

COSTOS REALES DE FINANCIACION EMPRESARIA.
UN ANALISIS COMPARATIVO INTERNACIONAL 1977/1982 (*)

por NESTOR DONATO FERRARI
Profesor titular de Comercialización II y Director del Departamento de Administración de la Facultad de Ciencias Económicas de la U.N. de Cuyo.

1. Objetivos del análisis

La utilización de capital ajeno, a través de préstamos de entidades financieras y otras fuentes, es una política normal de toda empresa. Tal situación se origina, como se sabe, en la utilización de recursos de costo fijo, aceptando un mayor riesgo ante la perspectiva de un rendimiento superior sobre los capitales propios.

En nuestro país, en los últimos años y, en especial, a partir de julio de 1977, se produjeron modificaciones decisivas en el sistema financiero, involucrando básicamente la libertad otorgada para la fijación de tasas pasivas, activas y márgenes de intermediación de las entidades financieras. Como consecuencia de esta situación, se llegó a niveles de tasas nominales de interés que, dado los niveles de inflación prevalentes, determinaron costos reales de interés estimados como

(*) Resumen del trabajo presentado en la 5ta. Convención Nacional de Ejecutivos de Finanzas, Córdoba, 1982. Publicado en "Serie Estudios - Sección Administración", N° 16 (Mendoza, FCE, UNCuyo).

irrazonables por parte de los sectores afectados, con importantes efectos en la estructura de financiación de las empresas.

Uno de los objetivos del trabajo presentado es, entonces, la medición de los costos reales de financiación empresarial en el período aludido.

Al mismo tiempo y a fin de efectuar comparaciones relevantes con las situaciones de financiación enfrentadas por empresarios de otros países, se presentan datos que permiten apreciar los costos reales de financiación en veinticinco países.

La importancia de la información que se presenta se vincula, desde luego, con las repercusiones que evidencian los niveles de costos reales de financiación en una serie de decisiones, vinculadas con los niveles de inversión y otros aspectos que afectan el nivel y tendencia de la actividad económica.

De ahí entonces que interese conocer la situación relativa de nuestras empresas en el marco mundial a que hacemos referencia.

II. Metodología

1. Medición de la tasa real de interés

La determinación de costos reales financieros surge de establecer relaciones entre niveles de inflación de períodos específicos de tiempo y las tasas efectivas de interés aplicables en tales lapsos, de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$t_{ir} = \frac{(t_{ie} - t_{ep}) \times 100}{(100 + t_{ep})}$$

en donde:

t_{ir} = tasa de interés real

t_{ie} = tasa de interés efectiva del período

t_{ep} = tasa que mide la evolución de precios

2. Fuentes de información

A fin de obtener la información necesaria, se solicitaron datos a embajadas extranjeras en nuestro país y a algunas de las Conserjerías Económicas Argentinas en el extranjero. Adicionalmente se obtuvo información de "Estadísticas financieras internacionales", publicación mensual del Fondo Monetario Internacional y de "Euromoney", publicación mensual de Euromoney Publications Ltd.

Se incluyeron también, para medir la situación argentina, datos provenientes del Banco de la Nación Argentina, estimaciones de tasas activas de Fiel y Fide y estadísticas del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

3. Definición de variables

En general, los índices de precios se consideraron a nivel mayorista, lo cual plantea algunas limitaciones. Aún cuando existen ciertas normas mínimas, propuestas por las Naciones Unidas para posibilitar las comparaciones internacionales, inevitablemente se producen distorsiones.

Este tipo de índice resume, en forma agregada, los movimientos de precios de un gran número de transacciones, a lo cual se agregan diferencias conceptuales que pueden existir sobre la metodología de medición en general, problemas de ponderaciones, selección de muestras y demás aspectos, todo lo cual introduce posibilidades de distorsión.

En lo que respecta a tasas de interés, se utilizaron las aplicables en operaciones de préstamo de corto plazo, provenientes de las fuentes citadas.

III. Conclusiones

1. Situación general

Los datos indicados permitieron calcular las tasas mensuales reales de interés, a partir de enero de 1977 hasta marzo de 1982.

El resumen, transformando esas tasas mensuales en tasas anuales y considerando únicamente los años en que se cuenta con datos totales, es el siguiente:

PAISES	1977	1978	1979	1980	1981	Tasa real promedio 1977/1981
1) Argentina						
a) Banco Nación Arg.	(1,437)	6,014	3,527	27,526	0,002	6,647
b) En base datos FIEL	s/d	10,674	4,315	27,857	8,351	s/d
c) En base datos FIDE	s/d	s/d	3,326	27,067	25,562	s/d
2) Alemania Federal	4,796	4,289	0,608	4,076	6,282	3,993
3) Australia	1,218	(1,762)	(7,540)	(3,435)	2,303	(1,907)
4) Austria	7,554	6,385	3,753	0,479	5,616	4,728
5) Bélgica	7,255	5,495	5,670	8,801	6,628	6,763
6) Canadá	1,895	(1,130)	(1,815)	2,972	10,871	2,461
7) Chile	61,386	30,573	4,341	14,285	58,913	31,906
8) Dinamarca	5,443	6,751	1,262	5,402	2,580	4,268
9) España	(6,971)	(1,986)	(1,914)	(6,049)	(1,161)	(3,646)
10) Estados Unidos	(0,357)	0,746	(2,906)	2,710	11,075	2,145
11) Finlandia	1,111	2,163	(4,325)	(5,639)	(2,905)	(1,966)
12) Francia	7,865	(0,518)	(3,342)	3,887	2,610	2,029
13) Grecia	(1,301)	(1,507)	(15,830)	(14,906)	(9,263)	(8,775)
14) Holanda	(1,151)	5,402	2,403	1,428	(0,657)	1,458
15) Irlanda	(1,032)	0,998	3,721	3,084	(1,763)	0,978
16) Italia	10,606	7,480	(3,085)	5,369	5,707	5,115
17) Japón	7,301	6,420	(10,700)	(0,894)	5,493	1,289
18) Luxemburgo	4,080	4,629	2,996	5,680	6,058	4,683
19) México	s/d	s/d	1,378	(1,521)	s/d	s/d
20) Noruega	3,340	3,340	(0,738)	(2,713)	2,437	1,104
21) Portugal	(13,436)	(15,072)	8,551	5,222	(3,707)	(4,160)
22) Reino Unido	(5,181)	2,320	(0,138)	5,381	3,559	1,121
23) Sudáfrica	(0,483)	(2,554)	(8,838)	(9,767)	0,791	(4,269)
24) Suecia	0,278	3,128	(5,396)	1,942	7,801	0,304
25) Suiza	5,961	6,138	0,514	1,674	2,116	3,255
26) Uruguay	s/d	s/d	(5,544)	27,278	s/d	s/d
Promedio, excluidos Argen- tina, Uruguay y Chile	1,763	1,871	(1,553)	0,573	2,567	0,953
Desviación típica	5,443	4,864	5,442	5,481	4,616	3,670

FUENTE: Elaboración propia, sobre la base de los datos del Anexo N° 5 del trabajo original.

Teniendo en cuenta la tasa real promedio anual, los países objeto de análisis podrían clasificarse en tres grupos (excluyendo Sudamérica):

- Países con tasa real anual promedio negativa para el período considerado. En este grupo existen países con tasas negativas en cada uno de los años del análisis, como España, Grecia y prácticamente, Sudáfrica. En otros casos, como Portugal, se alternan tasas fuertemente negativas con tasas positivas de alguna importancia, aunque con una tasa final negativa. Otros países con tasas negativas para el total del período son Australia y Finlandia.
- Países con tasas que fluctúan entre 0 y 4% anual, tales co-

mo Alemania Federal, Canadá, Estados Unidos, Francia, Holanda, Irlanda, Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza. En varios de estos países, en algunos de los períodos anuales considerados las tasas son negativas.

- c) Países con tasas que fluctúan entre 4% y 7% anual, tales como Australia, Bélgica, Dinamarca, Italia y Luxemburgo.

2. Situación argentina

En el caso de nuestro país, las fluctuaciones obligan a un análisis más pormenorizado. El promedio anual para 1977/81 alcanza a 6,647%, pero en realidad interesa en mayor medida el período julio 1977/diciembre 1981, en cuyo caso la tasa real promedio anual se eleva al 10,435%.

Considerando el promedio de tasas reales semestrales para los distintos países, en comparación con el nuestro e incorporando también los datos de Chile, tenemos:

Períodos	Promedio otros países	Argentina	Chile
Primer semestre 1977	(0,464)	(11,743)	24,827
Segundo semestre 1977	2,177	11,677	29,288
Primer semestre 1978	0,645	7,471	12,022
Segundo semestre 1978	1,171	(1,356)	16,560
Primer semestre 1979	(1,620)	(8,039)	2,493
Segundo semestre 1979	(0,149)	12,577	1,803
Primer semestre 1980	(0,976)	6,989	8,415
Segundo semestre 1980	1,532	19,195	5,414
Primer semestre 1981	0,297	(0,949)	25,094
Segundo semestre 1981	2,363	0,960	27,035

En el caso de Chile, las tasas han sido fuertemente positivas, con excepción del año 1979.

En nuestro país, en el segundo semestre de 1977 se inicia un período de fuertes tasas positivas. Las tasas se hacen negativas en el segundo semestre de 1978 y primer semestre de 1979 para luego volver a niveles positivos elevados, desde el segundo semestre de 1979 al segundo semestre de 1980. En 1981 las tasas decaen a niveles neutros.

Sin embargo, es importante señalar algunas caracte-

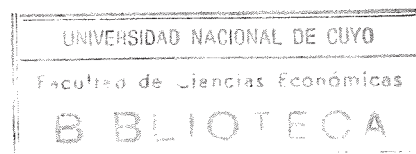
rísticas del contexto que introducen elementos diferenciales:

- a) Como se ha indicado, se ha utilizado para el cálculo el índice de precios mayoristas que, como se sabe, resume en forma agregada los movimientos de precios de un gran número de transacciones. En un país de elevados índices de inflación como el nuestro, es improbable que los precios de los diversos sectores se incrementen en forma homogénea, sino que, como de hecho ha ocurrido, los movimientos de precios relativos también son acentuados. Ello introduce entonces, desde el punto de vista de los costos financieros reales, diferencias notables entre distintos sectores, perjudicando a aquellos cuyos precios queden rezagados. (1)
- b) Por otra parte, las tasas del Banco de la Nación Argentina, utilizadas en el estudio, constituyen uno de los pisos del sistema. Las diferencias entre entidades financieras por sus características, pueden ser importantes y más aún al considerarse diferencias por distintos tamaños y tipos de actividades de las empresas deudoras, con sus implicancias en cuanto al grado de riesgo y, en consecuencia, a los adicionales consiguientes de tasas.

Así por ejemplo, considerando las estimaciones de tasas activas de Fiel y Fide para 1981, el costo financiero real, estimado en 0,002% anual con las tasas del Banco de la Nación Argentina, alcanza al 8,351% en el caso de Fiel y al 25,562% en el caso de Fide, utilizando en todos los casos la misma metodología de cálculo.

Por ello es que indudablemente existen empresas argentinas que en el período de referencia deben haber afrontado niveles de tasas extremadamente positivas. Y aun cuando en algunos casos el crecimiento de precios del sector, superior al promedio de la economía, puede haber atenuado esta situación, en compensación, en otros sectores, el proceso inverso ha provocado indudablemente costos financieros reales verdaderamente

(1) Para una apreciación más exacta de la magnitud de tales diferencias puede verse FERRARI, Néstor D., *Costos reales de financiación empresarial argentina. Un análisis comparativo intersectorial 1977/83*, en "Serie Estudios - Sección Administración n° 18" (Mendoza, FCE, UNCuyo), donde se presentan los costos financieros mensuales reales para 121 sectores y subsectores de la economía argentina.



exagerados. (2)

A partir de julio de 1982 se han ido implementando en el sistema financiero una serie de medidas de diversa índole, tendientes a disminuir los niveles de tasas reales de la economía, hasta llegar, en la actualidad, a la fijación de tasas activas máximas. Tales medidas se inspiran, indudablemente, en el reconocimiento de que un adecuado proceso de financiación empresarial requiere tasas compatibles con los niveles de evolución de precios, de manera de posibilitar que el crédito cumpla importante función en los procesos de inversión y desarrollo, tal como lo hace en la economía de los más importantes países del mundo, algunos de los cuales han sido incluidos en el presente análisis.

-
- (2) Para una estimación de los costos reales en el sector vitivinícola de Mendoza, puede verse FERRARI, Néstor Donato, *Financiación de stocks de vinos de mesa en la Provincia de Mendoza. Costos financieros reales*, en "Serie Estudios - Sección Administración", n° 13 (Mendoza, FCE, UNCuyo), Existe una versión actualizada a marzo de 1983, titulada *Costos financieros reales de la industria vitivinícola. Financiación de stocks de vinos de mesa*, presentada en las Jornadas de Economía Regional, organizadas por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Mendoza.