategia de desarrollo. En lo fundamental se postulaba que un mercado financiero liberal y privado produciría dos efectos positivos. De una parte, al liberalizar la tasa de interés y alcanzar ésta niveles positivos en términos reales, se estimularía el ahorro y así la inversión y el crecimiento.² Adicionalmente, la asignación de fondos prestables a una tasa de interés uniforme y positiva en términos reales mejoraría la calidad de la inversión, lo que redundaría en mayor crecimiento y bienestar.³

¹ Por su parte, Silva (1985) desarrolla los aspectos político-institucionales de la evolución del sistema financiero. Este trabajo se ha beneficiado de dicha perspectiva.

² Cabe recordar que esa sola cadena ahorro-inversión-crecimiento dividiría a los economistas en dos bandos. Ciertamente un keynesiano se sentiría más cómodo con ahorro-inventarios-recesión.

³ El punto es que los mercados de crédito racionados y segmentados permiten

La visión liberal de la operatoria del sistema financiero no fue por cierto un hecho aislado sino que se insertó en la filosofía más general de la estrategia de desarrollo implementada por el nuevo gobierno a partir de 1974. Dicha estrategia proclamaba la libertad económica, entendida como aquella que se da y manifiesta en el mercado, como la verdadera libertad y base de sustentación de todas las demás. El mercado, mediante sus reglas impersonales y uniformes, sería la única institución capaz de regular la economía generando eficiencia y realizando la igualdad. Por último, se atribuía al paradigma neoclásico el carácter de saber científico absoluto que nos dotaba de las recetas adecuadas para solucionar los problemas económicos.

Una vez más la realidad se encargaría de congelar a la ortodoxia. A menos de una década de la liberalización, el sistema financiero quebró estrepitosamente y hubo de ser intervenido por el Estado. Siguiendo a Arellano (1983a, b) podemos resumir los resultados como sigue:⁴ 1) La economía chilena funcionó desde el año 1975 hasta el año 1982 con una tasa promedio de interés real por el crédito financiero superior al 30% anual durante 7 años consecutivos. 2) A pesar de las elevadas tasas de interés real, "el ahorro nacional bruto disminuyó desde el 16.3% del Producto Geográfico Bruto de la década del 60 al 12.4% en el período 1975-1981. En ningún año de la etapa de liberalización financiera el ahorro alcanzó el promedio de la década del 60", período en el cual habría existido «represión financiera» (Arellano 1983a). 3) A pesar del notable incremento del crédito interno y externo, la inversión experimentó una gran reducción; en efecto, la tasa de inversión se redujo en cinco puntos porcentuales del Producto Geográfico Bruto en el período 1975-1982 en relación al promedio observado en la década del 60. No sólo se redujo la inversión total sino también la inversión privada, centro del estímulo de la nueva institucionalidad. 4) En relación al incremento de la eficiencia de la asignación de los recursos de ahorro e inversión que supuestamente produciría la liberalización financiera, es difícil encontrar un indicador cuantitativo objetivo para esta evaluación; sin embargo, las carteras vencidas de los bancos, el stock de construcciones y urbanizaciones ociosas, la sobre-saturación de caracoles comerciales, la sobreinversión en equipos de transporte, constituyen evidencia empírica real de una mala asignación de los fondos que se destinaron a inversión en estos años (Arellano, 1983a). 5) Por último, el pago de intereses por depósitos a 30 días acortó de manera considerable los plazos de funcionamiento de una parte importante del mercado de capitales.

En síntesis, el proceso chileno de liberalización financiera solo tuvo éxito en lograr un notable incremento en la tasa de interés real; el resultado de la experiencia fue simplemente "un encogimiento de la

que los proyectos de inversión realizados no sean los mejores factibles. Si la tasa es negativa, los proyectos no necesitan siquiera ser deseables.

⁴ El resumen está tomado de Meller y Solimano (1984).

economía real, junto a una expansión de la economía de papel" (Arellano, 1983b, p. 195).

Tal como se destacó más arriba, la tasa de interés real promedio durante el período fue altísima y, ciertamente, mayor que la mejor expectativa de rentabilidad promedio del capital productivo. Dados esos parámetros, la crisis financiera era cuestión de tiempo. En este trabajo desarrollaremos la evolución y causas de la crisis financiera en torno a esa idea central, es decir, nos preguntamos qué posibilitó un descuadre tan manifiesto entre el costo del crédito y la rentabilidad del capital, tanto desde el punto de vista de los elementos económicos que intervinieron, como de la institucionalidad que le sirvió de respaldo. Previamente, para enmarcar la discusión más analítica, ofrecemos un análisis descriptivo de la evolución del sistema financiero hasta la crisis, así como del entorno económico e institucional en que se desarrolló. Finalmente se recuentan y analizan los programas públicos de apoyo al sector financiero⁵ que tomaron lugar con posterioridad a la crisis; éstos se inician a comienzos de 1983 y continúan en vigor hasta el cierre de este trabajo.

I. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA INTERNA EN EL PERÍODO 1975-1982

1. *Las medidas de liberalización*

En mayo de 1974 fueron dictadas nuevas normas respecto del mercado financiero. Se autorizó el nacimiento de financieras privadas con atribuciones para captar y colocar recursos a un tipo de interés pactado libremente. Inicialmente dichas instituciones operaron sin restricción alguna en cuanto a plazos y/o encaje legal, situación que fue modificada con posterioridad. Paradojalmente semejantes atribuciones no fueron concedidas a la banca ni al Sistema Nacional de Ahorros y Préstamos, SINAP.

Recién en abril de 1975 se autorizó a la banca comercial y al SINAP a pactar libremente las tasas de interés. Durante el mismo año se efectuó el traspaso al sector privado de los bancos comerciales que habían sido estatizados durante el gobierno anterior. Arellano (1983a) enfatiza, sin embargo, que los intentos gubernamentales por evitar la concentración de la propiedad de la banca fueron inicialmente débiles y posteriormente abandonados. Adicionalmente, la cesión de propiedad de la banca fue hecha en condiciones bastante favorables, entre las que se contaban los plazos de pago.

A partir de mayo de 1976 se eliminó el sistema de control de crédito a través de márgenes de expansión, inflándose el de tasas de encaje, tasas que, siendo inicialmente altas, fueron gradualmente en reducción.

⁵ Dichos programas incluyen apoyos tanto a los deudores finales como a los intermediarios financieros.

2. *La desaparición del SINAP*

El Sistema Nacional de Ahorros y Préstamos, que, en conjunto con el financiamiento directo del Banco Central y el Banco del Estado, constituía el grueso de la intermediación financiera en los años 60, fue gradualmente en desaparición.

La libertad de tasas de interés, privativa de las financieras privadas, jibarizó el sistema durante 1974. Sin embargo, el golpe de gracia lo constituyó el congelamiento de los Valores Hipotecarios Reajustables (VHR), que constituían el principal instrumento del sistema, efectuado en junio de 1975. De allí en adelante el Sistema Nacional de Ahorros y Préstamos fue gradualmente en extinción.

3. *La licitación de empresas públicas y el auge de los grupos económicos*

Coherentemente con su filosofía liberal en lo económico, el nuevo régimen inició gradualmente el traspaso al sector privado de empresas productivas expropiadas durante el gobierno anterior, conocidas como las empresas del Área de Propiedad Social (APS). Este proceso, que se había iniciado ya desde 1973, tomó cuerpo durante 1975, justamente el año en donde el gobierno había iniciado un fuerte shock contractivo monetario-fiscal para hacer frente a la inflación que no cedía. Como se sabe, el valor de los activos tiende a ser altamente procíclico, en especial en países con fuerte incertidumbre futura (donde las expectativas sobre el futuro son asimiladas con la situación presente). Ello implicó que dichas empresas, que además estaban fuertemente endeudadas producto, principalmente, del control de precios en el gobierno anterior, fueran liquidadas en valores muy inferiores a sus niveles de largo plazo.

Algunos grupos económicos que habían tomado control del mercado financiero, inicialmente a través de las financieras y posteriormente a través de la banca privatizada, se hicieron rápidamente de las empresas públicas licitadas, muy ayudados por la política de dinero caro en vigor.⁶ Se iniciaba aquí la formación de un complejo tejido financiero-productivo, que posteriormente probaría ser fatal para la estabilidad del sistema financiero. Dicho tejido se caracterizó por un sistema de créditos entrelazados de bancos y financieras, y por un efecto de piramidación consistente en la interrelación de bancos, empresas y "sociedades de papel", que permite a un grupo con un capital reducido, pero con capacidad técnica, información y vinculaciones oportunas, controlar un enorme volumen de activos.⁷

⁶ El tema de la responsabilidad del gobierno en el surgimiento de los grupos económicos no es materia de consenso. Hay opiniones que adjudican la causalidad a la estructura del mercado (Barandiarán, 1983) y quienes culpan directamente a la autoridad (Dahse, 1979).

⁷ No es el caso describir aquí la operatoria de dicho tejido. Antecedentes sobre

4. *La recomposición de los activos financieros*

El sector financiero tuvo un crecimiento espectacular durante el período. En el Cuadro 1 se puede apreciar que dicho sector creció a una tasa promedio dos veces y media mayor que la economía en promedio y cuatro veces superior al crecimiento de la actividad más directamente productiva (donde se excluyen el sector financiero y el sector comercio).

Cuadro 1
CRECIMIENTO REAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Variación porcentual anual)

Años	PGB	Sector Comercio	Sector Financiero	Resto
1976	3,5	2,5	9,3	2,3
1977	9,9	24,8	14,5	7,0
1978	8,2	20,0	20,2	4,9
1979	7,8	12,4	22,6	5,0
1980	5,7	6,7	16,1	4,1
1976-1981 *	7,2	12,9	18,4	4,8

Fuente: Zahler (1985).

* Promedio aritmético simple del período.

Dado que la actividad del sector financiero se imputa como una fracción de los recursos financieros que intermedia, el factor que subyace al crecimiento del nivel de actividad comentado más arriba es el enorme crecimiento de la masa de activos financieros. Como puede observarse en el Cuadro 2, el total de activos financieros más que se duplica como porcentaje del producto geográfico bruto entre los años 1975 y 1982. Paralelamente se produce un cambio de composición del portafolio. En efecto, el dinero (M_1) que representaba la mitad del total de activos financieros antes de la liberalización, pasa a representar sólo el 14% en 1982. La causa fundamental de este cambio de composición es el surgimiento de instrumentos de corto plazo que devengan interés.

El cambio de composición alcanza también a las instituciones que realizan la intermediación financiera. Bancos y financieras pasan a mantener un 70,7 % del total de activos financieros hacia 1982 siendo su nivel histórico de alrededor de un cuarto del total en los sesenta y excepcionalmente bajo en los primeros años de los setenta. La causa fundamental del incremento en la importancia de bancos y financieras es la caída de la actividad del SINAP. Hacia 1977 los bancos adquieren el predominio por sobre las financieras, las cuales habían tenido

ello así como de la importancia que llegaron a tener los grupos en el control de la actividad económica pueden encontrarse en Dahse (1979). Cabe destacar que ello se efectuó a pesar de la existencia de cuerpos legales que limitaban la capacidad de endeudamiento de los bancos y empresas a un múltiplo de su capital (y reservas).

Cuadro 2

ACTIVOS FINANCIEROS 1969-1982
(Pesos y porcentajes)

Año	Saldo a fines de año, miles de millones de pesos de cada año ^a	Miles de millones de pesos de 1977 ^b	% del PGB ^c	Activos monetarios ^d % del total	Activos no monetarios con bancos y financieras ^e % del total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1969	0,122	48,7	17,6	49,7	24,5
1970	0,192	56,4	18,9	52,3	23,2
1973	0,472	43,1	14,9	53,0	14,3
1974	2,993	58,2	20,0	27,7	14,0
1975	11,36	49,8	19,7	26,1	16,2
1976	33,75	49,7	19,0	25,4	25,0
1977	75,8	60,6	21,0	24,1	38,6
1978	123,1	71,7	23,0	24,6	48,6
1979	237,8	99,7	29,6	21,1	50,1
1980	395,7	126,4	34,9	19,8	59,8
1981	510,8	149,0	39,0	14,7	69,8
1982	578,4	158,8	48,1	14,0	70,7

Fuente: Arellano 1983a.

^a Según datos del Banco Central, Boletín Mensual, varios meses. Excluye Dinero giral sector público y Acciones Sociedades Anónimas.

^b IPC corregido.

^c Para calcular el % y reducir las distorsiones introducidas por la inflación se usan cifras en pesos de 1977.

^d Billetes y monedas en libre circulación + Dinero giral sector privado.

^e Documentos emitidos por Bancos Comerciales, de fomento y financieras.

su auge en virtud de las normas de excepción que regulaban su funcionamiento en el año 1974. En 1976 algunas financieras presentaron problemas de solvencia, lo que consolidó el dominio de los bancos.

Sin embargo, las modificaciones descritas más arriba no se producen con la misma secuencia. Mientras la pérdida de importancia del dinero en el total de activos financieros es una consecuencia inmediata y por una vez de la liberalización financiera, el auge de los bancos es un fenómeno gradual. Por una parte, el desplazamiento del SINAP y de otras actividades de intermediación realizados por el Estado no fue un hecho abrupto y, muy especialmente, el crecimiento de los activos financieros no fue importante sino hasta el año 1979. La causa de esto último debemos buscarla en los orígenes de la expansión del ahorro financiero.

En primer lugar, como fuera ya destacado en la introducción, todo el período de liberalización financiera se caracteriza por una tasa de ahorro inferior en cuatro puntos porcentuales del producto a su nivel histórico. Lógicamente, entonces, no fue el ahorro lo que contribuyó al auge del ahorro financiero. Tampoco se produjo inicialmente un pro-

ceso de monetización de activos, como predecían las teorías liberales de Mc Kinnon y Shaw. Así, la fracción de activos financieros sobre el PGB se mantuvo estacionaria hasta 1978.

¿Qué determinó entonces el crecimiento del ahorro financiero a partir de 1979? Antes que nada es necesario destacar que el ahorro financiero aumenta en virtud de la expansión del endeudamiento de algunos agentes económicos con otros que tengan oferta positiva de fondos pres-tables, ya sean estos últimos residentes o acreedores externos. En rigor, entonces, la expansión del ahorro financiero no tiene necesariamente que estar sustentada en un aumento del flujo de ahorro. Ex post, constituiría ahorro interno aquella masa de endeudamiento que fue contraída con residentes y que fue destinada a inversión. Ésta es sólo una de las posibilidades. Otras son: i) endeudamiento con un residente o extranjero para la compra de un activo existente; ii) endeudamiento con un residente o extranjero para financiar un plan de consumo; iii) endeudamiento externo para financiar inversión. Todas las posibilidades enumeradas dan origen a un aumento del ahorro financiero sin constituir ahorro.

El endeudamiento externo tuvo un fuerte auge a partir de 1978, en respuesta a las medidas de liberalización de la entrada y salida de capitales internacionales que habían entrado gradualmente en vigor a partir de 1977. En efecto, la deuda externa chilena se elevó de 5.300 millones de dólares a fines de 1977 a 17.000 millones a fines de 1982. Ésta fue sin duda alguna la principal fuente que alimentó la expansión de activos financieros.

Una segunda fuente de expansión de activos financieros fue inducida por el proceso de monetización de activos, lo que corresponde al tipo de transacciones i) enunciadas más arriba. "El sistema financiero se infló juntamente con la riqueza del sector privado: las ganancias de capital realizadas por los propietarios originales de los activos reales se volcaron en parte hacia el sistema financiero (en el sentido de que se emitieron títulos de alta liquidez sobre esos activos reales). En otras palabras, la expansión de las operaciones en moneda nacional se financió con las ganancias de capital de los propietarios originales y no con el ahorro corriente de éstos o de cualquier otro sector nacional" (Barandiarán, 1983).

Por último, a partir de mayo de 1981, el cambio⁸ introducido por la reforma previsional significó un aumento de los activos financieros. "A fines de 1982 los fondos depositados en el sistema financiero por este concepto representaban un 7,7 % de los activos financieros" (Arellano, 1983 a).

⁸ Dicho cambio consistió en una modificación del sistema previsional desde un esquema de reparto ("pay as you go") hacia un sistema de capitalización.

5. *La estructura de plazos del crédito*

Un aspecto notable de la evolución del sistema financiero chileno en el periodo lo constituye la escasa importancia que tuvieron las operaciones de mediano y largo plazo en la intermediación financiera. Esto es, la estructura de plazos del crédito tuvo un marcado sesgo de corto plazo, como se puede apreciar en el Cuadro 3.

Cuadro 3

SISTEMA FINANCIERO: CAPTACIONES Y COLOCACIONES SEGÚN PLAZOS *

*(Miles de millones de pesos de cada año)**Moneda Nacional*

<i>Fines de</i>	<i>Captaciones</i>					<i>Colocaciones</i>		
	<i>Del Banco Central</i>		<i>Del Público</i>		<i>Total</i>	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>	<i>Total</i>
	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>				
1978	2,9	4,6	113,6	13,2	134,3	65,5	19,2	84,7
1979	2,0	7,2	204,0	28,7	241,9	120,7	41,0	161,7
1980	0,1	6,7	390,1	60,4	457,3	238,9	90,9	329,8
1981 ^b	—	5,2	536,6	97,6	639,4	328,6	164,6	493,2
1982	—	11,9	496,4	144,0	652,3	283,3	236,6	519,9

Moneda Extranjera

<i>Fines de</i>	<i>Captaciones</i>						<i>Colocaciones</i>			
	<i>Del Banco Central</i>		<i>Del Público</i>		<i>Externas</i>		<i>Total</i>	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>	<i>Total</i>
	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>	<i>< 1 año</i>	<i>> 1 año</i>				
1978	0,2	8,5	23,2	15,4	18,3	12,7	78,3	45,1	31,8	76,9
1979	—	12,3	33,5	20,0	27,1	39,6	132,5	71,6	55,1	126,7
1980	—	10,0	49,3	24,9	52,1	96,0	232,3	116,1	107,1	223,2
1981 ^b	—	7,0	38,2	23,8	73,2	189,7	331,9	143,3	163,3	306,6
1982	—	19,1	46,9	41,2	147,6	386,1	640,9	147,1	306,3	453,4

Fuentes Arellano, 1983 a.

* Excluye colocaciones vencidas. Incluye las contingentes

^b Noviembre

Si bien es cierto que el sesgo cortoplacista es más marcado en las captaciones que en las colocaciones, no hay duda de que el sistema financiero no fue capaz de transformar la estructura de plazos de los activos y emitir instrumentos de mediano plazo más apropiados para el financiamiento de la inversión.

Mientras el crédito de corto plazo sea fluido es posible financiar proyectos de mediano plazo a través de una renegociación continua.

El riesgo de iliquidez para el inversionista no es el mismo, sin embargo; en tal sentido una estructura de plazos en el crédito muy concentrada en el corto plazo castigará la inversión.

En teoría la tasa de interés de largo plazo es una suerte de promedio ponderado de las tasas de corto plazo que el mercado espera prevalezcan en el futuro. La ausencia de instrumentos de largo plazo refleja entonces una gran dispersión en las expectativas futuras que inhiben se consolide un instrumento de largo plazo. En otros términos, la presencia de una gran incertidumbre futura motivará a los agentes económicos a orientar sus transacciones al corto plazo.⁹

Además del sesgo antiinversión que produce esta orientación de corto plazo en el mercado financiero, la inestabilidad potencial del mismo aumenta sustancialmente. El sistema financiero capta depósitos del público y los invierte en activos de diverso riesgo. En la medida en que las captaciones sean de muy corto plazo el riesgo de iliquidez del sistema ante un retiro de depósitos aumenta. A su vez, si las colocaciones son de breve plazo, las exigencias del sistema a los deudores tenderán a tornar inestables a estos últimos y pueden transformar una crisis de iliquidez en una crisis de solvencia. Shocks macroeconómicos adversos transitorios pueden dificultar la capacidad de los deudores para cumplir sus compromisos financieros. Si el financiamiento fuera de largo plazo el efecto de un shock transitorio sería mínimo.

6. *Las tasas de interés y la inversión*

Como señalábamos en la introducción, la tasa de inversión se mantuvo durante todo el período cinco puntos porcentuales por debajo del promedio alcanzado en la década de los setenta. Parte de ello está explicado por la disminución en la inversión pública, pero dado que aun la inversión privada disminuyó, la causa parece residir en el elevadísimo costo del crédito que prevaleció durante todo el período.

Como se observa en el Cuadro 4, la tasa de interés real de colocación es altísima en promedio durante el período 1975-1982. Dicho comportamiento no es homogéneo, sin embargo. Las tasas de interés, así como los márgenes bancarios, empiezan a ceder a partir de 1976; la tasa de interés, sin embargo, vuelve a repuntar en 1981. Llama la atención el alto costo del crédito en circunstancias de un ahorro financiero creciente. La explicación básica parece residir en que, a pesar de una fuerte expansión de la oferta de crédito, el enorme crecimiento de la demanda por crédito presionó hacia arriba los tipos de interés. Las causas de esto último serán motivo de análisis en el próximo capítulo de este trabajo.

⁹ Es el mismo argumento del llamado "motivo especulación" en la teoría keynesiana de la demanda de dinero.

Cuadro 4

TASAS DE INTERÉS REAL*, OPERACIONES DE CORTO PLAZO
EN BANCOS
(Porcentajes anuales)

Año	Interés pagado (1)	Costo de captación ^b (2)	Interés cobrado (3)	Spread neto real (4) (3) — (2)	Inversión (como % del PGB) (5)
1975 (2º semestre)	21,9	53,9	121,0	67,1	15,4 ^c
1976	0,1	30,7	51,4	20,7	12,7
1977	5,2	8,5	39,4	30,9	13,3
1978	18,7	19,6	35,1	15,5	14,5
1979	4,4	7,4	16,6	9,2	15,6
1980	5,0	6,3	12,2	5,9	17,6
1981	28,7	30,0	38,8	8,7	19,1
1982	22,4	24,1	35,1	11,0	14,0
Promedio 1976-82	12,1		32,7		

Fuente: Columnas (1), (2), (3) y (4), Arellano (1983a).
Columna (5), Zahler (1985).

* Reales deflactando con IPC corregido.

^b Costo de captación = (tasa pagada — interés por el encaje) / (1 — encaje legal).

^c Anual.

7. El contexto de política económica

A grandes rasgos describimos ahora los lineamientos de política económica que operaron de telón de fondo a la evolución del sector financiero en el período.

A las reformas de liberalización financiera iniciadas en el año 1974 les siguieron profundas reformas de desgravamen arancelario en la óptica de insertar competitivamente a la economía chilena en la economía mundial. Se propuso inicialmente, el mismo año 1974, un nivel arancelario en torno a una tarifa nominal del 35 % con tres niveles arancelarios según fueran productos primarios, semielaborados y elaborados. Nueve meses después se informó a la opinión pública el camino que requería la reforma hasta llegar, mediante rebajas semestrales, en el primer semestre de 1978, a una estructura arancelaria neta de 10 a 35 %. En los primeros meses de 1977 se anunció que se adelantarían las dos últimas rebajas semestrales, y el proceso terminaría en agosto de ese año, dándose por finalizado el mismo. El 2 de diciembre de 1977 el ministro del momento anunció el establecimiento de un arancel uniforme a un nivel del 10 %, que se alcanzaría en junio de 1979, programa que sí se cumplió.

Esta sola reforma tuvo un impacto sobre la demanda por crédito. De una parte el sector sustitutivo de importaciones, perjudicado por el

desgravamen arancelario, presionó el mercado del crédito en la esperanza de poder mejorar su productividad con el tiempo y soportar la competencia externa. Por otra parte, la caída en el precio relativo de los bienes importados motivó la expansión de la demanda por bienes durables de origen importado, demanda que pudo ser satisfecha posteriormente en virtud de la disponibilidad de crédito externo que se haría accesible.

A las reformas financiera y arancelaria se sumó posteriormente la reforma en las estructuras de regulación de la movilidad internacional de capitales o apertura financiera externa. La liberalización financiera externa¹⁰ se implementó gradualmente a partir de 1976, concentrándose en la eliminación de las restricciones en cuanto al límite de endeudamiento externo y colocaciones en moneda extranjera de los bancos (aunque se mantuvo la prohibición de colocar en moneda doméstica aquellos créditos captados en moneda extranjera en el exterior, prohibición, en todo caso, que fue fácilmente eludida por bancos relacionados con empresas que colocaban en moneda extranjera captando inmediatamente el depósito que las empresas retornaban cuando liquidaban la moneda extranjera), así como en las restricciones al endeudamiento externo del sector privado no financiero.

Entre los años 1976 y 1979 la contratación de créditos externos estuvo concentrada en el sector privado no financiero y, más exactamente, limitado a un grupo reducido de empresas que, por su tamaño o por sus actividades productivas, tenían relaciones directas con la banca extranjera. Hacia 1980 la movilidad de capitales era casi totalmente libre, únicamente restringida por la obligatoriedad de un plazo mínimo de 24 meses para el endeudamiento de empresas y bancos contratados a través del artículo 14. Es a partir de dicho año cuando el endeudamiento del sector financiero con el exterior cobra significación, como puede observarse en la cifra de captaciones de créditos en moneda extranjera desde el exterior (Cuadro 3).

Con respecto a la política de demanda global, importantes cambios fueron introducidos en el período. En primer lugar, ya desde 1974 se tomaron un conjunto de medidas destinadas a reducir el déficit fiscal, objetivo en lo que la política económica fue exitosa. En efecto, el déficit fiscal fue anulado ya en 1978, lográndose incluso un superávit en el presupuesto fiscal entre 1979 y 1981. El objetivo central del equilibrio fiscal estaba asociado tanto al control de la expansión monetaria, para el caso de financiamiento por medio de creación de dinero, como a inhibir el efecto negativo sobre la inversión de una presión gubernamental en el mercado del crédito.

En segundo lugar, la política de control de la inflación estuvo basada inicialmente en contracciones monetario-fiscales. El fracaso de dicha política (podemos observar en el Cuadro 5 que la inflación fue alta en el período 1975-1976, siendo el ajuste básicamente realizado en la

¹⁰ Un análisis completo se encuentra en Ffrench-Davis y Arellano (1981).

producción) llevó a centrar el control de la inflación en el tipo de cambio.

Cuadro 5

ALGUNOS INDICADORES MACROECONÓMICOS DEL PERÍODO

Años	(1) PGB real	(2) Inflación * (Variación porcentual)	(3) Devaluación *	(4) Déficit fiscal (como % del PGB)	(5) Déficit Cta. Cte.	(6) Sueldos y salarios reales
1975	— 12,9	343,3	409,6	2,6	4,5	97,3
1976	3,5	197,9	106,4	2,3	— 0,9	100,0
1977	9,9	84,2	62,0	1,8	3,7	110,9
1978	8,2	37,2	22,6	0,8	5,3	116,6
1979	8,3	38,9	15,2	— 1,7	5,5	126,3
1980	7,8	31,2	0,0	— 3,1	7,8	137,1
1981	5,7	9,5	0,0	— 1,7	16,5	149,4
1982	— 14,3	20,7	85,6	2,3	9,6	149,9

Fuentes Zahler (1985), cuadros 1 y 7.

Columna (1): Tasa de crecimiento anual.

Columna (3): IPC corregido por Cortázar y Marshall (1980).

* De diciembre a diciembre.

Las políticas monetaria y fiscal no sufrieron alteraciones importantes hasta 1982.

En tercer lugar, la política cambiaria, que inicialmente había estado asociada a lograr un tipo de cambio real que promoviera el equilibrio comercial (de allí las devaluaciones de 1975 en respuesta a los shocks negativos de términos de intercambio), fue gradualmente reorientada a servir de instrumento antiinflacionario. Inicialmente, 1976-1979, se intentó una política de devaluaciones periódicas para dejar el tipo de cambio nominal fijo en los años 1980, 1981 y primera mitad de 1982. Como se observa en el Cuadro 5, el porcentaje de devaluación es sistemáticamente inferior a la inflación doméstica en el período 1976-1981.

El uso del tipo de cambio como instrumento de control de la inflación¹¹ fue relativamente exitoso. En efecto, la inflación se mantuvo en niveles muy bajos a partir de 1978. Sin embargo, el control de la inflación mediante el manejo del tipo de cambio se hizo a expensas de tolerar un deterioro sistemático del tipo de cambio real, mientras la inflación doméstica demoraba en descender a niveles similares a la inflación internacional. Ello implicó una caída en la tasa de ganancia de la industria de exportables, hecho que contribuyó, como veremos más adelante, al quiebre del sistema financiero.

¹¹ Política que surge de la teoría de precios de paridad. Cabe recordar que dicha teoría supone que todos los bienes son transables internacionalmente.

Por último, la política de sueldos y salarios tuvo dos regímenes distintos en el período. Inicialmente, vale decir en los años 1973, 1974 y 1975, el reajuste de remuneraciones fue muy inferior a la inflación, implicando una fuerte caída en los salarios reales. A partir de la recuperación económica, después de la recesión del año 1975, el reajuste de remuneraciones se ligó legalmente a la inflación de un trimestre rezagado. En un ambiente de inflación decreciente, esto implicó un alza sistemática de los sueldos y salarios reales, tendencia que se mantuvo hasta el año 1982.

8. *El boom*

A partir de 1980 la economía chilena experimentó un cambio en el cuadro general de evolución económica. Coincidente con el endeudamiento externo a gran escala por parte del sector financiero, el gasto privado experimentó una notable expansión. Esto último, hecho reflejado en una expansión del déficit en cuenta corriente del balance de pagos, parece surgir de la nueva disponibilidad de crédito¹² a un costo inicialmente menor, de expectativas altas de crecimiento económico futuro —extrapolación de lo que había venido ocurriendo a partir de 1976— y de la percepción de un aumento de riqueza sustentado en el aumento del valor real de algunos activos (acciones y terrenos).

Cuadro 6

PRECIOS REALES DE ACTIVOS Y RENTABILIDAD DEPÓSITOS

Año	Acciones (Índice 1969 = 100)	Terrenos urbanos	Tasas de interés real pagadas (%)
1975	113,3		
1976	163,1	240	0,1
1977	269,3		5,2
1978	484,1		18,7
1979	549,0		4,4
1980	1.012,4	399 a	5,0
1981	804,6	872 a	28,7
1982	609,0		22,4

Fuentes Arellano, 1983 a.

a Mayo.

El boom inmobiliario y en el precio de las acciones se comenzó a producir simultáneamente con un alza en el precio relativo de los bienes no transables respecto de los bienes transables, consecuencia natural de una economía con exceso de gasto y tipo de cambio fijo,¹³

¹² Economías caracterizadas por "restricciones de liquidez" tienen un gasto agregado altamente sensible a la disponibilidad de crédito. Ello deriva de niveles de consumo inferiores a los niveles intertemporales óptimos que surgen de las expectativas futuras de ingreso y de los precios relativos entre presente y futuro.

¹³ El exceso de gasto en bienes transables se expresa en un déficit de la cuenta corriente; el exceso de gasto en no transables se transmite parcialmente a sus precios causando la alteración de precios relativos.

y con el surgimiento de expectativas de crecimiento futuro. Inicialmente el alza en el precio de los activos responde a un alza real en su rentabilidad esperada. Como se sabe, el precio de un activo, en equilibrio, corresponde al valor presente de los beneficios futuros, magnitud, esta última, que crece con un mejoramiento en los precios relativos y en el nivel de demanda futura. Sin embargo, esta tendencia alcista en el valor de algunos activos indujo un ataque especulativo sobre la propiedad de los mismos atraído por la expectativa de ganancias de capital de corto plazo.¹⁴

El incremento irregular en el precio de algunos activos ha sido considerado una de las causas subyacentes de la crisis económica y financiera posterior. En el próximo capítulo volveremos sobre ello.

Finalmente, durante el período del "boom" (1980-1981) la tasa de interés, que había mostrado una tendencia decreciente, vuelve a experimentar una tendencia al alza, con todos los efectos indeseables que serán comentados en el capítulo siguiente.

9. *Las intervenciones del gobierno*

La actitud del gobierno se caracterizó durante el período, salvo contadas pero importantes excepciones, por la persistente convicción de que debía ser el mercado, funcionando libremente, el que ajustara los eventuales desequilibrios en la intermediación financiera. El *laissez-faire* fue más lejos, sin embargo. Ya durante el transpaso de la banca al sector privado en los albores de la liberalización financiera, el gobierno prácticamente renunció a evitar que la propiedad de la misma se concentrara. Hacia 1976, sin embargo, el gobierno debió intervenir algunas financieras informales y el Banco Osorno, núcleo financiero de un grupo económico. Aun con esa evidencia y en circunstancias en que la causa básica de la crisis de las entidades mencionadas había sido la práctica de créditos relacionados (i.e. créditos concedidos a las empresas del mismo grupo dueño del banco), el gobierno se negó a instituir sistemas de control de la cartera de los bancos, limitándose a elevar el capital mínimo exigido a las financieras para operar. Sin embargo, en un hecho de impensable repercusión futura, el Estado prestó ayuda financiera para compensar a los acreedores, instaurando, en la práctica, el seguro gubernamental a los depósitos.

Hacia 1981 se despierta la inquietud respecto de la factibilidad de mantener un gasto privado tan alto, es decir, de contar con el financiamiento para financiar los enormes déficits alcanzados en la cuenta corriente. La posición del gobierno, coherente con su obsesión mercadista, fue el ajuste automático o posición deflacionaria. Dicha posición argumentaba que el tipo de cambio real, claramente fuera de línea a estas alturas, debía alzarse a consecuencia de una reducción absoluta

¹⁴ Este fenómeno se conoce como burbujas especulativas (bubbles) y ha recibido gran atención en la literatura financiera más reciente. Una buena referencia es Blanchard y Watson (1982).

(o crecimiento inferior a la inflación internacional) en los precios internos. En el ámbito financiero, la cartera vencida reconocida por las entidades financieras (circunstancia fuertemente influida por el deterioro sistemático de las actividades transables) se elevó —como proporción del capital y reservas del sistema financiero— de 10,5 % a fines de 1980 a 22,4 % a fines de 1981.¹⁵ La posición del gobierno era de no intervención, promoviendo la liquidación de activos por los deudores.¹⁶

A fines de 1981, seis entidades, que reunían el 8,4 % de las captaciones del sistema financiero en moneda nacional, debieron ser intervenidas. Recién entonces se dictan normas tendientes a forzar la diversificación de las carteras de activos. Así, durante todo el año 1982 el gobierno se empeña en solucionar la inminente crisis intentando que los grupos económicos redujeran su endeudamiento con los bancos relacionados y con el público.

A principios de 1983 el gobierno interviene o supervisa diez bancos, que representaban casi la mitad del sistema financiero.¹⁷ La cartera vencida llegaba ya a más del 100 % del capital y reservas del sistema, es decir, éste estaba sumido en la insolvencia. El Banco Central debió apoyar al sistema financiero para evitar un retiro masivo de depósitos, concediendo préstamos de urgencia por un monto superior al 15 % del PGB.

II. LAS CAUSAS DE LA CRISIS

1. *La tasa de interés y la rentabilidad del capital*

Tal como se observaba en el Cuadro 4, la tasa real de interés activa alcanzó un promedio de 32,7 % en términos reales para el período 1975-1982. Cualquier estimación razonable de rentabilidad del capital no supera, para el promedio de las actividades productivas, el 14 o 15 %. ¿Qué significa esta diferencia entre interés real y rentabilidad del capital?

La tasa de interés real es igual, por definición, a la tasa de incremento en el valor real de los pasivos si los intereses son capitalizados. Por su parte, la rentabilidad del capital es igual a la tasa de incremento del valor de los activos¹⁸ si todas las utilidades son reinvertidas. De lo anterior se deduce que si la tasa de interés real es mayor que la tasa de rentabilidad del capital, dependiendo del valor inicial de la deuda y de la diferencial entre ambas tasas, existe un tiempo crítico en el

¹⁵ Cabe recordar que había, por parte de los bancos, fuertes incentivos para evitar reconocer cartera vencida, toda vez que esta última disminuye el capital y por tanto la escala de operación de la institución financiera afectada.

¹⁶ Ello claramente apuraba el colapso del precio de los activos.

¹⁷ Si agregamos el Banco del Estado el gobierno controlaba a la fecha alrededor del 80 % del sistema financiero, situación paradójica, sin duda, para un gobierno de inspiración económica liberal.

¹⁸ Asumiendo inexistencia de burbujas. En todo caso éstas no se mantienen en el mediano plazo.

que necesariamente el valor de los pasivos superará al valor de los activos (la economía de papel crece más rápidamente que la economía real).¹⁹ Dicho tiempo crítico se reduce a cuanto mayores sean la deuda inicial y la diferencial entre el interés y la rentabilidad del capital.

En el caso de Chile, existe evidencia en el sentido de que las grandes empresas, que estaban en poder del Estado y que fueron traspasadas al sector privado, tenían importantes masas de deuda. Por otra parte, la diferencial de tasas, mencionada más arriba, fue forzosamente importante, dado el nivel alcanzado por la tasa de interés real. Dicha diferencial no fue en todo caso pareja; el sector más perjudicado fue el sustitutivo de importaciones con un alto grado de protección efectiva, seguido por el resto de los productores de bienes transables a medida que el tipo de cambio real fue cayendo.²⁰ Aquellas actividades no transables ligadas a los grupos económicos deben haber disfrutado de la menor diferencial, tanto por la alta rentabilidad de la actividad como por el acceso preferencial al crédito.

Es dable suponer entonces en el caso chileno, como de hecho lo prueba el creciente número de préstamos incobrables a partir de 1980, que el peso de las deudas terminó carcomiendo todo el capital en numerosas actividades productivas. La manifestación práctica de pasivos que superan en valor a los activos es que los deudores no son capaces de servir la carga financiera con sus beneficios operacionales.²¹ En tales condiciones, éstos deben pagar los intereses con nuevos préstamos creando una presión acumulativa sobre el mercado del crédito (tal práctica se conoce en la literatura como *distress borrowing*). El sistema hace crisis cuando los acreedores se dan cuenta de la situación.²²

Una forma alternativa de ver el problema es analizando las condiciones de la intermediación financiera. El sistema financiero, como se sabe, capta depósitos de agentes económicos con oferta positiva de fondos prestables y los presta a aquellos agentes económicos que demandan financiamiento. (La corriente ahorro-inversión es sólo un subconjunto de la labor de dicho sistema.) Para llevar a cabo su cometido, la rentabilidad de los proyectos que demandan financiamiento debe ser suficiente para cubrir el pago a los ahorrantes y el costo de la intermediación financiera. Adicionalmente dichos proyectos debieran combinar plazos y tener rentabilidades de baja covarianza para que el intermediario financiero pueda minimizar el riesgo de iliquidez e insolvencia.

Rentabilidad productiva superior a costo de captación más costo de intermediación es, así, condición necesaria²³ para el adecuado fun-

¹⁹ Obviamente el mismo problema ocurre aunque todos los beneficios sean destinados al pago de intereses.

²⁰ Evidencia sobre rentabilidad por sectores es reportada en Gálvez y Tybout (1985).

²¹ Un modelo formal sobre este punto es presentado en Eyzaguirre (1986).

²² El énfasis en la comparación de la tasa de interés y la rentabilidad del capital es central en las hipótesis sobre crisis financieras de Minsky (1982).

²³ Como fue señalado más arriba, es deseable tanto una rentabilidad alta de los proyectos como una adecuada diversificación de la cartera de los mismos. Si el grueso de la cartera de proyectos de un intermediario financiero es altamente sensi-

cionamiento de la intermediación financiera. En Chile, el costo de captación²⁴ superó en promedio el 20 % para el período 1975-1982. Por su parte, el costo de intermediación fue alto, dado que la altísima tasa de expansión de la actividad financiera fue necesariamente costosa (publicidad, nuevo personal, etcétera). Así, no cabe duda de que en promedio el costo del crédito fue superior a la rentabilidad productiva, por lo que la descapitalización de la industria bancaria era un hecho a la postre inevitable.

El análisis precedente se enriquece al formular los dos siguientes alcances:

1) Si la necesaria correspondencia entre rentabilidad productiva y costo financiero es un hecho fácilmente perceptible por los agentes económicos, ¿qué hizo a acreedores, intermediarios y deudores participar en este "juego mortal"?

2) Hasta ahora hemos utilizado promedios para el período. Sin embargo el costo del crédito no fue parejo durante el mismo, sino que mostró una tendencia decreciente hasta 1980, para volver a subir en 1981-1982. Aun más, en el período 1979-1980 el costo real del crédito se aproximó a tasas razonables (16 y 12 respectivamente). Un análisis completo requiere identificar los factores que descuadraron nuevamente la situación cuando la economía convergía hacia 1980 a una situación financiera "aparentemente sana".

En lo que sigue del capítulo nos abocaremos, en primer término, a analizar los factores que hicieron posible la participación voluntaria de acreedores y deudores en contratos financieros insostenibles. Posteriormente identificaremos los factores que durante el período presionaron el mercado del crédito provocando la evolución desestabilizadora del tipo de interés.

2. *El comportamiento de los acreedores*

Aquí intentamos dilucidar el siguiente aspecto: ¿qué llevó a los acreedores, tanto nacionales como extranjeros, a mantener e incluso aumentar los depósitos en el sistema financiero, en circunstancias en que el riesgo de las colocaciones era evidente, dados los altos niveles alcanzados por la tasa de interés? Un dato ilustrativo es la mantención de los depósitos de acreedores nacionales en el sistema financiero durante 1982, aun en circunstancias en que el valor de la cartera vencida del sistema financiero se acercaba al valor total de su capital y reservas.

En el caso de los acreedores domésticos, la explicación fundamental reside en la política de seguro a los depósitos adoptada explícitamente

ble a evoluciones macroeconómicas fuera de su control, la cartera podrá ser muy rentable y a la vez el intermediario muy vulnerable.

²⁴ Que es estrictamente mayor que la tasa de interés pasiva, dado que las reservas exigidas (encaje) devengan un interés inferior.

por el gobierno en el caso de la intervención de un importante banco y dos financieras en 1976, y en el compromiso adoptado por el mismo de garantizar, en lo sucesivo, depósitos hasta por un monto de 2.740 dólares por acreedor. La inferencia básica del público fue que los depósitos en el sistema financiero estaban garantizados por el Estado. La consecuencia lógica de lo anterior es que los acreedores domésticos se despreocuparon de vigilar la estabilidad de la cartera de los bancos en que tenían sus depósitos.²⁵

El efecto de la garantía gubernamental sobre la eficiencia de funcionamiento del mercado financiero requiere una digresión teórica. El mercado financiero es un mercado con características especiales que hacen subóptima la descentralización competitiva sin alguna intervención estatal. En dicho mercado se transan derechos sobre bienes en el presente (depósitos) por derechos sobre bienes en el futuro (intereses y pago del principal). En ausencia de seguros sobre depósitos, los derechos sobre bienes en el futuro no necesariamente se materializan. El depositante recibirá distintos pagos según cuál sea en el futuro, en terminología de Arrow-Debreu, el estado de la naturaleza. El riesgo para el depositante sería virtualmente eliminado si existieran tanto "mercados contingentes" como posibles estados futuros de la naturaleza. La transacción sería del tipo: el depositante recibirá x si el estado de la naturaleza 0 ocurre.

Pero un conjunto completo de mercados contingentes no existe en las economías reales. Por lo mismo, el depositante no estará "cubierto" (*hedged*) contra la ocurrencia de distintos estados de la naturaleza. Puesto de otra forma, el depositante debe comprar el "paquete". El valor que el depósito tenga para el acreedor dependerá de su expectativa subjetiva de eventos futuros. Es por ello que la quiebra o insolvencia de una institución financiera, al alterar la creencia subjetiva de los depositantes en el sistema, afectará la solvencia de las demás instituciones. La confianza en el sistema es un bien público y por ello el funcionamiento descentralizado, sin regulación, del sistema financiero, no es eficiente.

La inexistencia de mercados futuros completos determina también que la tasa de interés no sea un instrumento eficiente de racionamiento del crédito. El repago de un crédito no es un hecho cierto toda vez que la máxima pérdida en que un deudor puede incurrir es el valor de su capital propio²⁶ (o eventualmente, sólo la garantía). Esto lleva a las firmas a escoger proyectos relativamente riesgosos pues en su decisión no son evaluadas pérdidas mayores que su capital propio (o garantía).²⁷ La única forma de evitar este problema es el control directo del proyecto del deudor por parte del acreedor. Alternativamente se podría sugerir cobrar un interés más alto según el endeudamiento relativo del

²⁵ Al decir de algunos analistas, el seguro a los depósitos desvinculó rentabilidad de riesgo.

²⁶ Por lo que si el proyecto entrega pérdidas y la deuda es superior al capital propio, la quiebra está en la conveniencia del deudor.

²⁷ Este es un típico problema de "moral hazard".

deudor. Sin embargo, esto tiene un efecto de "selección adversa", en el sentido de atraer naturalmente a clientes con mayor riesgo. En suma, los mecanismos de control cuantitativo del crédito y el control de información sobre las firmas, son *instrumentos eficientes* de regulación en un mercado de características especiales como el financiero.

La autoridad económica decidió instituir el seguro a los depósitos y al mismo tiempo enajenar su derecho al control de la cartera de los bancos. Ello es seleccionar el peor de todos los mundos. Si el gobierno no hubiera asegurado de hecho los depósitos, el control de la cartera de los bancos hubiera estado en el interés de los acreedores. El seguro anuló dicho incentivo. Por otra parte, la inexistencia de seguro tampoco es óptima, porque el control descentralizado no basta para enfrentar las pérdidas de confianza en el sistema. De algún modo es posible intentar un *ranking* de opciones. La combinación más completa es seguro estatal a los depósitos más supervisión estatal directa de la cartera de los bancos (evaluación de riesgos, etcétera). Le sigue el control privado de la cartera de inversiones e inexistencia de seguro estatal, i.e. los acreedores controlan el riesgo de los bancos. Por último, la combinación de seguro estatal e inexistencia de control de cartera, es claramente ineficiente. En definitiva, bajo esta combinación nadie controla la calidad de las carteras. ¿Por qué no lo hicieron los bancos? parece la pregunta obvia. Ello será tema de nuestra próxima sección.

Antes de analizar el comportamiento de la banca nacional parece atinente agregar algunos elementos sobre la filosofía de la autoridad económica así como sobre el comportamiento de los acreedores extranjeros.

En lo grueso, no cabe duda de que el mercado financiero fue concebido como un mercado competitivo cualquiera, en un evidente desconocimiento de sus características más intrínsecas.²⁸ En febrero de 1979, el presidente del Banco Central, al ser inquirido sobre si la autoridad económica se preocupaba de controlar cómo se invertían los créditos, señalaba: "No, es ésta una economía libre, se supone que cuando los particulares se endeudan saben lo que hacen porque deben pagar con su patrimonio" (Revista "Cosas", N° 61). Previamente, en mayo de 1978, el ministro de Castro sostenía: "La deuda externa es una fuente más de recursos cuyo riesgo ha sido evaluado y en consecuencia si se genera un mayor endeudamiento será en virtud de las garantías y rentabilidad de las inversiones realizadas".

Respecto de los acreedores extranjeros, hay diversos factores que explican la voluntad de los mismos para conceder créditos. En primer lugar, un factor común en Latinoamérica fue el interés de la banca extranjera por reciclar los petrodólares. El compromiso del gobierno chileno con la libre empresa era coherente con la estructura ideológica del banquero, especialmente el americano, y le infundía confianza en el desarrollo futuro del país. El empresariado chileno, especialmente

²⁸ Características que han ocupado espacio en la literatura económica por, al menos, medio siglo.

el ligado a los grupos, mostraba inicialmente capacidad y espíritu innovativo que satisfacían las exigencias de los acreedores externos.

En segundo lugar, se percibía con optimismo la evolución económica del país, dada su alta tasa de crecimiento a partir de 1976, su bajo endeudamiento inicial y el equilibrio fiscal. Por último —y probablemente el factor más importante si se tiene en cuenta la actitud de la banca extranjera en 1982, cuando aún en condiciones de incipiente crisis financiera mantuvo e incrementó sus préstamos en el sistema— destaca la actitud del gobierno, en el sentido de garantizar los intereses de los acreedores, hecho que se hizo implícitamente extensivo a los acreedores externos. La posterior medida del gobierno, al avalar la deuda externa privada, probaría que la banca extranjera había hecho un supuesto razonable.

3. *El comportamiento de los intermediarios financieros*

Del análisis precedente se deduce que el seguro estatal a los depósitos inhibió el control que los acreedores podrían haber hecho sobre la calidad de la cartera del sistema financiero, destino último de sus fondos. Sin embargo, aun en ausencia de supervisión por parte de los depositantes, en principio, está en el interés de la banca el control de la calidad de sus inversiones. Como hemos insistido, no pueden haber inversiones (o préstamos en general) "sanas" cuando el costo real del crédito supera al 30% por más de siete años. ¿Qué determinó, entonces, la voluntad de los bancos por conceder créditos, que en algún futuro serían incobrables?

En primer lugar, ha sido vastamente argumentado que en un ambiente financiero creciendo en las proporciones que fueron destacadas en las secciones precedentes, la presión por expandir el volumen de operaciones y lograr significación en el mercado era enorme.²⁹ Es dable suponer, en esas condiciones, que el objetivo más importante de los bancos era crecer —o maximizar el volumen de operación— más que maximizar beneficios. La flexibilización de las normas de control sobre la calidad de los créditos es una consecuencia natural de lo anterior. En segundo lugar, y es ésta probablemente la razón más importante, los bancos y empresas productivas estaban relacionados con el alero de los "grupos económicos". El banco del grupo cumplía la función de captar liquidez para las operaciones del conglomerado. La rentabilidad del banco no era un objetivo en sí mismo, sino uno subordinado a la rentabilidad del conglomerado en su conjunto. En una atmósfera competitiva, ha sido demostrado que maximizar el beneficio del conjunto equivale a maximizar el beneficio de cada una de sus partes. Claramente, éste no es el caso. En las páginas anteriores se argumentó por qué el mercado financiero no es igual a un mercado competitivo cualquiera. Se pueden dar más razones: el banco permitía al grupo captar

²⁹ Dicha presión es acentuada por la necesidad de la banca de compensar la mala calidad de su cartera antigua, préstamos vinculados a las empresas de la área social, con créditos nuevos. Este punto me fue sugerido por Carlos Massad.

recursos a un costo menor y así mejorar las condiciones de competitividad de las empresas del mismo. O, simplemente, dado que los artificios de "pirimidación" permitían expandir la razón deuda-capital de los bancos hasta altas cifras, el volumen de capital de los bancos se transforma en marginal respecto de los volúmenes de recursos que puede captar. El incentivo para arriesgar el capital del banco es entonces obvio: los beneficios potenciales para el conglomerado del uso de los recursos captados son sustancialmente mayores que el capital arriesgado en el banco.³⁰ En suma, la existencia de bancos y empresas relacionados desnaturaliza completamente la función de intermediación financiera.

En tercer lugar, una de las formas que tiene la banca de asegurar el cobro de sus préstamos es el uso de garantías. El espectacular crecimiento del precio de los activos en los años del boom implicó que el valor real de dichas garantías también se elevara. Ello provocó en los bancos la sensación de que muchos préstamos eran relativamente seguros, pues el alto valor real de las garantías así lo demostraba.

Por último, al iniciarse la crisis, los bancos comenzaron a percibir que muchos deudores financiaban intereses con nueva deuda ("distress borrowing"), lo que era evidencia, si la situación se prolongaba en exceso, de que los préstamos eran incobrables. El reconocerlo sin embargo, y pasar dichos préstamos a cartera vencida, limitaba su capacidad de captación de recursos, lo que eventualmente estrecharía aún más una situación de liquidez que ya se presentaba difícil. La práctica de refinanciar intereses sólo lograría, posteriormente, hacer la crisis más aguda.

4. *El comportamiento de los deudores*

El último conjunto de agentes intervinientes en las transacciones intermediadas por el sistema financiero es el de los deudores. La pregunta que nos formulamos ahora es ¿qué llevó a consumidores y empresas a tomar préstamos con un costo real tan elevado?

El caso de los consumidores es distinto al de las empresas. En principio no podemos identificar ninguna variable objetiva que deba crecer a alguna tasa en correspondencia con el costo real del crédito. No es riguroso, por ejemplo, señalar que los salarios reales deban crecer a tal o cual tasa. La causa fundamental es el efecto sustitución (intertemporal), es decir, la capacidad o voluntad que los consumidores tengan de sacrificar consumo futuro para servir las deudas en que incurrieron para financiar su consumo presente. Existe sí una restricción, cual es que el valor presente del flujo de ingresos futuros no supere el stock de la deuda.³¹ En esta óptica hay dos conjuntos de

³⁰ Uno de los problemas asociados a la liquidación de carteras vencidas ha sido el volumen de préstamos otorgados sin garantía. En algún sentido se utilizó a la banca para captar recursos que nunca serían devueltos.

³¹ Más exactamente el valor presente del flujo de ingresos futuros una vez descontados los gastos de consumo mínimos posibles. Este último concepto es claramente ambiguo y dependerá de factores culturales, de medio ambiente, etc.

factores que explican el endeudamiento a tasas reales de interés tan elevadas. El primero de ellos es el exceso de demanda existente por bienes durables antes de las políticas de liberalización.³² En particular, durante la época de sistema financiero controlado, el crédito al consumo era prácticamente inexistente y los consumidores debían recurrir al mercado informal cancelando tasas probablemente mayores aun que las tasas prevalecientes en los años de liberalización financiera. En otras palabras, el precio intertemporal del consumo presente probablemente disminuyó. El segundo grupo de argumentos deriva de las expectativas de ingresos futuros desarrolladas por los consumidores. A partir de 1976, y por espacio de un quinquenio, la economía creció a tasas superiores a su promedio histórico³³; a esto se añadió la fuerte propaganda oficial acerca de un pretendido "milagro económico". En agosto de 1980 el ministro José Piñera decía en una charla ante 3.000 dirigentes sindicales: "Nuestros estudios nos dicen que... en 10 años más Chile será un país desarrollado... en 1990 éste habrá superado el promedio del ingreso per cápita mundial que es aproximadamente de 1.800 dólares... en ese momento, el gobierno militar y el pueblo chileno habrán transformado un Chile destruido en un país desarrollado... En 1985 podría disponerse de un vehículo por cada 2.5 familias y un 70% de la población tendría TV en colores". El Ministro de Hacienda, Sergio de Castro, señalaba en 1980 en su exposición sobre el estado de la hacienda pública: "El cuadro actual indica un cambio que ya muy pocos se atreven a desconocer. La economía crece en forma tal que en 11 años se podrá duplicar el ingreso per cápita en circunstancias en que en el pasado esto se lograba después de 46 años de espera".

El endeudamiento de las empresas tiene en común con el de los consumidores el impulso generado por las expectativas optimistas de futuro. Hay algunos otros elementos, sin embargo. Hacia 1975 la tasa de interés fue anormalmente alta generándose la expectativa de que ella bajaría, como de hecho se vio confirmado en la práctica hasta 1980. No era tan comprometedor, entonces, endeudarse a tasas altas pues la deuda podría renegociarse cuando dichas tasas bajaran. Las empresas que tenían problemas de financiamiento, heredados del régimen anterior, no tenían alternativa si querían sobrevivir.

Más adelante, aquellos sectores perjudicados por la política económica se ligaron también al mercado financiero por inercia de sobrevivencia. Éste fue inicialmente el caso del sector sustitutivo de importaciones, uniéndosele posteriormente el sector exportable. A medida que el endeudamiento se hizo insostenible y las empresas se veían virtualmente imposibilitadas de pagar sus costos financieros, el refinanciamiento de intereses se hizo una práctica habitual. En estas circunstancias el nivel de la tasa de interés se hizo casi irrelevante y los costos financieros una mera anotación contable.

³² Sobre el punto, ver Zahler (1985).

³³ Crecimiento en buena parte basado en la recuperación de los niveles históricos de actividad económica —actividad inusualmente baja en 1975— y en el crecimiento insostenible de los sectores comercio y servicios.

Otro factor que incidió en la voluntad de endeudamiento a tasas tan elevadas fue el alza en el valor de los activos. En medio de una tendencia alcista en el precio de los activos, no avalada por un incremento en los ingresos futuros devengados por el activo sino en su exceso de demanda (burbujas), la rentabilidad de un activo está dada por su "rentabilidad real" más las ganancias de capital. La suma de ambos conceptos superó holgadamente la tasa de interés real durante el boom. El problema es que el precio de los activos no sube indefinidamente (la burbuja revienta) y cuando la tendencia alcista cesa —seguida eventualmente por una tendencia a la baja— la cruda realidad de rentabilidades insuficientes para soportar el costo real del crédito queda al desnudo.

Finalmente, en medio de la crisis, a medida que los deudores percibían que la insolvencia era un problema generalizado, el endeudamiento continuó a la espera de una intervención gubernamental que aliviara el costo financiero ("perdonazo").

5. *El costo del crédito*

En la presente sección nos ocuparemos de analizar los principales factores que explican la evolución del costo del crédito durante el período 1975-1982. En las secciones anteriores hemos entregado los elementos que explican por qué dicho costo pudo fluctuar sin el límite superior de largo plazo impuesto por la rentabilidad del capital productivo. Analizamos también cómo los diversos arreglos institucionales —i.e. el seguro estatal de hecho a los depósitos y la renuncia implícita de la autoridad a fiscalizar la cartera de créditos, así como la vinculación entre la banca y las empresas productivas al alero de los grupos económicos— característicos del período determinan, en lo fundamental, que fuera el tipo de interés el instrumento de racionamiento crediticio.³⁴

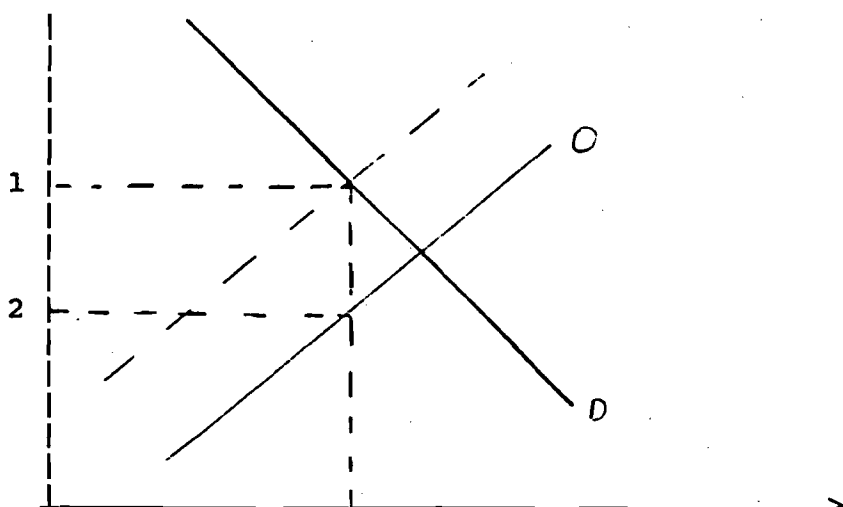
Metodológicamente, entonces, analizaremos la evolución del costo del crédito para los usuarios como una función de la oferta de crédito, la demanda de crédito y el costo de la intermediación financiera. La oferta de crédito tiene su origen en los agentes económicos con exceso de oferta de fondos prestables, pudiendo ser dichos agentes de origen doméstico o extranjero, y su destino en el sistema financiero. El sistema financiero toma dichos fondos y los presta a los usuarios finales del crédito, consumidores y empresas. En su función de intermediación el sistema financiero aplica un margen, "mark-up" o "spread", que dependerá de diversos factores. El primero de ellos está constituido por los costos corrientes i.e. salarios, publicidad etc. Además, dado que parte de los depósitos recibidos deben ser mantenidos en forma de reservas en el Banco Central, el costo unitario de intermediación varía inver-

³⁴ Recordamos que, dadas las características del mercado financiero, está en el interés de los acreedores establecer sistemas de racionamiento por cantidad y control a la cartera de inversiones. El seguro estatal inhibió que los acreedores primarios lo hicieran. El relacionamiento entre bancos y grupos determinó que tampoco los bancos lo hicieran.

samente con la tasa de reservas o encaje legal.³⁵ Por último, el grado de concentración o grado de monopolio de la industria bancaria determinará su margen de ganancia y con ello afectará el costo final del crédito para el usuario.

Si pensamos que la oferta de crédito al sistema financiero tiene pendiente positiva a la tasa de interés, la oferta de crédito al usuario será una paralela separada por una distancia igual al "spread" bancario.³⁶ Finalmente la demanda de crédito cierra el sistema, determinando la tasa de interés (activa o costo del crédito para el usuario) y el volumen de crédito transado. El sistema es representado en el gráfico 1:

Gráfico 1



CR

- 1 : tasa de interés activa.
 2 : tasa de interés pasiva.
 1-2: spread bancario.

La tasa de interés determinada en el gráfico es la tasa de interés nominal. Como la tasa de interés relevante para oferentes y demandantes de crédito es la tasa de interés real, la posición de las curvas de oferta y demanda de crédito tiene implícita una tasa de inflación esperada. Errores en la predicción de la inflación redundarán en tasas reales de interés, ex-post, distintas de aquellas implícitas cuando los agentes hicieron la transacción financiera.

³⁵ Además del encaje, los requerimientos de provisiones contra créditos riesgosos y el castigo de los mismos, elevan el costo del crédito.

³⁶ Asumiendo que el costo de intermediación no varía con el volumen de crédito transado.

Antes de pormenorizar los factores que influyeron en el costo del crédito, es necesario aclarar un punto. Como ha estado implícito en el análisis de las secciones precedentes, el mercado financiero chileno durante el período analizado fue de hecho un mercado segmentado. Ello se debió a la acción de los grupos económicos que, a través de los bancos que controlaban, asignaban parte del crédito a empresas relacionadas, a tasas preferenciales. En nuestro esquema ilustramos la determinación del precio del crédito de acceso general. La asignación de parte de los fondos a través de sistemas preferenciales, llamemos a éste el "mercado controlado", representa tanto un movimiento en la oferta (menor oferta) como en la demanda (menor demanda) del mercado que representamos. Es éste un caso simple de mercados duales; si ambos mercados se fusionaran, la tasa de interés del mercado único quedaría en un nivel intermedio entre la de aquellos dos mercados. Sabemos entonces que la existencia del "mercado controlado" presiona hacia arriba la tasa de interés (del mercado libre). Cuanto mayor sea la actividad del "mercado controlado" mayor será la tasa de interés de equilibrio.

A continuación procedemos a efectuar un análisis pormenorizado del crédito en el período. Para fines analíticos distinguiremos una primera fase entre 1975-1979 y una segunda entre 1980 y 1982.

La evolución de la tasa de interés en el período 1975-1979 muestra una tendencia decreciente sistemática. Todos los factores intervinientes, es decir, la oferta de crédito, la demanda de crédito y la intermediación financiera apuntan en tal sentido. En lo que se refiere a la oferta de crédito, el período se inicia con un fuerte control monetario debido a la política antiinflacionaria en vigor; la escasez de crédito hacia 1975 se hubiera sentido aún más fuerte si no hubieran aparecido en escena las financieras que, al no estar sujetas inicialmente a encaje, producían una expansión del crédito.³⁷ En el resto del período la oferta de crédito es bastante estable a un nivel mayor que la existente en 1975. Cabe destacar eso, pues como ya se comentó anteriormente, a partir de 1976 se comienza a producir, aunque en pequeña escala, el endeudamiento directo de empresas ligadas a los grupos con el exterior. Si dichos recursos hubieran sido canalizados a través del mercado crediticio de común acceso (por ejemplo intermediados por el Estado), la tasa de interés hubiera sido más baja.

Los cambios en las condiciones de intermediación financiera influyen decisivamente en la disminución del costo del crédito en el período. En primer lugar, la tasa de encaje legal disminuyó sistemáticamente, lo que permitió una importante disminución en el costo de captación de recursos financieros para la banca y sociedades financieras.³⁸ En segundo lugar, es dable suponer que con el paso del tiempo, y el aumento

³⁷ Por cierto que control monetario más expansión crediticia secundaria vía financieras no es neutro desde un punto de vista distributivo. Los agentes económicos en control de las emergentes financieras se ven beneficiados por la política de dinero caro.

³⁸ El encaje legal disminuyó del 55 % a comienzos de 1976 a sólo 8 % hacia fines de 1979.

de la competencia bancaria, la intermediación financiera se haya hecho más eficiente, con la consiguiente disminución en sus costos corrientes. Por último, el aumento de la competencia bancaria afectó el grado de monopolio y con ello el margen de ganancia en la actividad.³⁹

La demanda de crédito tampoco muestra una evolución desestabilizadora en el período. La mayoría de las presiones sobre el mercado del crédito se acumulan al principio del período manteniéndose o disminuyendo a lo largo del mismo. Es el caso de las empresas afectadas por la recesión del año 1975 a lo que se agrega aquellas empresas con dificultades financieras heredadas del régimen anterior (empresas del APS). En la medida en que la economía se recuperó y creció a partir de 1976, la situación financiera de dichas empresas evolucionó favorablemente. La excepción está dada por las empresas del sector sustitutivo de importaciones, que fueron crecientemente perjudicadas por la política de desgravamen arancelario.

Las presiones por créditos de consumo tampoco crecen notoriamente en el período. Si bien es cierto que el desgravamen arancelario redujo el precio relativo de los bienes de consumo durable, ello afectó más la composición del gasto que el nivel del mismo.⁴⁰

Otro elemento que alimentó la demanda de crédito, al inicio del período, fue el proceso de licitación de empresas públicas. Los grupos económicos aprovecharon su control de la banca para hacerse de la propiedad de dichas empresas. Es decir, la compra de los activos públicos no se hizo con recursos de los grupos sino con crédito. Por su parte, el Estado usó los recursos así captados para cubrir gastos corrientes con lo que los recursos no retornaron al sistema financiero creando una presión alcista en el tipo de interés.

Finalmente el período se caracterizó por una drástica reducción de los índices de inflación. Mientras las expectativas se ajustaron, la inflación esperada fue mayor que la efectiva, lo que redundó en un alza del costo real de crédito, ex-post. A medida que avanzó el período las expectativas fueron convergiendo, lo que ayudó a que el tipo de interés real descendiera.

El cuadro de relativa estabilidad en el mercado financiero se altera a partir de 1980. El cambio fundamental viene dado por la afluencia de recursos externos, esta vez intermediados por el sistema financiero (ver Cuadro 3). El flujo de capitales internacionales produce una fuerte expansión de la oferta de crédito, expansión que se extiende al período 1980-1981 para detenerse bruscamente hacia 1982. Inicialmente (1980), la expansión de la oferta de crédito presiona hacia abajo la tasa de interés, alcanzando ésta su mínimo valor para todo el período de liberalización financiera (ver Cuadro 4). Sin embargo, el costo del crédito

³⁹ El spread neto real anual (ex-post) evolucionó de 67.1 % en el 2º semestre de 1975 a 9.2 % durante 1979. Ver cuadro 4, columna 4.

⁴⁰ En el cuadro 5 del capítulo I puede observarse que el déficit en cuenta corriente, medida del exceso de gasto sobre el producto, se mantuvo controlado durante el período 1975-1979. Ello muestra que el consumo no se expandió a tasas superiores a las del producto.

se eleva nuevamente a partir de 1981 para continuar su tendencia alcista hasta avanzada la crisis.

¿Qué factores determinaron este punto de inflexión? Como ya señalamos, la oferta de crédito fue en ascenso. Por su parte el costo de intermediación financiera se mantuvo en su tendencia decreciente, como puede ser comprobado observando la evolución del spread bancario (ver Cuadro 4). Todo lo anterior presiona hacia abajo el tipo de interés. La respuesta la encontramos entonces en el comportamiento de la demanda de crédito.

Antes de analizar la evolución de la demanda de crédito, cabe señalar que alguna parte de alza en el tipo real de interés en 1981 puede estar explicada por errores predictivos en la tasa de inflación. En efecto, la tasa de inflación se redujo fuertemente en 1981, reducción en algún grado sorpresiva para los agentes económicos. Como ya hemos señalado, tasas de inflación efectivas menores que las esperadas redundan en tasas reales de interés ex-post superiores a las implícitas en los contratos financieros. Sin embargo, no parece ser éste el factor fundamental; ello se comprueba, en cierta medida, al observar el ulterior alza del costo real del crédito en 1982, en circunstancias que la tasa de inflación repuntó.⁴¹

¿Qué factores determinaron entonces el crecimiento de la demanda de crédito? Como ya fue reseñado con anterioridad, el influjo masivo de crédito externo⁴² permite una expansión del gasto por sobre el crecimiento del producto. En una economía con cambio fijo y un sector de bienes no comerciables internacionalmente, dicha expansión del gasto trae consigo varios efectos colaterales. Al presionar el mercado de bienes no comerciables, deteriora el tipo de cambio real y produce un alza en el precio de los activos (ver Cuadro 6), además del natural déficit en la balanza comercial.

El deterioro del tipo de cambio real induce dificultades en las empresas productoras de bienes transables (recuérdese que las sustitutivas de importación venían sobreviviendo a trastabillones). Naturalmente, dichas empresas, en su intento por amortiguar las dificultades financieras percibidas (¡con esperanza!) como transitorias, recurren al endeudamiento.

Sin embargo, el hecho quizá más desestabilizador fue el alza en el precio de activos, que ya se manifiesta con intensidad en el año 1980. El problema, como ya hemos señalado, es que el alza en el precio de los activos en medio de una ola de triunfalismo, produce un ataque especulativo sobre dichos activos con la esperanza de hacer rápidas ganancias de capital. Como dicho precio de activos no está en correspon-

⁴¹ Además, la estadística más periódica y oportuna es la del índice de precios. Es difícil creer, por lo mismo, que discrepancias entre la inflación esperada y la efectiva puedan prolongarse por mucho tiempo.

⁴² Cabe destacar que el influjo de crédito está también determinado por la demanda por crédito, con lo que la argumentación se transforma en tautológica. La clave parece ser la existencia de un exceso de demanda potencial por crédito que se hace realizable cuando éste se hace disponible.

dencia con el valor actual del flujo de ingresos que deriva de ellos, en algún momento la burbuja revienta. Mientras dura, sin embargo, produce una elevación (transitoria) en el nivel de riqueza, estimulando el gasto y presionando, consecuentemente, el mercado del crédito. En otras palabras, la entrada de crédito estimula el gasto en forma desorbitada, lo que para hacerse efectivo necesita más crédito, así se estimula el gasto y en una cadena desestabilizadora el gasto y el crédito se van multiplicando.⁴³

Se ha señalado que la demanda de crédito provendría de los especuladores que demandan crédito para hacerse de los activos que están haciendo ganancias de capital. Me parece que el razonamiento no es exacto, por cuanto, si bien es cierto que el comprador del activo requiere crédito, no es menos cierto que el propietario primario del activo depositará el valor de la venta del activo nuevamente en el sistema financiero. Es un juego de suma cero y no presiona al mercado del crédito. Lo que no es de suma cero es la elevación del precio del activo y su consecuente cadena de aumento de la riqueza, aumento del gasto, aumento de la demanda por dinero y por crédito.⁴⁴

En suma, el alza en el costo del crédito se debió a un alza desorbitada de la demanda por crédito por encima de la expansión de la oferta del mismo. Lo paradójico es que fue precisamente la oferta lo que sobreestimuló la demanda en una especie de "ley de Say" amplificadas.

El alza en el costo del crédito empezó a dejar una secuela de carteras vencidas hacia 1982, compuesta por deudores que no podían resistir el nuevo nivel alcanzado por los costos financieros y a quienes se hacía imposible seguir refinanciando intereses. En medio de este panorama se produjo una contracción del flujo de préstamos hacia Chile, en parte motivada por el nivel de endeudamiento del país y en parte por una reducción del financiamiento internacional privado hacia América Latina, inducida por la combinación fiscal-monetaria del gobierno de Reagan.⁴⁵

A nivel macroeconómico la disminución del flujo de préstamos obligó a una devaluación de la moneda a mediados de 1982. Al nivel del mercado financiero, dicha contracción tuvo dos efectos negativos. Por una parte disminuyó la expansión de la oferta de crédito⁴⁶ y por otra aumentó la insolvencia de los deudores por aquella parte de la deuda denominada en dólares. Esto agravó la situación.

Durante todo el año 1982, en medio de una galopante crisis, el gobierno insistió en implementar una solución liberal, en el sentido de

⁴³ Ello no necesariamente es así. Una señal que puede actuar de "estabilizador incorporado" es el alza en la tasa de interés. Presiones al alza en el tipo de interés, simultáneas a una oferta generosa de crédito, sugieren una demanda de crédito desbocada.

⁴⁴ Cualquier aumento deseado del gasto sin un correspondiente aumento del producto genera demanda de crédito.

⁴⁵ Nótese que la disminución del flujo de préstamos internacionales tuvo poco o nada que ver con el aumento de la cartera vencida.

⁴⁶ Tanto directamente por la menor oferta de recursos frescos como indirectamente al incentivar un cambio de portafolio de pesos a dólares.

que deudores y acreedores compartieran pérdidas. Si el propietario de una casa, terreno, empresa, etc., era incapaz de servir sus compromisos financieros, la propiedad del activo debía ser cedida a la banca. El gobierno apoyaba su actitud en el principio de la neutralidad. Intervenir necesariamente requeriría hacerlo en favor de acreedores o deudores. Pero el juego no era de suma cero: mientras deudores y acreedores no se ponían de acuerdo —lo que es obviamente difícil por múltiples razones entre las que destacan: i) los deudores se dan cuenta de que es una situación generalizada y se resisten a ceder la propiedad de sus activos; la misma generalización impide que el problema pueda ser resuelto por el sistema judicial, ii) los acreedores últimos que son los depositantes están muy lejos del problema, iii) la banca está en crisis y parcialmente intervenida— la tasa de interés se mantenía alta, la inversión caía y, en general, no había incentivos para aumentar la producción en un cuadro de indefinición de derechos de propiedad. Estos factores hacen inminente una profunda recesión, con fuertes daños a terceros.

A principios de 1983, en medio de una crisis generalizada, el gobierno se decide a intervenir. Ello será el tema de nuestro próximo capítulo.

III. LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO

Como se señaló anteriormente, a principios de 1983 el gobierno interviene decididamente el sistema financiero. Cinco bancos, entre los que se contaban los de los dos grupos económicos de mayor tamaño, son intervenidos, tres son liquidados y dos son supervisados directamente. En conjunto estas diez entidades registraban el 45% del capital y reservas del sistema financiero y el 64% si se excluye el Banco del Estado.

Como bien lo señalan Le Fort y Vial (1985), un primer criterio básico orientador de las políticas a seguir lo constituye la definición de la crisis en términos de si ésta es una de liquidez o de solvencia. Una crisis de liquidez se caracterizaría por problemas del sistema en el cumplimiento de sus compromisos con los acreedores, cuya raíz se origina en una perturbación transitoria. Cuando dicha perturbación cede, el sistema financiero puede funcionar normalmente. La política óptima en dicho caso consiste en que la autoridad monetaria provea transitoriamente la liquidez requerida.

Si la crisis es de solvencia, la incapacidad del sistema para cumplir con sus acreedores tendrá carácter permanente. Éste será el caso cuando la rentabilidad promedio (de largo plazo) de los activos sea menor que el costo promedio de los recursos en el sistema. Hay aquí un problema de derechos de propiedad. El valor de los activos que los acreedores tienen depositados en el sistema financiero (activos secundarios) es mayor que el valor de los activos del sistema financiero más su capital y reservas (activos primarios). Ésta es una situación ficticia, porque en definitiva los propietarios últimos de los activos prima-

rios son los depositantes. La discrepancia de valores debe ser resuelta de algún modo y para ello alguien debe hacer una pérdida de capital.

La situación del sistema financiero a inicios de 1983 tiene algunos componentes transitorios. Eventos como los ocurridos en 1982, i.e. la caída en el flujo de préstamos externos, el nivel de la tasa de interés internacional, la magnitud de la devaluación del peso y finalmente la recesión, son inusualmente severos y, algunos de ellos, pasajeros. En tal sentido es posible afirmar que el valor de los activos del sistema financiero a principios de 1983 es anormalmente bajo. Con todo, la evidencia apunta abrumadoramente hacia una crisis de solvencia. La cartera mala⁴⁷ (vencida + vendida) del sistema financiero como proporción de su capital y reservas —excluyendo el Banco del Estado— es superior al 60% en noviembre del 82, se sitúa alrededor del 150% en mayo del '83 y alcanza la insólita cifra del 250% en diciembre del mismo año. El Cuadro 7 ilustra la situación de la banca a diciembre de 1983.

Por su parte, el endeudamiento interno como porcentaje del producto alcanza niveles tan elevados que se hace intuible que dicha deuda no podrá ser servida en las condiciones de plazos e interés vigentes.⁴⁸ (Ver Cuadro 8.)

1. *Las opciones de la autoridad económica*

Caracterizada la crisis como una crisis de solvencia (con componentes transitorios), la autoridad económica debe adoptar medidas que signifiquen asignar las pérdidas a algún grupo de agentes económicos, i.e. acreedores, deudores, contribuyentes, etc. Como ya hemos señalado, la mantención de la crisis empuja hacia arriba el costo del crédito comprometiendo cada vez más sectores en la insolvencia y aumentando el tamaño de las pérdidas a distribuir. Esta tendencia se mantendría mientras los depositantes mantengan la confianza en el sistema; si ésta se pierde y se retiran depósitos, la tasa de interés puede subir fuertemente y/o generalizarse el racionamiento crediticio, con lo que el sistema económico se paraliza.

Una primera alternativa, llamada la "solución liberal", consiste en que los acreedores tomen la propiedad de los activos primarios y pierdan la diferencia de valor que éstos tengan respecto de los activos secundarios. En otras palabras, los deudores insolventes entregan sus activos a los bancos quienes liquidan dichos activos para compensar parcialmente a los depositantes.

La autoridad de hecho intentó durante 1982 y 1983 implementar esta solución, debiendo posteriormente desistir de su intento.⁴⁹ Aunque aparentemente "justa" —i.e. los acreedores hacen las pérdidas por inver-

⁴⁷ Cuyas características son explicadas más adelante.

⁴⁸ Vigentes o esperables en el mediano plazo, de no mediar una intervención gubernamental.

⁴⁹ Este tipo de solución se materializó en cierta medida en el caso de los bancos intervenidos, donde los depositantes perdieron hasta un 30 % de sus fondos.

Cuadro 7

ANTECEDENTES DE LOS BANCOS A DICIEMBRE DE 1983

	<i>Cartera vencida + vendida</i>	<i>Préstamos Banco Central</i>	<i>Colocacio- nes rela- cionadas como % del total de colocaciones</i>	<i>Colocacio- nes como % del total del sistema financiero</i>
	<i>Capital y Reservas (1)</i>	<i>Capital y Reservas (2)</i>	<i>(3)</i>	<i>(4)</i>
I. Bancos Intervenido				
Banco de Chile	2,9	4,0	17,9	22,0
Banco Internacional	1,5	3,5	22,8 ^a	1,2
Banco Concepción	3,1	3,6	12,2 ^a	4,6
Banco Santiago	4,2	3,4	49,3	10,7
Banco Colocadora Nacional de Valores	3,1	3,5	27,2	2,0
II. Bancos privados nacionales				
Banco O'Higgins	1,0	0,5	8,7	3,1
Banco Osorno y La Unión	1,9	0,5	3,7	2,1
Banco Sud-Americano	1,5	0,5	16,3	5,5
Banco de Crédito e Inversiones	2,2	0,8	9,3	5,5
Banco del Trabajo	1,8	1,6	1,7	3,3
Banco del Pacífico	1,0	0,4	14,2	0,6
Banco Nacional	0,9	0,4	24,0	2,1
Banco Ind. y de Com. Exter.	0,4	0,5	3,8	1,4
Banco de A. Edwards	2,0	0,6	11,9	3,2
Banco Morgan Finansa	0,8	0,5	7,5	1,5
Banco Hipotecario y de Fomento Nacional	2,5	1,2	21,4	3,6
Banco del Desarrollo	1,3	1,8	2,4	0,4
III. Banco del Estado	0,2	0,8	—	16,8
IV. Bancos extranjeros	0,6	0,3	—	9,0

Fuente: Arellano, 1984.

^a Información a diciembre de 1982, ya que, con posterioridad el traspaso de acciones del banco en poder de las empresas relacionadas, disminuye esta proporción a menos del 3 %.

siones (indirectas) riesgosas— dicha solución es claramente ineficiente. En primer lugar, el sistema judicial no da abasto para resolver con celeridad los litigios de propiedad que se establecen, dada la natural resistencia de los deudores a entregar sus activos. En segundo lugar, de producirse el proceso de liquidación de activos, ello conduce a una depresión en el valor de los mismos aumentando, por tanto, el valor de las pérdidas y comprometiendo los activos buenos. Por último, dada la lentitud del proceso, el daño a terceros es considerable. Mientras la indefinición de propiedad continúa, no hay incentivos para la producción y la inversión, los créditos impagos mantienen alta la tasa de interés y la economía toda se sume en la depresión. Eventualmente los costos por pérdida de producto y empleo, más el sacrificio de creci-

Cuadro 8

MAGNITUD DE ENDEUDAMIENTO

(Pesos y porcentajes)

A fines de	Colocaciones Sistema Financiero			Deudas totales Sociedades Anónimas Abiertas		
	Miles de millones de pesos		% del PGB	Miles de millones de pesos		% de Ventas
	corrientes	de dic. 1982	(3)	corrientes	de dic. 1982	(6)
	(1)	(2)		(4)	(5)	
1970			8,5			
1974			5,0			
1976			8,9			
1979	293	509	37,9	726	1.325	69,0
1980	560	740	52,2	919	1.274	68,5
1981	736	888	57,1	1.275	1.620	94,3
1982	1.056	1.056	85,9	1.865	1.871	153,8
1983	1.203	977	77,6			

Fuente: (1) a (3). En base a información de la Superintendencia de Bancos. En 1982 y 1983 se incluye la "cartera vendida" al Banco Central. Antes de 1979 se excluyen las colocaciones por cuenta del Banco Central en moneda nacional así como las hipotecarias y las contingentes (4) a (6). En base a información de Escuela de Administración UC, Análisis Financiero.

miento futuro, son mayores que toda la diferencial de riqueza en disputa. Por ello hablamos de una solución ineficiente.

Cabe destacar que es ésta una típica situación de externalidad negativa. El litigio entre dos partes en conflicto, acreedores y deudores, induce pérdidas a terceros. La teoría económica prescribe la intervención estatal en esta eventualidad, que al caso se traduce en una solución programada de la crisis de deuda interna.

Una segunda alternativa frente a la crisis de solvencia es lo que se ha dado en llamar "licuar la deuda". Dicha alternativa consiste en disminuir el valor real de las obligaciones mediante una elevación de la tasa de inflación. Sin embargo, ello es posible sólo para las obligaciones de los deudores con el sistema financiero. Los acreedores de activos secundarios tienen diversas formas de "escapar" a este tipo de solución. La primera es que los activos secundarios sean reajustables; éste es el caso de Chile para la mayoría de los instrumentos. La segunda es disminuir la proporción del portafolio mantenida en activos no reajustables, típicamente el dinero. Dado lo anterior, la solución de la deuda interna chilena por la vía de la licuación hubiera requerido de altísimas tasas de inflación.⁵⁰ El problema es aún más complejo por el aval, implícito (que con el tiempo se fue haciendo explícito),

⁵⁰ Aun así no es claro que se pueda, dado el estrechamiento de la base monetaria que acompaña a la inflación. Probablemente el máximo del impuesto inflación es inferior a las pérdidas a ser asignadas.

En el mismo contexto, una alternativa más dura es controlar la tasa nominal pasiva de interés —simultáneamente a la elevación de la tasa de inflación— y prohibir el retiro de depósitos.

del gobierno a los acreedores externos. Son de sobra conocidos los argumentos contrarios a la inflación, en términos de asignación de recursos y de los costos de moderarla.

Una tercera alternativa es la implementación de una reforma monetaria que reduzca el valor nominal de los pasivos. Para que ello distribuya pérdidas, lo mismo debe ocurrir con los activos, es decir, el valor de los depósitos en el sistema debe disminuir en la misma proporción. Esta solución no era factible dada la garantía del Estado a los depósitos. De haber sido implementada, se produciría una desconfianza generalizada en la intermediación financiera de costosísimas repercusiones futuras en términos del proceso ahorro-inversión.

Por último, cabe una cuarta alternativa, en los hechos la más usada, que consiste en diferir las pérdidas en el tiempo a través de un mecanismo de reprogramación de deudas por parte del Banco Central. Esta alternativa posee algunas ventajas: evita el deterioro en el precio de los activos por liquidación simultánea de los mismos; impide la liquidación de aquellas actividades que se veían comprometidas por las elevadísimas tasas de interés pero que tienen rentabilidades razonables y patrimonios positivos (a las tasas de interés de las renegociaciones); fomenta la mantención de los depósitos en el sistema al ir mejorando paulatinamente su solvencia.

Sin embargo, contiene también una serie de dificultades. En primer lugar, los términos de las renegociaciones deben ser precisos e invariables. Si esto último no se cumple, los deudores postergarán el pago de sus compromisos a la espera de mejores condiciones de renegociación. En segundo lugar, es difícil establecer un criterio correcto respecto de los volúmenes y costos de la programación. Ello requiere de una evaluación muy precisa de los tamaños de la insolvencia. Si las condiciones son muy estrictas, el problema no se soluciona, y si dichas condiciones se ablandan, se crea la expectativa del "perdonazo". Si las condiciones son muy blandas, se transfieren en los hechos recursos a los deudores, recursos que en último término deben pagar todos, y se permite la subsistencia de actividades con patrimonio negativo. Adicionalmente ello implica distraer recursos que de otro modo pudieran haber sido usados en la generación de nuevos activos. Como veremos a continuación, estos problemas no han estado ausentes en la reprogramación de la deuda interna chilena.

2. Las medidas de apoyo al sistema financiero

Como se destacó con anterioridad, a principios de 1983 algunos bancos fueron intervenidos directamente por la autoridad. El tratamiento de la banca intervenida (BI) ha sido distinto al otorgado a la banca no intervenida (BNI). Nos referiremos en primer término al segundo grupo.

Las medidas de apoyo a la BNI han sido de dos tipos. El primer tipo de medidas, llamadas préstamos de emergencia, ha sido destinado a proveer al sistema de la liquidez disminuida por el retiro de depósitos ocurrido fundamentalmente en 1983. Dichos préstamos han sido

concedidos a la tasa de interés de mercado. El segundo tipo de medidas ha consistido en la apertura de un poder de compra por parte del Banco Central de la cartera mala de los bancos comerciales. Este tipo de operación, llamado "cartera vendida", ha sido pactado en los siguientes términos: ⁵¹ El banco traspassa la cartera al Banco Central y recibe *su valor completo*, en dos formas de pago; el 60% en pagarés que devengan intereses (UF + 7%) y son amortizados en cuatro años; el 40% restante se cancela en una letra expresada en UF. Por su parte el banco comercial se compromete a recomprar la cartera con los beneficios futuros de su gestión. Para ello tiene un plazo de 10 años mientras la cartera se revaloriza a un interés de UF + 5%. Legalmente todos los beneficios deben ser asignados a la recompra de cartera antes de ser repartidos a los accionistas de los bancos.

Puede notarse que en el corto plazo la venta de cartera mejora la situación patrimonial del banco comercial sin dar lugar a desembolsos de caja por parte del Banco Central. A medida que los pagarés van venciendo, la venta de cartera sí implica un ingreso de recursos frescos a los bancos comerciales.

La evolución de la cartera vencida y vendida en el período 1982-1985 puede apreciarse en el Cuadro 9. Como se ve, la suma de ambos tipos de cartera, como proporción del total de colocaciones del sistema, ha ido aumentando. Ello muestra tanto la conveniencia para la banca de vender la cartera mala como la generalización de los préstamos malos. La cartera "mala" ha seguido aumentando a pesar del apoyo a los deudores y del mejoramiento de las condiciones generales de la economía en el período 1983-1985 (el crecimiento promedio del PGB en el período es aproximadamente 2%).

Cabe destacar que el monto permitido de cartera vendida influye directamente sobre los beneficios del banco comercial. Dado que los pagarés del Banco Central devengan interés, sin ningún acreedor inmediato,⁵² cuanto mayor sea la proporción de la cartera "dudosa" que sea vendida al Banco Central mayores son los beneficios (menores las pérdidas) para el banco. El criterio de la autoridad ha sido la cesión de transferencias por concepto de cartera vendida hasta igualar las pérdidas estimadas de la cartera restante al capital y reservas del banco comercial. Así, los beneficios serían superiores a cero dependiendo de la rentabilidad de la intermediación de la cartera sana. En los hechos los bancos comerciales han comenzado a percibir utilidades desde 1984.

Con respecto a los bancos intervenidos, la política ha sido diferente. Inicialmente a dichas entidades les fue muy limitado el acceso a vender

⁵¹ La reglamentación de compra de cartera vencida ha ido evolucionando en el tiempo. Dicha operación se inicia después de la devaluación de 1982 quedando reglamentada en el acuerdo 1450. Bajo este acuerdo los bancos recibían letras en UF (unidad contable de variación nominal igual al índice de precios al consumidor) a cambio de sus malas carteras.

El sistema probó ser insuficiente y fue reemplazado por el acuerdo 1555 cuya operatoria se describe en el texto.

⁵² La cartera vendida se revaloriza a UF + 5%, pero las pérdidas por los préstamos malos de dicha cartera no se contabilizan en los balances.

cartera vencida al Banco Central⁵³ y debían hacer fuertes provisiones por los créditos riesgosos. Así, no sólo su patrimonio era negativo sino también sus resultados operacionales.⁵⁴ Las pérdidas efectuadas y esperadas por la banca intervenida superaban con creces su capital y reservas.

Cuadro 9

CARTERA VENCIDA Y VENDIDA

(Billones de pesos corrientes)

	Cartera Vencida	Cartera Vendida	Cartera Vencida + Cartera Vendida
	Colocaciones Totales		
Dic. 82	38	37	0,08
83 ^a	92	110	0,18
84	133	160	0,20
85	63	479	0,30

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Información Financiera.

^a A partir de 1983 las colocaciones totales no incluyen la cartera vendida.

Con este cuadro, es obvio que los dueños anteriores de la banca intervenida no tenían ya derecho a reclamar la propiedad de la misma. Una posibilidad natural hubiera sido, dado que el gobierno asumió las pérdidas, la propiedad estatal de dicha porción de la banca. Sin embargo, el objetivo de las autoridades ha sido recapitalizar y reprivatizar las mencionadas entidades. Para ello se han puesto en el mercado acciones de la BI. Como comprar acciones de instituciones con patrimonio negativo no es una alternativa atractiva, el gobierno ha debido tomar algunas medidas paralelas. En primer lugar, en 1985 se abrió la posibilidad de que la banca intervenida venda su cartera mala al Banco Central.⁵⁵ A diferencia de la BNI, sólo el 70% de los futuros beneficios deberá ser destinado a la recompra de dicha cartera. Adicionalmente se han dado condiciones de compra extraordinariamente ventajosas a los potenciales accionistas, las que incluyen, bajo porcentajes al contado, descuentos impositivos, amplio plazo para pagar y reducidos intereses.

Cabe destacar que el costo de la alternativa de reprivatización puede haber sido innecesariamente alto. Ello porque dadas las malas expectativas de los ahorrantes sobre dichas instituciones, el valor de las acciones se cotiza por debajo del valor actual de los futuros beneficios que estas instituciones estarían en capacidad de obtener, dada al compra-

⁵³ La venta de cartera bajo el acuerdo 1555 les fue prohibida, y la parte que les fue permitida bajo el acuerdo 1450 obligaba a mostrar pérdidas por dicha cartera en el balance de la banca intervenida.

⁵⁴ Por ejemplo, según datos de la Superintendencia de Bancos, en enero y febrero de 1985 los beneficios netos de la banca intervenida fueron -15 billones de pesos, mientras los de la banca no intervenida fueron ligeramente negativos (-0.2 billones).

⁵⁵ Bajo el acuerdo 1555.

dor de su cartera por parte del Banco Central (si la ayuda efectivamente se materializa).

Por último, tanto para la BNI como para la BI, actualmente en recapitalización, los programas de refinanciamiento de deudores les brindan un apoyo indirecto. A continuación revisaremos dichos programas.

3. *Los programas de ayuda a los deudores*

Los programas de apoyo a los deudores han sido básicamente de tres tipos: el dólar preferencial para las deudas en moneda extranjera, la reprogramación de deudas y algunas líneas menores de créditos nuevos.

El dólar preferencial para las deudas tiene distintas facetas. En primer lugar se autorizó la compra de divisas para servir compromisos en moneda extranjera a una tasa de cambio preferencial de evolución nominal ligada a la unidad de fomento. Así, el Banco Central asume el riesgo cambiario y el deudor sólo el riesgo inflacionario.⁵⁶ Una segunda faceta del dólar preferencial es la autorización para convertir deudas en moneda extranjera a moneda nacional. Dicha conversión se hace a una tasa que evoluciona de acuerdo a la unidad de fomento, con lo que los deudores eliminan el riesgo cambiario.⁵⁷ El acceso al dólar preferencial es limitado, sin embargo, por una serie de condicionantes, lo que disminuye su cobertura. Finalmente, el diferencial entre el tipo de cambio de mercado y la tasa preferencial no es entregado al deudor en moneda líquida sino en pagarés (UF + 7%) con vencimientos de tres a cinco años.

Una segunda línea de apoyo a los deudores ha sido la reprogramación de deudores productivos, legislada a través de los acuerdos 1507 y 1578 de abril de 1983 y junio de 1984, respectivamente. Las condiciones en que dicha reprogramación ha sido pactada han ido evolucionando favorablemente para los deudores. En efecto, se han reducido los intereses y ampliado los plazos. En 1982 se ofreció refinanciamiento a UF + 16.5%. Posteriormente, con el acuerdo 1507, se reprogramó el 39% de la deuda definida como reprogramable en las siguientes condiciones: UF + 7% y 10 años de plazo. Con el acuerdo 1578 se amplió el margen de reprogramación (al 100% para deudas menores a 5400 UF y en proporciones menores para grandes deudores) y se redujo el interés cobrado.

Si bien es cierto que mejores condiciones ayudan a los deudores, no es menos cierto que un ablandamiento de las condiciones produce una tendencia natural al no pago de las deudas en espera de ulteriores mejoramientos.⁵⁸

⁵⁶ Luego el Banco Central se beneficia si el tipo de cambio real disminuye y viceversa. Por lo mismo, el Banco Central perdió 28 billones de pesos durante 1984.

⁵⁷ Más exactamente, lo traspasan al Banco Central.

⁵⁸ De hecho, en 1985 se suprimieron nuevas reprogramaciones generalizadas para dar paso a un sistema caso a caso.

Cuadro 10

MAGNITUD DEL ENDEUDAMIENTO POR ACTIVIDAD ECONÓMICA

Colocaciones en moneda nacional y extranjera como % del PGB del sector

	1970	1973 ^a	1974 ^a	1975 ^a	1976 ^a	1977 ^a	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Agricultura	19,8	10,7	10,3	10,7	24,4	20,1	53,8	70,8	74,4	90,2	91,6	91,2	84,8
Minería	1,7	0,1	0,9	0,9	1,9	1,5	5,6	11	13,3	19,3	16,9	20,5	16,2
Industria	12,1	1,8	5,3	8,9	18,8	20,8	46,1	47,3	45,7	65,9	57,1	55,4	55,5
Electricidad y gas	—	—	—	—	—	—	2,1	3,4	7,5	19,4	15,7	14	13,4
Construcción	1,7	1,0	0,7	1,0	5,0	8,0	35,4	71,4	102,6	153,0	126,9	109,5	87,0
Comercio	6,7	1,4	3,3	4,6	15,0	25,5	42,6	54,7	57,8	67,7	64,1	71,1	71,3
Transp. y Comunic.	2,4	0,7	0,3	1,5	4,7	4,2	19,7	31,5	28,3	34,8	37,5	44,2	40,0
Total colocaciones	—	6,3	7,9	9,1	13,8	22,2	39,9	54,1	69,0	81,6	71,9	75,1	70,2

Fuente: 1970-1977 J. P. Arellano (1983a), p. 27.

1979-1985 información financiera, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Boletín Banco Central, junio 1985, p. 1555.

^a Sólo endeudamiento del sector privado, excluye sector público y APS.

Ello pudo haber estado en la base de la evolución de los niveles de endeudamiento interno hasta 1985. El cuadro 10 muestra el endeudamiento por actividades productivas. En él puede observarse que, aunque los niveles de endeudamiento disminuyeron, todavía se mantienen muy elevados en relación a los niveles históricos.

En el cuadro 10 las colocaciones no incluyen la cartera vendida. Si lo hacemos, la relación colocaciones/PGB en 1985 bordea el 80%, homologando sus máximos históricos. Por lo tanto no es en lo absoluto claro que la economía chilena haya superado el problema del endeudamiento interno.

Un antecedente adicional, que confirma lo anterior, es la evolución de la razón deuda-capital a nivel de las sociedades anónimas abiertas,⁵⁹ como puede observarse en el Cuadro 11.

Cuadro 11
INDICADORES FINANCIEROS DE SOCIEDADES ANÓNIMAS *
(Porcentajes)

	<i>Diciembre</i>					
	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Deuda/Capital	53,9	63,4	92,0	86,1	90,8	99,9
Rentabilidad/Capital y Reservas	6,4	1,1	- 12,3	- 6,6	1,3	- 2,1
Gastos Financieros/Ingresos de Explotación	5,0	8,5	15,5	8,5	8,5	6,4

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, *Reseña de Valores 1985 y Análisis Financiero Sectorial*, marzo de 1983.

* Es de notar que los datos para los años 1983-85 no son perfectamente comparables con los de 1980-82, pues la muestra de sociedades anónimas varía. No obstante da órdenes de magnitud.

Un examen más detallado al interior de las sociedades anónimas abiertas revela que aún hay sectores donde los beneficios operacionales no cubren los costos financieros. Ello está obligando a dichos sectores a aumentar sus masas de deuda sin una perspectiva clara de poder cumplir sus compromisos en el futuro. Cabe señalar, sin embargo, que esta situación anómala fue en disminución durante 1985, observándose un repunte de la situación financiera de las empresas en el segundo semestre de 1985.⁶⁰

Es difícil extraer conclusiones muy claras de los antecedentes expuestos. Si bien es cierto que la masa de deuda no ha disminuido,

⁵⁹ El total de la deuda conjunta de dichas entidades representa el 62 % de la deuda interna total.

⁶⁰ Para un análisis más detallado, véase, Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, "Comentarios sobre la Situación Económica", 2º semestre 1985.

Esta tendencia continúa nítida hasta el cierre de este trabajo.

ello puede deberse en parte a que las amortizaciones de los créditos reprogramados se harán sentir recién en 1987, con lo que la capacidad de las empresas para reducir sus volúmenes de deuda es todavía una incógnita.

Por último, cabe señalar que la reprogramación de deudas a los sectores productivos ha significado un importante apoyo al sistema financiero. Ello porque el sistema capta los recursos para la reprogramación de deudores del Banco Central, obteniendo un margen de alrededor del 2%. Adicionalmente, el Banco Central, para financiar los créditos de reprogramación, se endeuda con los bancos comerciales emitiendo un instrumento que rinde un interés de UF + 12%. Cerrando el círculo, entonces, el instituto emisor presta a intereses reales inferiores al 5% mientras se endeuda al 12%. Parte de esa transferencia es captada por el sistema financiero.

El programa de apoyo a los deudores se cierra con algunas líneas menores de crédito a las que se agregan algunos recursos frescos para la reactivación de la actividad económica. Estas líneas de crédito incluyen créditos para la vivienda, para la generación de empleo, para financiar capital de trabajo, para obras de ingeniería, para deudas de transportistas y reprogramaciones de deudas hipotecarias y créditos de consumo.

4. *Perspectivas*

Como señalábamos anteriormente, es difícil expresar una opinión muy definitiva sobre la evolución reciente de la deuda interna. Las cifras indican que en lo grueso la economía no se ha desendeudado aunque el endeudamiento tampoco ha crecido. Ello está significando que los intereses por la deuda contraída se están cancelando. La resistencia de los niveles de deuda a la baja puede estar explicada por las expectativas generadas en los deudores de condiciones más blandas de renegociación, como por los plazos concedidos en las renegociaciones para el comienzo de las amortizaciones.

La situación de la industria bancaria se ha clarificado notablemente desde la crisis. Es así como la banca no intervenida está comenzando a generar beneficios y la banca intervenida se está capitalizando. Sin embargo, esta tendencia al mejoramiento depende crucialmente de lo que ocurra con el cumplimiento futuro de la deuda existente. Esto último está ligado a varios factores. En primer lugar, es fundamental la credibilidad de los términos de las renegociaciones; si éstos se siguen ablandando, los deudores seguirán postergando el cumplimiento de sus compromisos financieros. En segundo lugar, es importante la acción de la banca en términos de exigir el pago de las deudas. Esto tiene que ver con los incentivos del sistema financiero, a lo que no ayuda la indefinición de propiedad de las instituciones y cualquier forma de relacionamiento entre la banca y los deudores. En tercer lugar, el crecimiento económico futuro será clave para mejorar la posición de los deudores y con ello su capacidad de pago. Por último, y muy relacio-

nado con lo anterior, los términos de renegociación de la deuda externa y el financiamiento internacional constituyen un punto clave. Por una parte la evolución de la economía doméstica está estrechamente ligada a la holgura de su financiamiento externo. La escasez de divisas presiona hacia abajo los niveles de actividad, compromete la posición de los deudores y agrava la deuda interna. La holgura externa produce el efecto contrario. Pero también, y muy fundamentalmente, el financiamiento externo está íntimamente ligado a la capacidad del Banco Central para materializar la ayuda prometida al sector financiero. Como está implícito en el análisis anterior, las medidas de la autoridad monetaria han estado orientadas a distribuir las pérdidas en el tiempo. Ello significa que la mayor parte de la ayuda ha sido brindada a través de movimientos contables que comprometen liquidez futura pero que no significan un desembolso presente. Esta situación va mutando a medida que los pagarés del Banco Central van venciendo. La capacidad del Banco Central para financiar dichos vencimientos está en directa relación con el margen de expansión del crédito interno. Esto último, dados la estrechez de divisas y los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional, está totalmente determinado por la holgura de financiamiento externo.

El cumplimiento de los compromisos del Banco Central con el sistema financiero está así estrechamente ligado a la política monetaria y fiscal. Si no se cuenta con financiamiento externo (que permita expandir el crédito interno), los desembolsos futuros de liquidez deberán ser financiados por la tesorería. Ello puede lograrse con un aumento de la deuda pública (lo que no soluciona el problema) o con una disminución (aumento) del déficit (superávit) fiscal, con las consiguientes implicancias sobre otros sectores.

IV. COMENTARIOS FINALES

1. La liberalización financiera se implementó tomando en cuenta posibles efectos beneficiosos sobre el ahorro y sobre la calidad de la inversión. Los resultados obtenidos fueron justamente los contrarios ¿Qué prueba esto?

Una interpretación falsa, a nuestro juicio, sería concluir que el ahorro decrece con la tasa de interés real y que la calidad de la inversión mejora con la asignación discrecional del crédito. La baja tasa de ahorro durante el período de liberalización financiera se debió a la expansión del consumo producida por el aumento de la percepción de riqueza y no a su inelasticidad respecto del interés real. Por su parte, la mala calidad de la inversión deriva de la orientación "cortoplacista" derivada de las señales del mercado. La dirección de los recursos hacia las actividades no transables se hizo en función de rentabilidades de corto plazo. Esta "miopía" es característica de las soluciones liberales extremas en donde el mercado funciona sin control alguno y como instrumento único de asignación de recursos.

Es perfectamente posible encaminarse hacia una institucionalidad financiera que garantice un interés real positivo y que asigne los fondos prestables con criterios de eficiencia, aprovechando así las ventajas prometidas por los teóricos de la liberalización financiera. Lo que está claro es que dicha institucionalidad *no* es aquella en que el sistema financiero funciona sin controles y los depósitos están garantizados por el estado.

2. Aunque el shock macroeconómico que desató el auge y la crisis parece haber sido el influjo y corte de enormes montos de financiamiento externo, el problema de fondo no está solo en dicho shock sino en el sistema económico que posibilita que éste se haga disruptivo. En otras palabras, la excesiva liberalidad de la institucionalidad financiera, acoplada a la distorsión introducida por los grupos económicos y el seguro estatal a los depósitos, compuso un cuadro de enorme fragilidad en el sistema financiero. Es perfectamente posible pensar en otros shocks que podrían haber desencadenado en crisis, o un colapso producido, a más largo plazo, simplemente por la inercia de endeudamiento interno.

3. El endeudamiento externo ha sido siempre considerado algo deseable en las economías subdesarrolladas con déficit secular de ahorro. En dichas economías la productividad del capital es normalmente superior al costo del crédito externo. Sin embargo, para que dicha comparación sea relevante, debe asegurarse de algún modo que el financiamiento externo financie inversión productiva. En la institucionalidad liberal chilena del período 1975-1982 el influjo de crédito externo produjo una expansión más que proporcional del gasto. Es decir, el ahorro externo no solo no fue complementario al ahorro interno sino que lo sustituyó más que proporcionalmente. El resultado fue menor crecimiento (que el potencial) y mayor deuda externa. La responsabilidad de la institucionalidad financiera en este evento es innegable.

4. En suma, un sistema financiero liberalizado produce un incremento del ahorro financiero. Esto no garantiza en ningún sentido ni la estabilidad del sistema ni la correcta asignación de dicho ahorro. Para que el sistema sea estable la supervisión estatal es insustituible; por su parte, la canalización del ahorro financiero a inversión productiva requiere del desarrollo de un mercado de préstamos de largo plazo. La experiencia chilena demuestra que dicho mercado no es ni de generación espontánea ni aún menos el subproducto natural de la liberalización financiera. El corolario es obvio.

REFERENCIAS

- Arellano, J. P., "Políticas de vivienda popular: lecciones de la experiencia chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* N° 9, Santiago, diciembre, 1985.
- , "La difícil salida al problema del endeudamiento interno", *Estudios CIEPLAN*, junio, 1984.
- , "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN* N° 11, Santiago, diciembre, 1983a.
- , "El financiamiento del desarrollo", A. Foxley et al., *Reconstrucción económica para la democracia*, Editorial Aconcagua, Santiago, 1983b.
- Arrow, K., "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing", *Review of Economic Studies*, abril, 1964.
- Atkinson, A. y J. Stiglitz, *Lectures on Public Economics*, Mc Graw Hill, Inc., Nueva York, 1980.
- Banco Central; Boletín mensual. Varios números.
- Barandiarán, E., "Nuestra crisis financiera", *Estudios Públicos* N° 12, primavera, 1983.
- Blanchard, O. y Watson M., "Bubbles, Rational Expectations and the Efficient Market Hypothesis", *Econometrica* 49, 1979, pp. 575-596.
- Bolsa de Comercio; Análisis y antecedentes financieros. Varios números.
- Dahse, F., Mapa de la extrema riqueza, Editorial Aconcagua, Santiago, 1979.
- Debreu, G., *The Theory of Value*, John Wiley and Sons, Inc., 1959.
- Diamond, P. A., "The Role of a Stock Market in a World with Technological Uncertainty", *American Economic Review*, setiembre, 1967.
- , y Rothschild, M., *Uncertainty in Economics*, Academic Press, Nueva York, 1978.
- Díaz-Alejandro, C., "Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", mimeo, Yale University, 1983.
- Eyzaguirre, N., "El impacto de shocks macroeconómicos sobre la situación financiera de las empresas" en *Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, Proyecto PNUD/CEPAL/RLA/77/021, Editorial GEL, Buenos Aires, 1987.
- Ffrench-Davis, R. y J. P. Arellano, "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN*, N° 5, Santiago, julio, 1981.
- Foxley, J. y P. Piñera, "Normalización financiera y política de crédito en Chile: experiencias en control y descontrol". *Documento de trabajo*, ICHEH, 1984.
- Gálvez, J. y J. Tybout, "Microeconomics Adjustments in Chile During 1977-81", World Bank, mimeo, 1985.
- Kindleberger, Ch., *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, Nueva York, 1978.
- Le Fort, G. y J. Vial, "El problema de endeudamiento interno: aspectos analíticos", mimeo, en *Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, Proyecto PNUD/CEPAL/RLA/77/021, Editorial GEL, Buenos Aires, 1987.
- Minsky, H., *Can "it" Happen Again?*, M. E. Sharpe, Nueva York, 1982.
- Meller, P. y A. Solimano, "El mercado de capitales chileno: Laissez Faire, inestabilidad financiera y burbujas especulativas", enero, 1984.
- Modigliani, F. y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, junio, 1958.
- y M. Miller "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, junio, 1963.
- Sachs, J., "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's", en *Brookings Papers on Economic Activity*, Brookings Institution, Washington, D.C., 1981.
- , *Theoretical Issues in International Borrowing*, serie Essays in International Finance, Princeton University Press, Princeton, 1984.
- Silva, P., "Aspectos institucionales de la crisis financiera", Documento de discusión interna no publicado, 1985.
- Simons, H., "Rules versus Authorities in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, febrero 1936.
- Solimano, A., "Liberalización financiera y crisis: aspectos teóricos y consideraciones de política económica", en *Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, Proyecto PNUD/CEPAL/RLA/77/021, Editorial GEL, Buenos Aires, 1987.

- Stiglitz, J., "Some of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers", *Bell Journal*, Autumn, 1977.
- y A. Weiss "Credit Rationing in Markets with Incomplete Information", *American Economic Review*, junio, 1981.
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras; Información financiera. Varios números.
- Universidad de Chile; Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, "Comentarios sobre la situación económica", 1er. y 2º semestre 1984, 1985.
- Zahler, R., "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior. El caso chileno 1974-1978"; *Revista de la CEPAL*, abril, 1980, pp. 136-163.
- , "Las tasas de interés en Chile: 1975-1982", *El desarrollo financiero de América Latina*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, 1985.
- y M. Valdívía, "Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa", en *Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos*, Proyecto PNUD/CEPAL/RLA/77/021, Editorial GEL, Buenos Aires, 1987.



INDICE GENERAL

<i>INTRODUCCIÓN</i>	7
OTRO ANGULO DE LA CRISIS LATINOAMERICANA: LA DEUDA INTERNA , por Carlos Massad y Roberto Zahler	17
I. ¿ES LA DEUDA INTERNA UN PROBLEMA?	19
II. PRINCIPALES CAUSAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO	22
III. EVOLUCIÓN Y EFECTOS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO	28
IV. ALGUNAS OPCIONES PARA BUSCAR SOLUCIÓN AL PROBLEMA DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO	34
V. PRINCIPALES ENSEÑANZAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO DE AMÉRICA LATINA	38
EL ENDEUDAMIENTO PRIVADO INTERNO EN COLOMBIA 1970-1985 , por Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola	41
INTRODUCCIÓN	43
I. EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR EMPRESARIAL	44
1. Endeudamiento de las entidades no financieras	44
2. Distribución del endeudamiento global	51
3. El endeudamiento del sector financiero	53
II. FACTORES QUE EXPLICAN EL ENDEUDAMIENTO INTERNO	58
1. Determinación de la estructura de financiación del capital	59
2. Estímulos a la demanda por crédito	64
3. Aspectos institucionales de la oferta de crédito por el sector financiero	68
4. Consecuencias sobre el sector productivo	71
III. PAPEL DEL ENDEUDAMIENTO EMPRESARIAL EN LAS DIFICULTADES DEL SECTOR FINANCIERO DURANTE LOS AÑOS OCHENTA	73
1. Evolución de la cartera de las entidades financieras	73
2. Evolución de la rentabilidad de las entidades financieras	77
3. Descapitalización y concentración	79
IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES	82
Referencias	83

ECUADOR (1950-1985): ESTABILIDAD, EXPANSIÓN, CRISIS Y ENDEUDAMIENTO GLOBAL, por Abelardo Pachano B. y Alfredo Mancero S.	85
INTRODUCCIÓN	87
I. EL FINANCIAMIENTO DE LA ECONOMÍA ECUATORIANA DESDE LA POSGUERRA A LOS AÑOS OCHENTA	88
1. El período 1950-1971	88
2. El período 1972-1982	91
3. El período 1982-1985	108
II. MAGNITUD Y TENDENCIAS DEL ENDEUDAMIENTO	111
1. Endeudamiento total	111
2. Deudas en moneda extranjera	113
3. Deudas en moneda nacional	114
III. POSIBILIDADES DE PAGO DE LA DEUDA	122
1. Las políticas de ajuste del sector externo y el programa de estabilización económica (1982-84)	122
2. Refinanciación de la deuda externa (1982-84)	125
3. Las políticas gubernamentales actuales y el impacto inmediato de la crisis del petróleo (1985-1986)	126
4. Posibilidades de pago de la deuda	129
5. Soluciones al problema de la deuda interna: requisitos de la intervención estatal	132
Referencias	134
LA INFLACIÓN Y LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO BRASILEÑO, por Dionisio Dias Carneiro y Pedro Bodin de Moraes	135
INTRODUCCIÓN	137
I. DE LA REFORMA FINANCIERA AL RETORNO DE LA INESTABILIDAD	137
II. EL SISTEMA FINANCIERO DE LOS AÑOS SETENTA	146
III. LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO EN LOS AÑOS OCHENTA	148
IV. EL SECTOR FINANCIERO DESPUÉS DEL PLAN CRUZADO	152
Referencias	155

FINANCIAMIENTO INTERNO Y AJUSTE: PERÚ 1980-85, por Richard Webb	165
INTRODUCCIÓN	167
I. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1970-85	168
1. Antecedentes, 1970-78	168
2. Tres años y medio de recuperación, enero de 1979 a junio de 1982	170
3. Crisis: de julio 1982 a julio 1985	171
II. EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS. 1980-1985 ..	173
1. Propósito y método	173
2. Liquidez	174
3. Rotación de activos	175
4. Solvencia	177
5. Rentabilidad	178
6. Evolución por períodos	178
7. Evolución de la rentabilidad del sector manufacturero	179
III. UNA INTERPRETACIÓN	182
1. La hipótesis	182
2. Los resultados	183
3. Los mecanismos de defensa	183
4. Comentario final	186
Referencias	188
Anexo A: Datos de Balance	189
Anexo B: Otra estadística	197
POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y ENDEUDAMIENTO PRIVADO: ASPECTOS EMPIRICOS, por Ricardo H. Arriazu, Alfredo M. Leone y Ricardo H. López Murphy	211
INTRODUCCIÓN	213
I. EVALUACIÓN EMPÍRICA - PRINCIPALES RESULTADOS ..	214
1. Endeudamiento privado - órdenes de magnitud del problema	214
2. Tenencias privadas de activos financieros - patrimonio financiero neto y endeudamiento neto	217
3. Patrimonio financiero neto del sector público consolidado	221
4. Patrimonio financiero neto del sector externo	223
5. Consistencia de los resultados	228
6. Variaciones anuales de los patrimonios financieros netos sectoriales	230
7. Factores explicativos de las variaciones en los PFN sectoriales	236
8. Endeudamiento empresarial y endeudamiento del sector privado no empresarial	250
II. POLÍTICA FISCAL Y ENDEUDAMIENTO EMPRESARIO	267
1. El gasto público, su financiamiento y las transferencias patrimoniales	269

2. Inflación, impuesto inflacionario y transferencias patrimoniales	273
3. Medición de los desequilibrios fiscales	276
4. La política financiera del Banco Central y los desequilibrios fiscales	278
5. La definición tradicional de los desequilibrios fiscales en la Argentina	280
6. Patrimonio financiero neto del sector público no financiero y del Banco Central	285
7. Desequilibrios fiscales	290
III. BALANZA DE PAGOS Y DEUDA EXTERNA	292
1. Definición del concepto de balanza de pagos	292
2. Evolución de las posiciones externas netas de los distintos sectores	297
3. Análisis de consistencia de las cifras de la balanza de pagos y de las PEN	300
4. Deuda externa y flujos de capitales	305
IV. MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS REALES, LA PRODUCTIVIDAD Y LA OCUPACIÓN DURANTE EL PERÍODO 1973-1983	313
1. Consideraciones preliminares	313
2. La información salarial en la Argentina	314
3. Información disponible sobre ocupación en la Argentina	331
4. Productividad en la industria manufacturera Argentina (1970-1983)	338
Referencias	339
LA DEUDA INTERNA CHILENA: 1975-1985, por Nicolás Eyzaguirre	341
INTRODUCCIÓN	343
I. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA INTERNA EN EL PERÍODO 1975-1982	345
1. Las medidas de liberalización	345
2. La desaparición del SINAP	346
3. La licitación de empresas públicas y el auge de los grupos económicos	346
4. La recomposición de los activos financieros	347
5. La estructura de plazos del crédito	350
6. Las tasas de interés y la inversión	351
7. El contexto de política económica	352
8. El boom	355
9. Las intervenciones del gobierno	356
II. LAS CAUSAS DE LA CRISIS	357
1. La tasa de interés y la rentabilidad del capital	357
2. El comportamiento de los acreedores	359
3. El comportamiento de los intermediarios financieros	362
4. El comportamiento de los deudores	363
5. El costo del crédito	367

III. LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO	371
1. Las opciones de la autoridad económica	372
2. Las medidas de apoyo al sistema financiero	375
3. Los programas de ayuda a los deudores	378
4. Perspectivas	381
IV. COMENTARIOS FINALES	382
Referencias	384

**Este libro se terminó de imprimir en los
Talleres EDIGRAF S.A. Delgado 834,
Buenos Aires, República Argentina,
en el mes de junio de 1988.**