



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



La decisión de inversión a nivel de la empresa en países en desarrollo

Castelló, Roberto Osvaldo

1968

Cita APA: Castelló, R. (1968). La decisión de inversión a nivel de la empresa en países en desarrollo. Buenos Aires: s.e.

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

201.1501
949

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

TESIS para optar al título de DOCTOR EN CIENCIAS ECONOMICAS

LA DECISION DE INVERSION
A NIVEL DE LA EMPRESA
EN PAISES EN DESARROLLO



Roberto Oevaldo Castelló

Nº de Registro: 3825

DISTINGUIDO

J. Messuti

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

1968

CATALOGADO



I N D I C E

<u>INTRODUCCION</u>	1
<u>CAPITULO I: El ambiente exterior de la Empresa</u>	3
1.- Su importancia	3
2.- Características de los países en desarrollo ..	4
3.- La Inflación	7
4.- El comportamiento del Estado	10
5.- Ingresos y Gasto público	13
6.- La Incertidumbre	21
7.- La actitud del inversor	24
<u>CAPITULO II: Los Mercados de Dinero y de Capital</u>	27
1.- Sus características en los países desarrolla dos	27
2.- Funcionamiento en los países en desarrollo ...	30
a.- Los Bancos comerciales	34
b.- Los Mercados de Valores	40
c.- Otros intermediarios financieros	43
d.- Financiamiento internacional	47
3.- Sus efectos sobre las decisiones financieras..	48
a.- Sobre decisiones de financiamiento	48
b.- Sobre decisiones de retención de Utilidades - Dividendos	49
c.- Sobre las decisiones de inversión	50
d.- Sobre los procesos de medición	51
<u>CAPITULO III: Los Instrumentos de análisis de la deci- sión de Inversión</u>	52



1.- Las decisiones financieras	52
2.- La rentabilidad	56
3.- Medida de la rentabilidad	58
4.- Evaluación de Proyectos de Inversión	63
a.- Implicaciones macroeconómicas	66
b.- Técnicas usadas	68
c.- Análisis del Flujo de fondos	70
- Método de la Tasa interna de retorno (T.I.R.)	71
- Método del Valor actual neto (V.A.N.)..	74
d.- Interrelaciones entre los diversos métodos.....	75
5.- Costo de Capital	78
a.- Costos explícitos e implícitos	79
b.- Racionamiento de capitales	80
c.- Cálculo del Costo de Capital (K).....	81
- La Incertidumbre	81
- Standards financieros usados como sucedáneos del costo de capital	82
- Determinación del costo de capital	83
d.- El Costo de Capital en países en proceso de desarrollo	89
6.- Instrumentos adecuados de análisis en un contexto de inestabilidad monetaria	94
<u>CAPITULO IV: El flujo de fondos en el corto plazo</u>	98
1.- Ciclo de operación de la empresa	99
2.- Presupuesto de Caja	101
3.- Componentes del Capital de Trabajo	103
4.- Técnicas usadas en la Administración de fondos	106

	<u>Págs.</u>
<u>CAPITULO V: CONCLUSIONES</u>	108
<u>APENDICE: ORGANISMOS INTERNACIONALES DE FINANCIAMIENTO</u>	120



I N T R O D U C C I O N

Los problemas que enfrentan los países en desarrollo son de distinta naturaleza y por tal razón han llamado la atención de los sociólogos, economistas, políticos, hombres de empresa, etc.. Cada uno de ellos ha explorado su campo de acción y se ha preocupado en señalar los factores que hacen a estos países diferentes con relación a los que han logrado una etapa avanzada de desarrollo.

En este trabajo pretendemos bosquejar el comportamiento de la firma desde el punto de vista económico-financiero, en un país en proceso de desarrollo, con especial énfasis en la decisión de inversión.

En los capítulos I y II, analizamos el medio ambiente externo a la empresa, con énfasis en aquellas estructuras o variables que directa o indirectamente influyen sobre el proceso financiero en la empresa. La empresa es inseparable del medio en que desenvuelve sus actividades y las fuerzas que operan en el mismo, influyen sobre las decisiones financieras.

Con este enfoque macroeconómico, analizaremos el comportamiento del Estado, la inflación, las incertidumbres, etc. para arribar a la actitud del inversor frente a ese estado de cosas, en el capítulo I.

El funcionamiento de los mercados de capital, es tratado en el capítulo II y en razón de su bajo grado de desarrollo, tanto en lo que hace a acciones como préstamos y sobre to-

do para el financiamiento a mediano y largo plazo, le toca al capital extranjero desempeñar un papel importante en el crecimiento de las empresas. El apoyo de Organismos Internacionales de financiamiento, es también requerido, por lo que se incluye como apéndice de este trabajo, una síntesis sobre las modalidades de los mismos.

Como consecuencia de la expansión posterior a la Segunda Guerra Mundial, en que se genera una fuerte competencia entre mercados y recursos productivos, se opera un cambio en el enfoque de las Finanzas de empresa. Por sobre el enfoque tradicional, que se interesaba por la obtención de los fondos, comienzan las preocupaciones por el uso más adecuado de los mismos y comienzan a interesar los problemas desde el punto de vista interno de la empresa, como ser: presupuesto de capital, costo de capital, manejo del capital de trabajo, etc.. En regiones en proceso de desarrollo, este nuevo enfoque adquiere mayor relevancia, ya que es vital la asignación eficiente de recursos a través de la unidad económica "empresa", como entidad impulsora del crecimiento. Por esta razón, dedicamos el capítulo III y IV al análisis de problemas, bajo esta concepción moderna.

El área subdesarrollada del mundo está compuesta por estructuras y economías disímiles; sin embargo existen muchas características comunes que son, en esencia, las que nos permitirán satisfacer los objetivos del presente trabajo.

I. EL AMBIENTE EXTERIOR DE LA EMPRESA

1.- SU IMPORTANCIA:

Algunos de los principales autores en el área de Finanzas de Empresa, han enfatizado la gran interrelación entre los problemas que preocupan a la economía y su impacto sobre las Finanzas.

Entre ellos, Johnson ha llegado a discutir el problema de asignación de recursos en una economía de tipo capitalista, en que se resuelve a través del sistema de precios, comparándolo con el caso de la empresa en que dicho sistema no opera.

Las propias características de las economías en desarrollo, que indicaremos más adelante, encierran ciertas complejidades mayores a las de economías de centro y conducen a pensar que la influencia de la economía sobre las decisiones de la empresa, son de mayor magnitud relativa.

Es importante reconocer aquellas pautas del medio ambiente en que la empresa se desenvuelve, además de las políticas que el gobierno está arbitrando. En el caso de aquellos países enfrentados a procesos inflacionarios, si el Estado ha pasado a emplear alguna forma de política de estabilización, es conveniente analizar su influencia sobre los precios, salarios, impuestos, créditos, tipos de cambio, nivel de demanda, etc.. Dado que cualquiera de estas variables podrían tener un alto impacto en las decisiones de la empresa, es de interés,



entonces, anticiparse al efecto de las políticas específicas, a fin de lograr una acción más eficiente.

En síntesis, es conveniente conocer:

- a) Las características generales de la economía.
- b) Las políticas específicas del Gobierno, sobre todo en materia de gastos e ingresos públicos, política monetaria, etc..

A este objetivo apuntamos en el desarrollo de los siguientes puntos, con un enfoque general sobre las economías en desarrollo.

2.- CARACTERISTICAS DE LOS PAISES EN DESARROLLO:

Es tan difícil definir con términos precisos que son economías subdesarrolladas o en proceso de desarrollo, como tan fácil resulta identificar a través de ciertas pautas, a aquellos países que han alcanzado un grado de progreso avanzado, de aquellos que se encuentran en estados más primitivos. Una de las pautas más sobresalientes consiste en los niveles de ingreso de la población y su distribución. Aquellos países económicamente avanzados, poseen un mejor standard de vida en las distintas esferas de su población. La Organización para Cooperación y Desarrollo Económico, proyectó la población y el ingreso entre 1964 y 1970, para los países del bloque occidental, es decir excluyendo a aquellos de la órbita comunista, con los siguientes resultados:



<u>Países Desarrollados</u>			<u>Países en proceso de desarroll.</u>	
<u>Fecha</u>	<u>Población</u>	<u>Ingreso por habitante</u>	<u>Población</u>	<u>Ingreso por habitante</u>
1964	581.000.000	US\$ 2.000.-	1.546.000.000	US\$ 170.-
1970	624.000.000	US\$ 2.400.-	1.803.000.000	US\$ 190.-
Crecimiento en Ingreso 3,3%				1,5%

Estas estadísticas indican que más de las dos terceras partes de la población no comunista del mundo, obtienen niveles de ingresos a nivel o por debajo de la subsistencia y que la tendencia de su crecimiento, por supuesto bajo, aumenta la distancia entre estos dos grupos de países.

Los insuficientes niveles de ingreso, imposibilitan la formación de capital a través del ahorro y por consiguiente difieren el proceso de industrialización, primordial, para dejar el estancamiento. Esta situación donde las causas y los efectos se confunden, ha sido llamada por los economistas como el "círculo vicioso de la pobreza".

La falta de capital en estos países, ocasiona deficiencias importantes en su superestructura, transporte, caminos, energía, riego, comunicaciones y contribuyen a hacer más difícil y menos económico, el desempeño de las empresas que

se mueven en los mismos.

Muchos países no cuentan con mercados de capitales o estos son poco desarrollados. De ahí la importancia de la inversión extranjera, a la cual nos referiremos más adelante.

La administración deficiente de los gobiernos y sus constantes cambios, atentan contra el seguimiento de un plan ordenado, que cristalice en resultados positivos. Así lo dice Hirschirnan en su libro "La Estrategia del desarrollo económico" (Fondo de Cultura Económica, México 1961): "Los Gobiernos de los países subdesarrollados no se deciden a establecer prioridades y a mantenerlas de una manera consistente. Por ejemplo, cuando los países se proponen por primera vez, desarrollar programas ambiciosos de carreteras y electrificación, frecuentemente tienden a dispersar los fondos disponibles entre el mayor número de pueblos y caminos. No cabe duda que esta tendencia tiene causas políticas y también puede explicarse por el hecho de que los proyectos menores son más fáciles de manejar que los mayores. Sin embargo, fundamentalmente, la falta de decisión tantas veces sostenida con obstinación notable, tal vez puede explicarse por una sensación básica de que el progreso deben disfrutarlo por igual todos los sectores de la comunidad."

El mismo autor opina que los países no aprovechan su potencial de desarrollo, debido a que encuentran difícil tomar el número adecuado de decisiones para desarrollarse y hacerlo con la rapidez necesaria. El obstáculo mayor, radica en la confusión resultante en la voluntad. Considera que si el capital es escaso, es porque el país no ha podido dar los pasos necesarios para crear, dirigir o conseguir capital. Es más una actitud poco creadora y de falta de iniciativa, la que trava el desarrollo, más que la ausencia de factores reales.

3.- LA INFLACION:

Según lo han probado muchos autores, los países subdesarrollados y en proceso de desarrollo, están mucho más expuestos a la inflación que aquellos que alcanzaron una etapa avanzada de crecimiento económico. Una de las razones es que el desarrollo está orientado en principio, hacia el consumo y por consiguiente la demanda social, con la ayuda política y sindical, trata de extraer de la economía más de lo que puede rendir a través de la producción interna y el comercio internacional. También se explica tal actitud, por el "efecto de demostración" de Murkee, que hace que los consumidores de los países subdesarrollados detenten bienes y servicios, propios



de los altos niveles de vida de los países avanzados; o desean los frutos del desarrollo económico, pero no haciendo los sacrificios necesarios para obtenerlos. Otro de los factores que contribuye a la inflación, es que las elasticidades de ofertas a corto plazo son bastante bajas y frente a un aumento de demanda, el alza de los precios es sustancial.

La estrechez de mercado de muchos países subdesarrollados, no permite el establecimiento de más de uno o dos productores en muchas industrias y, por lo tanto, la competencia de precios dentro de los nuevos sectores industriales es pobre.

La habilidad con que se administra la política monetaria y fiscal de un país, tiene mucho que ver con los procesos de inflación. A este respecto los autores se hallan divididos en cuanto a las causas de la inflación. Algunos la atribuyen a factores monetarios, otros a deficiencias estructurales de la economía y otros dan mayor importancia a factores psicológicos, considerando que las expectativas inflacionarias son el vehículo de la constante suba de precios.

Algunos países subdesarrollados se orientan a encabezar el desarrollo con estabilidad interna y externa de su

moneda, mientras otros consideran que el aumento de los precios, es un mecanismo activo de inducción, para provocar las decisiones de inversión. Pero cuando las fuerzas económicas no aprovechan este proceso, la inflación es estéril y constituye un serio estorbo para el sistema económico.

La inflación destruye las prácticas de ahorro y hace sumamente difícil el esfuerzo para despertarlas. Ello atenta contra la acumulación de capital y la inversión.

Además deteriora el valor interno y externo de la moneda. El continuo crecimiento de los costos, ejerce presión sobre el tipo de cambio a través de los exportadores, como única salida para mantener su relación competitiva en los mercados internacionales. La devaluación de la moneda es la consecuencia inevitable del proceso inflacionario. Pero no siempre existe una correlación absoluta entre Inflación y Devaluación. En muchas oportunidades, se utiliza el arbitrio de la devaluación, para estimular el comercio exterior. Sin embargo este estímulo es transitorio, ya que el exportador gana en un primer momento como consecuencia de un retraso en los reajustes de precios y salarios en el país, pero, en cuanto el retraso se recupera, las ventajas del exportador desaparecen.

La administración de las empresas que se mueven en un medio inflacionario es confusa, las decisiones deben basarse en la estimación de la tasa de inflación. La estructura de sus activos y pasivos, juega un papel decisivo en la determinación de resultados. El mayor dilema del ejecutivo, es el de predecir la tasa de inflación y su ritmo, lo que inevitablemente lleva a prevenir la devaluación de la moneda.

4.- EL COMPORTAMIENTO DEL ESTADO:

Le cabe al Estado cumplir un rol importante en el proceso de desarrollo. A través de una adecuada planificación, puede obrar deliberadamente sobre las fuerzas del desarrollo, impulsando el sistema económico al logro de los objetivos fijados.

Dicha planificación comporta tres aspectos diferentes, aunque estrechamente ligados entre sí: a) la concepción de un plan; b) la traducción de este plan, en una serie de medidas concretas y proyectos específicos y c) la organización administrativa, que responde a las dos tareas anteriores y a la ejecución, supervisión y constante adaptación del plan a los cambios de la realidad.

Sin embargo normalmente el Estado, en los países en desarrollo, no está organizado para responder a las exigencias del desarrollo. Se caracteriza por conservar estructuras pretéritas, con agregados y retoques, pero sin cambios fundamentales. Existe un trasfondo de inercia que se manifiesta en la perpetuación de ineficacia administrativa.

Este anacronismo del Estado no se manifiesta únicamente en su funcionamiento administrativo, sino también en la escasa aptitud del mecanismo existente para hacer surgir nuevas concepciones, para formular y ejecutar una política racional de desarrollo.

El estado debe preocuparse en crear los incentivos económicos para orientar la actividad individual de la forma que mejor convenga al interés general de la economía. Debe intervenir, porque el mercado no siempre da indicaciones que promuevan el empleo más económico de los recursos disponibles y además porque las indicaciones que surgen de las fuerzas del mercado, sólo conciernen a una parte de las decisiones de los individuos, pero no a todas y especialmente a algunas de ellas, que tienen considerable importancia en el desarrollo.

Existe un número limitado de bienes y servicios estratégicos en el desarrollo económico, en donde las inversiones tardan tiempo relativamente largo en fructificar y el precio no da indicación alguna para guiarlas. El déficit en el suministro de esos bienes y servicios, suele incidir seriamente sobre el desarrollo de toda la economía. Es aquí donde el Estado tiene que suplir, con otras indicaciones, la ausencia de indicadores espontáneos y propensiones aluciantes para que la iniciativa privada siga a aquellas. Las situaciones más frecuentes son en el caso de la energía, los transportes y los servicios públicos en general.

El Estado puede conseguir eficazmente sus objetivos de desarrollo, mediante incentivos y desalientos a la iniciativa privada. Su gestión directa se justificaría cuando esos instrumentos no dieran los resultados que se persiguen. Sobre todo la acción del Estado debe obrar sobre los resortes del sistema, sin interferir en la conducta personal de los individuos.

El comportamiento del Estado debe ser seguido muy de cerca por el ejecutivo financiero, ya que tiene un peso importante en las decisiones a nivel de la firma.

5.- INGRESOS Y GASTO PUBLICO:

El promedio simple de las proporciones entre el ingreso gubernamental y el producto nacional bruto en los países de bajos ingresos, se eleva a 15% aproximadamente; en tanto que en los países de altos ingresos es del 22% aproximadamente. Los promedios relativos a los gastos son de 16% y 22% respectivamente.

En la parte de los ingresos, la explicación es que el campo de fijación de impuestos, es más reducido que en los países avanzados.

En cuanto a los gastos, una de las razones es la mayor magnitud de los gastos de defensa y de asistencia social de los países de centro.

Para impulsar el desarrollo, la hacienda pública de los países en desarrollo debería:

- 1) Obtener un ingreso público adicional.
- 2) Evitar despilfarros en los gastos públicos.
- 3) Limitar la esfera de las actividades gubernamentales.

Los países que están en condiciones de atraer inversión extranjera para empresas de gran magnitud, pueden obtener considerables beneficios tributarios de esos capitales. La proporción entre los impuestos que pagan estas firmas y los ingresos que perciben, es varias veces superior al promedio nacional, debido a su espontáneo acogimiento al Sistema tributario.

Es notorio en los países en desarrollo, la menor participación relativa de los impuestos directos y para compensar ello, el mayor peso de los impuestos sobre importaciones y exportaciones, debido a la importancia que tiene el comercio exterior para estos países.

Las modernas teorías de imposición, reconocen en el impuesto progresivo, como la única forma equitativa de tributación, basado en el concepto de la utilidad marginal decreciente del ingreso. Pero dado que el desarrollo de una economía, requiere una cierta tasa de capital, como uno de sus determinantes y que la formación de capital privado, requiere la concentración de recursos dentro del sistema, este principio no parece de aplicación tan general a países en desarrollo, ya que desalienta el esfuerzo productivo y la disposición de las empresas a asumir riesgos.

Tampoco los impuestos al consumo pueden aumentar se, debido a que el nivel promedio del consumo es tan bajo, que una reducción adicional del mismo resultaría política y socialmente intolerable.

En todo momento deben medirse la relación entre la carga tributaria adicional y los beneficios de los mayores gastos públicos. La productividad del gasto público en términos de una mayor eficiencia es el talón de Aquiles en la administración de la hacienda pública. El principio productivo de la hacienda pública puede formularse como sigue: un aumento del gasto público se justifica siempre y cuando los efectos estimulantes del gasto adicional sobre el esfuerzo productivo, incluida la formación de capital, sean mayores, que las repercusiones adversas ocasionadas por los impuestos adicionales. El bajo nivel de eficacia productiva de los servicios públicos, dada la escasez de recursos disponibles por el gobierno, influye sobre el volumen de los servicios y su calidad. La baja productividad no se circunscribe al sector público y se extiende al sector privado. Sin embargo en este existen mayores posibilidades a través del mercado que las ineficiencias con el tiempo se corrijan, por el juego de la competencia. Pero este mecanismo no opera en una amplia gama de

los servicios públicos, que son producidos únicamente por el gobierno y que no se venden ni están sujetos a la prueba del mercado. Por esta razón es conveniente que el gobierno limite su campo de actividad al suministro de aquellos servicios que el sector privado no puede proporcionar o no hay probabilidades de que lo haga.

El gobierno contribuirá más al crecimiento, si en lugar de aumentar el número de sus actividades, incrementa el grado de intensidad con que las realice. Por consiguiente, la teoría Keynesiana del gasto público, no aplica para economías en desarrollo. Es preferible que el Estado, a través del sistema bancario o tributario brinde las oportunidades de inversión a las empresas privadas. Por esta razón se duda sobre la efectividad de la política de redistribución de los ingresos a través del sistema fiscal, ya que va en contra del principio productivo de la hacienda pública, al influir de manera adversa en la tasa de ahorro e inversión privados, sin la consiguiente aplicación eficaz para el crecimiento económico de los fondos obtenidos por el Gobierno.

Según lo expuesto por R. Goode, la administración efectiva de un impuesto sobre la renta, que abarque una amplia escala de ingresos y un gran número de causantes resulta excesi

vamente difícil en los países con bajo ingreso. El impuesto sobre la renta sólo puede usarse como tributo general en el caso de que una gran proporción del ingreso total se pague en calidad de sueldos o jornales y siempre que esa proporción sea registrada en alguna forma. Por lo contrario, un impuesto sobre la renta, es un instrumento tributario inadecuado para aplicar a los productores agrícolas y a los comerciantes que representan una gran parte del ingreso total en muchos países subdesarrollados.

Muchos países han descuidado los impuestos sobre bienes raíces y tierras, como fuente de recaudación de rentas. Las razones principales son: 1) La influencia política de los terratenientes y propietarios de inmuebles urbanos; 2) La erosión de la base del Impuesto, debida a la inflación y a la incapacidad y dificultad para corregir las bases de valorización y mantenerlas al día. Estos impuestos tienen la ventaja que no dependen de los ingresos ni producen el efecto desalentador que los impuestos sobre la renta, en especial los elevados, tienen sobre el esfuerzo del productor. El inconveniente que se le atribuye a este tipo de impuesto es que es proporcional, pero puede ser corregido, eximiendo de la tributación a aquellos propiedades que no alcancen un va-



lor determinado.

Una gran parte de los ingresos públicos de los países con bajos ingresos, proviene inevitablemente de los gravámenes al consumo: normalmente y por razones de equidad, los productos de subsistencia quedan exentos en tanto que los otros se gravan con impuestos internos o gravámenes de importación. Los derechos de importación, constituyen un elemento importante en materia de gravámenes al consumo, porque en los países en proceso de desarrollo, la demanda de importaciones es muy elástica en relación con el ingreso y porque el cobro de la tributación es sencillo.

La organización y control de los entes recaudadores sobre el sistema tributario es indispensable para asegurar la practicidad de un buen sistema. Los países subdesarrollados adolecen de deficiencias que son más notorias cuando se considera el alto grado de evasión existente.

Una de las más notables diferencias entre la estructura tributaria de los países con altos y bajos ingresos, reside en la virtual ausencia de impuesto a la exportación en los primeros y su frecuencia e importancia en los últimos. Estos gravámenes, son fuente de grandes recaudaciones en los países de bajos ingresos, porque son fáciles de cobrar y por-

que la exportación es una actividad de un gran número de productores. Los impuestos a la exportación tienen dos desventajas: 1) Acentúan la inestabilidad de las entradas fiscales; 2) Tienen un efecto desalentador para la producción de bienes exportables.

No obstante los gobiernos de una u otra forma deben asegurarse un ingreso, ya que es necesario cierto volumen de inversión pública, para alentar el desarrollo económico. Además el Gobierno puede verse obligado a proporcionar recursos financieros, para que el sector privado establezca y opere una empresa determinada. El volumen de ahorro privado que puede canalizarse hacia el sector público por medio de la venta de valores gubernamentales es pequeño en la mayor parte de los países con bajos ingresos, unas veces porque la suma total de ahorro transferible es muy reducida y otras porque los movimientos inflacionarios de los precios o el temor de que ocurran, impiden la formación de un mercado para dichos valores.

La carga del servicio de la deuda exterior sobre la balanza de pagos restringe al monto de los empréstitos que un gobierno puede contratar si obra con prudencia.

En cuanto a los servicios que atienden los Gobiernos, debe tenerse en cuenta que es más importante, asegurar un suministro adecuado de energía, transporte, etc. a un precio basado en los costos, que proporcionar servicios básicos a precios subsidiados que entrañen el riesgo de no poder mantener el suministro adecuado.

Debido a las inelasticidades de oferta, la tesis Keynesiana de un incremento del gasto global (público o privado), puede ser inadecuado para los países en desarrollo, ya que un incremento del gasto global, traerá como consecuencia más bien un alza general del nivel de precios, que un mayor volumen de producción y un nivel de ocupación más alto.

En un país subdesarrollado la política de financiamiento deficitario, no servirá para lograr un incremento del producto total ni del ingreso real.

La política de desarrollo debe encausarse esencialmente hacia los factores económicos, sociales, e institucionales que constituyen el fundamento de las bajas elasticidades de la oferta.

Esto es que deben concentrarse los esfuerzos en puntos de estrangulamiento, como son los bienes de capital, es-



dicos crediticios, conocimientos técnicos y capacitación administrativa, mejorando las comunicaciones y fomentando una mayor movilidad de los factores productivos.

6.- LA INCERTIDUMBRE:

La incertidumbre es el mayor obstáculo en el proceso de adopción de decisiones. Así lo dice John Mc. Donald : "How executives make decisions" " El ejecutivo adopta decisiones por profesión. La incertidumbre es su oponente. Los mejores resultados son su misión. Ya sea que el resultado sea consecuencia del azar o de la sabiduría, el momento de la decisión es sin duda el instante más creativo y crítico en la vida de un ejecutivo".

En un mundo hipotético en que existiera la certeza, la adopción de decisiones no tendría complicaciones.

Es el hecho de que la incertidumbre sea una característica general de la vida moderna, lo que convierte a la adopción de decisiones en un proceso de tanta trascendencia. Según Ernest Dale "el grado de control de la Empresa, estará en función directa del conocimiento del futuro y de la influencia de las fuerzas económicas" "Existe una distinción entre riesgo e incertidumbre". El riesgo está referido a situaciones en donde



los resultados posibles de una decisión presente son plurales, pero se conocen las dimensiones y probabilidades de esos resultados. La incertidumbre, en cambio, corresponde a situaciones en que las dimensiones y/o probabilidades de los resultados futuros posibles, no pueden ser especificados objetivamente por adelantado.

No surge como consecuencia de una decisión de invertir, sino puede prevalecer en una decisión de no invertir. Boulding en su teoría de los beneficios manifiesta que, cuando se tiene dinero en efectivo existe igualmente un riesgo, desde que, dicho dinero puede perder poder adquisitivo frente a una suba del nivel general de precios.

Esta posibilidad es observable en los países con moneda inestable y constituye una de las mayores incertidumbres del negocio poder predecir el crecimiento de los precios en el mercado, como así también los cambios en el valor externo de la moneda (o sea su relación con otras monedas, de las denominadas fuertes). Así, las pérdidas por devaluaciones han trastocado los negocios que lucían aceptables en sus resultados, sin el juego de este factor.

Es interesante en la práctica analizar hasta que

punto ciertas incertidumbres pueden controlarse en sus efectos. En este sentido algunos autores las han clasificado en incertidumbres "transformables" y "no transformables". Las últimas incluyen aquellas que son evitables a cierto costo mediante la acción exitosa y económica del hombre de negocios. El proceso de transformar incertidumbres en costos determinados, denominase "cobertura". En el caso que mencionábamos de "pérdidas por devaluación", mediante la contratación de un seguro de cambio, podemos cubrir el riesgo y transformar la incertidumbre, sacrificando un costo fijo y cierto.

El manejo de la estructura financiera de la empresa, brinda más de una oportunidad para actuar sobre las incertidumbres. Cuando decidimos tomar financiamiento con capitales propios con un costo superior al ajeno, estamos adoptando una posición de seguridad frente al riesgo de reembolso y carga fija de interés que impone este tipo de financiamiento.

Los factores políticos e institucionales en países en proceso de desarrollo, crean un clima de incertidumbre que es difícil transformar.

Dada tal particularidad, el inversor requiere una

prima de retorno superior, para compensar esta situación. Vale decir, por conducto de un mayor costo o el requerimiento de un mayor retorno, está en relación directa, el precio del capital, con la calidad y cuantías de las incertidumbres.

7.- LA ACTITUD DEL INVERSOR:

Las consideraciones anteriores están orientadas a analizar la actitud del inversor frente a ese estado de cosas. Es indudable que la incertidumbre y el riesgo en los negocios, son a menudo considerables. El inversor las presiente, sus pasos son cautelosos, su acción dubitativa. El orden económico, social y sobre todo el Institucional no se muestran favorables a su vista. Esto explica el porqué de la emigración de fuertes capitales de países subdesarrollados a desarrollados y de la relativa baja inversión de los países desarrollados. Es que no es suficiente para atraer el capital extranjero, que un país sea rico en recursos naturales, pues existen otras condiciones que dependen más del Estado que de la naturaleza. Por ello, como lo observó John D. Moore en el BID, este capital se radicará, donde se le ofrezca la mayor seguridad y donde las inversiones resulten más atractivas. Por su parte el ex secretario del Tesoro de los EE.UU. admi-

tió que los tres factores esenciales para atraer el capital son: ser aceptado, estar seguro y obtener beneficios.

Si bien toda inversión implica un riesgo, los países subdesarrollados deben cuidar, a través de legislaciones adecuadas, que esos riesgos sean los inherentes a su propia naturaleza, a las alternativas de los mercados, pero no a las que pueden emerger de alteraciones en su régimen legal ni de los azares de la política. La estabilidad de las leyes y el respeto por los compromisos asumidos es esencial en esta materia.

Por otra parte se ha demostrado que los individuos adoptan una expectativa exagerada de la tasa de utilidades y como consecuencia de las mismas se observa frecuentemente que los inversionistas guardan sus fondos en forma líquida o los invierten en divisas, acciones o bienes raíces, porque la tasa de utilidades que se espera obtener con los proyectos propuestos, no satisfacen sus requerimientos exagerados. Prefieren mantener dinero o activos fácilmente realizables, porque esperan que la tasa de utilidades de las empresas del mañana sea más alta que la de las empresas de hoy. Esta actitud tiene mucho de común con la teoría de la preferencia por la liquidez e indica la situación, algo confusa, en que

se encuentran tantas personas capaces y pudientes, dentro de los países subdesarrollados, manteniendo una posición líquida para aprovechar la oportunidad excepcional cuando se presente.

En países con procesos inflacionarios como un medio alternativo de conservar fondos líquidos y con el propósito de protegerse contra la inflación, el público en general se vuelca a inversiones de cobertura. Así, suelen construir o comprar su propia casa, atesorar en moneda extranjera o hacer cualquier tipo de inversión que participe de esa protección. Lo que se busca es evitar pérdidas de capital como consecuencia de la pérdida del valor adquisitivo de la moneda.

Mucho que ver con este tipo de actitud tiene la falta de información que padece un inversionista en los países en proceso de desarrollo, en relación a aquel que se encuentra en un país desarrollado. Esa carencia de información crea un clima de desconfianza que atenta contra la inversión privada.



II. LOS MERCADOS DE DINERO Y DE CAPITAL

1.- SUS CARACTERISTICAS EN LOS PAISES DESARROLLADOS:

Los mercados de dinero y capital, pueden considerarse como el mecanismo mediante el cual el caudal de ahorros financieros, se hace disponible para aquellos que buscan financiamiento a corto, mediano y largo plazo, sea en forma de deuda o patrimonio. En la terminología corriente, la expresión mercados de dinero se circunscribe al proceso de intermediación en el corto plazo (hasta 1 año), mientras que se reserva el término específico de "mercados de capital" a aquellos que se refieren al financiamiento a mediano y largo plazo.

Su funcionamiento y características difieren en las distintas áreas del mundo. En Estados Unidos este mecanismo es amplio, fluido y dinámico. En su esencia es un mecanismo del mercado privado, quedando los participantes en relativa libertad para aprovechar las diferencias en precios, términos y conveniencia, cuando deciden colocar sus ahorros u obtener financiamiento externo. Las operaciones de empréstito y préstamo del Gobierno Federal, generalmente son un factor pequeño dentro del cuadro total del movimiento de fondos dentro

del mercado de capital. La vigilancia y el control gubernamentales, generalmente son diseñados principalmente para proteger la solvencia del mecanismo y asegurar la libertad de acceso e información completa a los participantes, mas bien que para dirigir el movimiento de fondos hacia propósitos específicos.

La mayoría de la inversión del sector privado en los mercados de Capital, representa la inversión del ahorro de los consumidores. Dichos ahorros llegan principalmente por medio de intermediarios financieros, mas bien que por adquisición directa por parte del adquirente de instrumentos de mercado.

En EE.UU. los fondos aportados por los intermediarios excedían las compras directas de instrumentos del mercado en la relación de 18 a 1, tomando como ejemplo el año 1963.

El intermediario financiero, va paulatinamente ganando terreno debido a que no hay coincidencia entre los tipos de activos que buscan los ahorradores y el tipo de obligaciones que están dispuestos a crear los que buscan fondos en los mercados de capital. Algunos ahorradores prefieren man-

tener sus fondos líquidos, para cubrir imprevistos, otros buscan ciertas garantías para cubrir necesidades especiales, enfermedad, vejez, accidente, incendio, robo, educación futura de los hijos, etc..

En los mercados financieros desarrollados los instrumentos financieros y las instituciones se adaptan continuamente a las necesidades cambiantes de los prestatarios y prestamistas, y pueden surgir nuevos instrumentos a medida que se hace evidente en necesidad.

Los países de centro, alcanzaron su desarrollo como consecuencia no sólo de la acumulación de capital, sino por la organización y operaciones de varios intermediarios financieros y eventualmente por el establecimiento de un mercado de capital. La existencia de instituciones financieras organizadas presupone que habrá un continuo flujo de ahorros, transferido de ahorristas a usuarios directamente o a través de intermediarios financieros.

En varios de los países europeos el gobierno ejerce una poderosa influencia sobre la dirección de las inversiones y a su vez los programas públicos de desarrollo tienen una gran importancia en la asignación de los recursos.



Estas inversiones del sector público absorben una buena parte de los ahorros disponibles, provocando una cierta escasez para otros inversionistas, los que, tienen que pagar un precio más alto.

En general en los países desarrollados, el éxito del mecanismo de los mercados de capital, se debe a los niveles de ahorro, a una legislación adecuada, al sistema tributario caracterizado por la espontánea adhesión del contribuyente al impuesto y al desempeño de los intermediarios financieros e instrumentos de mercado.

Estas características no se dan en los países en desarrollo, por las circunstancias que seguidamente indicaremos. Dado que el interés de este trabajo, es fundamentalmente microeconómico, más adelante se encontrará un análisis de como las diferencias en el sistema financiero, influyen en las decisiones financieras a nivel de la firma.

2.- FUNCIONAMIENTO EN LOS PAISES EN DESARROLLO:

El problema de formación de capital, constituye el talón de Aquiles en los países en proceso de desarrollo. No sólo existen problemas originados en un ahorro insuficiente, sino también en la canalización adecuada a los mis-

mos a oportunidades de inversión deseables. Aún más, cuando el marco institucional no está preparado para recibir esos ahorros, estos se "exportan", produciendo un drenaje de divisas.

La escasez de fondos es el mayor problema que deben enfrentar las instituciones financieras en países en desarrollo. El mercado se encuentra en un crónico estado de desequilibrio con un continuo exceso de demanda de fondos sobre oferta. La captación de fondos por las entidades financieras es pequeña si se la compara con países más desarrollados. Es obvio que la proporción depende en gran parte del nivel de ingresos. Cuando los ingresos son muy bajos, muy poco de ellos van a las instituciones financieras, es decir la gente puede no ganar más que lo absolutamente necesario para sus gastos cotidianos.

Cuanto más alto es el nivel de ingreso por habitante, mayor será la importancia cuantitativa de las operaciones financieras por unidad de gasto nacional bruto. La razón es que será mayor el valor de los activos reales por habitante y, por consiguiente, aumentan las posibilidades de mayores operaciones. Es más probable que haya unidades receptoras de

ingreso (familias o empresas) que tengan superavit o déficit en cuenta corriente, que necesitan movilizarse. A los efectos de demostrar cuantitativamente esta relación, que es fundamental para establecer el grado de desarrollo de un sistema financiero, reproducimos el siguiente cuadro del profesor Goldsmith, que aparece en su obra "The Determinants of Financial Structure" (Los Determinantes de la Estructura Financiera), OECD, París 1966, pag. 9

RATIO DE INTERRELACION FINANCIERA PARA PAISES SELECCIONADOS

PAIS	AÑO	RATIO
I. Países desarrollados		
1. Japón	1960	1.40
2. Estados Unidos de Norte América	1961	1.25
3. Italia	1961	1.05
4. Alemania	1960	.75
5. Francia	1960	.65
II. Países en desarrollo		
1. México	1960	.40
2. Venezuela	1959	.40
3. India	1960	.35
4. Guatemala	1960	.30
5. Etiopía	1960	.15
III. Economías de Planificación Centralizada.		
1. Yugoslavia	1960	.40
2. USSR	1959	.35

El autor define al ratio de interrelación financiera, como la relación entre el valor de los activos financieros totales y el valor de todos los activos reales, que generalmente se conoce como riqueza nacional, dentro de una economía. Es obvio que existe un estrecho grado de correlación entre el grado de desarrollo económico y el valor del ratio, desarrollado por el profesor Goldsmith.

La mencionada formación de capital, depende también de las facilidades que existen de entregar los fondos a las instituciones, de los instrumentos de mercado que se disponen y de la confianza que detentan esas instituciones.

La teoría económica tradicional, ha prestado atención casi con exclusividad a los problemas de ahorro, acumulación de capital e inversión, como ligado a los niveles de ingreso y se ha despreocupado de la organización del sistema en que se mueven las mismas.

Así, la falta de educación de los instrumentos de ahorro convenientes y el temor a una baja en el valor de la moneda, influyen sobre la orientación de las inversiones.

El ritmo de inflación ha influido sobre el éxito de captar depósitos de ahorro. Cuando las tasas de interés



son menores a la tasa esperada de inflación, la gente en general es renuente a ahorrar, vale decir existe una elasticidad ahorro inversa a la inflación. Lo que se busca es evitar pérdidas de capital, como consecuencia de la pérdida del poder adquisitivo de la moneda.

Prente a este panorama, los Bancos de ahorro y p^{re}g^{ta}mo, han tenido éxito, ya que constituyen una inversión de cobertura, ya que al construir una casa antes de reunir los fondos necesarios, es adelantarse al aumento inflacionario de los costos.

Los seguros de vida y los bancos de capitalización como un medio para captar ahorros, están en una etapa incipiente. En cuanto al seguro social, reviste en la mayoría de los países en desarrollo, más el carácter de impuestos, que de aportaciones voluntarias.

a) Los Bancos Comerciales

Los Bancos Comerciales no están satisfechos con la cantidad de ahorros que logran captar y constantemente hacen presión para obtener mayores facilidades del Banco Central, en cuanto a la extensión de operaciones y el control de los tipos de interés. Los primeros bancos, en su mayoría extranjeros, se fundaron para ayudar al comercio exterior de

otros países. Los agricultores o grupos industriales que no tenían acceso a los bancos privados, presionaron para crear sus propias instituciones de financiamiento.

La agricultura normalmente se constituye en la céntrica de las actividades económicas, en lo que hace a las instituciones financieras privadas, debido al riesgo implícito de esta actividad y a la solvencia individual de los prestatarios.

Además, son muy comunes las conexiones de los bancos con grupos industriales y debido al extenso control de las tasas de interés, el financiamiento institucional de algunas empresas es mayor del que podría haber sido necesario. Así, empresas lo suficientemente fuertes y lucrativas para crear un mercado para sus valores, se han mantenido alejadas del mercado de capitales que podrían haber estimulado; en cambio valiéndose de sus buenas conexiones, han obtenido sus fondos de diferentes bancos. De esta forma emplean el financiamiento institucional tanto quienes no tienen acceso al mercado de capitales, como los que podrían tenerlo. La inflación ha contribuido a agravar esta conducta además del control de la tasa de interés, ya que el tipo de interés bancario es más

bajo que el que se tendría que pagar por el dinero en el mercado libre.

Además se culpa a las instituciones financieras por sus operaciones especulativas, por su poco interés en el desarrollo económico. Por su acción han fomentado la especulación y han malgastado sus recursos en actividades no esenciales. Otras críticas que han recibido es que 1) Fomentan la inflación al prestar apoyo financiero para el acaparamiento especulativo de existencias. Es verdad que en los países insuficientemente desarrollados, las existencias normales de algunos artículos pueden ser mayores que en los países desarrollados. Esto puede explicarse por diversas razones, tales como la estructura del comercio al detalle, la falta de buenas comunicaciones, la gran proporción de la producción agrícola dentro de la producción total y esto se agrava cuando las tasas de interés que deben pagarse por el dinero, son inferiores a la ganancia nominal que se espera obtener en la realización de los stocks acaparrados. 2) Que prestan al comercio, en lugar de prestar a la producción. Si los préstamos se dirigieran a los productores permitirían desarrollarse y es más probable que el productor sea un inversionista en actividades de la producción, que el comerciante. 3) que sólo prestan a corto plazo, mientras que el



desarrollo económico, que implica la instalación de bienes de capital, requiere préstamos a plazos intermedios y largos.

Estas críticas han cristalizado en la práctica, en la necesidad de tener instituciones oficiales con diversos grados de intervención gubernamental, como medio de complementar la labor de los sistemas financieros privados. Hoy en día, el sector oficial abarca en algunos países casi todo el campo de las finanzas. Muchas de tales instituciones han sido criticadas por ceder a las presiones políticas en lo que concierne a la orientación de sus financiamientos y a las personas de sus prestatarios, por estar siendo aprovechadas como instrumentos políticos de los gobiernos y de sus funcionarios y por la presión que ejercen sobre el banco central en su búsqueda de fondos, pero no puede negarse, que en términos generales, han contribuido al desarrollo. El argumento en pro de las instituciones financieras oficiales, se basa también en las actitudes de grupos semicerrados de la banca privada y en su perspectiva más estrecha.

Este proceso puede asimilarse a lo ocurrido en el campo del financiamiento internacional. Hasta antes de la crisis del 30, los flujos financieros internacionales eran

preponderantemente de origen privado y autónomo. Sin embargo, luego de la mencionada crisis y de la segunda guerra mundial, se vió la necesidad imperiosa de que los Organismos Internacionales de carácter público y privado, fueran a ocupar el lugar que los movimientos autónomos, ya no tenían en el grado requerido por las nuevas circunstancias. El acuerdo de Bretton Woods por el que aparecen en la escena internacional el Fondo Monetario y el Banco Mundial, marca un nuevo jalón en cuanto a la necesidad de complementar, también a nivel internacional, el funcionamiento de los mercados privados.

Frete a la prioridad que la acumulación de capitales tiene en el proceso de crecimiento, es esencial que los préstamos tengan en cuenta el carácter de las inversiones y no la persona del inversionista. La existencia de facilidades financieras constituye, en el mundo real, una ayuda muy importante para entrar en cualquier negocio. Por consiguiente una canalización apropiada de las finanzas, podrá contribuir a una estructura equilibrada de producción. Los recursos financieros deben encauzarse en la forma consistente con los objetivos generales de desarrollo, antes que basarse en la garantía de los prestatarios.

La gente en general, no se satisface con adquirir

títulos u otros valores, ni con inversiones en nuevas actividades, cuya probabilidad de lucro sea relativamente baja. Prefieren aprovecharse de la inflación especulando con el valor de la moneda y no se interesan con inversiones productivas a largo plazo. Por eso se agrava la escasez del capital. Predominan los préstamos a corto plazo, en consecuencia, hay gran dificultad para que se hagan inversiones a plazos intermedios y largos, es decir, inversiones productivas. Se pretende asegurar con bienes durables, a veces no productivos, el valor que la moneda va paulatinamente perdiendo. El crédito se hace sumamente inelástico para aplicarlo en el proceso económico.

Se necesitan dos clases de fondos, a corto plazo para atender al ciclo operativo de la empresa y a intermedio y largo plazo para sus programas de desenvolvimiento y adaptación de sus instalaciones.

El banquero espera a que una empresa tenga buen éxito antes de concederle crédito, lo cual quiere decir que el financiamiento de nuevas industrias se hace en base a su prestigio y solvencia económica.

Los clientes más poderosos absorben la totalidad de los fondos y la agricultura e industria no desarrollada encuen



tran dificultades para obtener crédito.

En resumen, la banca comercial en países en desarrollo, debería tener una estructura en donde bancos privados, que en última instancia buscan primordialmente su propia rentabilidad, altere con Organismos de financiamiento públicos que hagan posible una mayor facilidad de acceso a fuentes de financiamiento, así como para la atención de ciertos tipos de préstamos (a la agricultura a mediano plazo, etc.) que como comentamos, no siempre son suficientemente atendidos por el banquero privado.

b) Los Mercados de Valores

La situación del mercado de valores para algunos de los países en proceso de desarrollo en América Latina, era por ejemplo en 1962:

PAISES 1962

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Número de bolsas de valores	3	21	2	2	3	1
Nº de Sociedades Registradas:						
a) Total	552		372	107	350	115
b) Industrial	351		150	63	138	20
Import. relativa del volumen de transac. (%)						
a) Proporc. entre Transac. totales y Producto Interno	1.5	1.2	0.8	1.1	10.9	0.7
b) Proporc. entre Transac. de acciones y Producto Interno	1.4	0.4	0.7	0.6	0.1	0.4
c) Proporc. entre Transac. de acciones industriales y Producto Indust.		0.9	1.9	2.6	0.2	0.1
Proporción entre transacciones de acciones industriales y transacciones totales (%):	30	15	35	40	0.5	

Puede verse que el número de sociedades registradas en la bolsa es relativamente pequeño y el volumen de transacciones aparece con escasa significación en términos del producto (en EE.UU. la proporción entre transacciones y producto era de 11% en 1962). Además, la participación que cabe a las operaciones con bonos y títulos públicos, hacen pensar en participaciones aún menores de las transacciones de acciones.

Otra característica es que generalmente las nuevas empresas, deben vender directamente al público sus valores y no son admitidas para cotizar en bolsa, hasta reunir ciertos requisitos.

Por lo general el inversionista no se siente atraído hacia la adquisición de valores porque las expectativas de dividendos son bajas. En el hecho, gran parte de las empresas tienden a retener mayores utilidades como forma de capitalización y distribuyen acciones liberadas en lugar de dividendos. De este modo, si el inversionista que recibe las "orías", las desea vender, puede por una parte, ver diluida su posibilidad de control de la empresa. Por otra parte ante el propio mercado de carácter depresivo, puede tener problemas para desprenderse de estas acciones y/o tener que aceptar precios que le representarían un ingreso inferior que al de otra manera.

A veces la aplicación de impuestos sobre dividendos percibidos o a la propiedad de las acciones, desestimula esta inversión.

Es menester ampliar el mercado para fondos y acciones entre las clases media, ya que siempre se han concentrado los esfuerzos en las clases de altos ingresos.

Para lograr el financiamiento del capital mediante acciones, los esfuerzos por fortalecer la organización institucional, deberían dirigirse a tres objetivos fundamentales:

- 1º - Mejorar la legislación concerniente a las empresas, incluyendo las Bolsas de valores
- 2º - Revisando la legislación concerniente a las operaciones de las Cias. de Seguros.
- 3º - Idem. para el Seguro Social

o) Otros intermediarios Financieros

Nuestra discusión anterior se centró en la institución más importante del mercado de dinero, la banca comercial y en la institución fundamental del mercado de capital, la bolsa de valores. Sin embargo existen otras importantes instituciones del mecanismo financiero que en los países desarrollados compiten y complementan a los dos básicos. Tal es el

caso de las Cias. de Inversión, que cumplen la función de underwriter (compra en firme de acciones); Fondos comunes de Inversión (abiertos o cerrados); Sociedades de Ahorro y Préstamo; Bancos mutuales de descuento de papeles comerciales; Instituciones de Seguro y Pensión y casas financieras.

En el caso de los países de nuestro interés encontramos que: a) Buena parte de alguna de las instituciones mencionadas, ni siquiera existen; b) Que mientras normalmente el sistema de la banca comercial y bolsas de valores se hallan regulados por el Estado, estos otros intermediarios, cuando existen, no necesariamente brindan la misma confianza al inversor, mientras que el prestatario debe normalmente soportar un costo mayor; c) Generalmente estas instituciones actúan como compartimentos estancos que crecen y se contraen en respuesta no a un deseo de crecimiento organizado, sino como consecuencia de particulares situaciones favorables de corto plazo.

Tal como ocurrió con la intervención del Estado en suplementar la actividad de los bancos comerciales privados, en aras de los objetivos de crecimiento, se están verificando en los países en desarrollo una creciente intervención del Estado en la regulación de estos intermediarios y

su integración paulatina al resto de la estructura financiera del país. Prueba de ello es la legislación que incentiva la creación de estas instituciones y la adecuada protección del inversionista.

El cuadro de la página siguiente, ilustra la variedad de fuentes de financiamiento para la Economía Norteamericana y sus usos fundamentales, tomado de Herbert E. Dougall "Capital Markets and Institutions " (New Jersey, 1965):

	1955	1959	1963
<u>Orígenes:</u>			(billones u\$s)
Bancos comerciales	\$- 4.1	\$- 5.2	\$ 8.4
Bancos de la Reserva Federal	- .1	.3	2.8
Bancos Mutuales de Ahorro	2.1	1.2	3.5
Asociaciones de Ahorro y Préstamo	5.7	8.3	13.0
Compañías de Seguros de Vida	4.9	4.8	6.3
Compañías de Seg. de Incendios y Accidentes	.8	1.5	1.2
Fondos de pensiones	2.1	3.2	3.8
Fondos retirados de Gobierno Central y Locales	1.2	1.9	2.7
Compañías de Inversión	.7	1.4	.8
Agencias Federales	.6	2.0	-.5
Compañías de Negocios	4.4	4.4	1.8
Gobiernos Central y Locales	.5	1.4	1.3
Inversores Extranjeros	1.3	4.8	.8
Individuos y Otros	7.8	11.8	3.5
Total Orígenes:	\$27.7	\$41.8	\$49.4
<u>Usos:</u>			
Valores del Gobierno	\$ -	\$ 9.0	\$ 4.4
Valores de las Agencias Federales	1.5	2.2	1.6
Bonos del Gobierno	3.7	5.0	7.1
Préstamos a Compañías	.4	-.1	1.2
Acciones de Compañías	1.9	2.5	-.3
Hipotecas	16.2	19.0	29.3
Valores Extranjeros	-.2	.3	.8
Total Usos:	\$ 27.7	\$ 41.8	\$ 49.4



d) Financiamiento Internacional

Las economías en desarrollo responden mucho más al esquema de "economías abiertas" que al de "economías cerradas". Es por ello que en materia financiera dependen en mayor medida de los flujos financieros del y al exterior. Consideramos más importante enfatizar el rol de los flujos financieros a largo plazo, de organismos públicos o privados que el del financiamiento internacional corriente.

Es por ello que para no extendernos innecesariamente, aquí hemos incluido un Apéndice que resume las características más relevantes de los Organismos Internacionales. En muchas circunstancias, la única alternativa de obtención de recursos a largo plazo, en cuantía relativamente grande, es recurrir a tales organismos.

Lo fundamental a tener en cuenta en este tipo de financiamiento es el riesgo cambiario que el lleva asociado, dado que la mayoría de las fuentes usables por la empresa privada, se efectúan en moneda extranjera. Las súbitas devaluaciones que generalmente ocurren en países con inestabilidad monetaria, en buena parte de los casos causan serios trastornos en el manejo de los flujos financieros y hasta llegan a poder hacerle perder a la empresa su carácter de "en marcha".



3.- SUS EFECTOS SOBRE LAS DECISIONES FINANCIERAS:

El comentario anterior sobre mercados de capitales, desarrollados y en proceso de desarrollo, se efectuó, pues su comportamiento, las instituciones que operan, los instrumentos que se negocian, etc. influyen directamente sobre el proceso decisorio a nivel de la firma. Los efectos más obvios de los mercados en proceso de desarrollo pueden sintetizarse así:

a) Sobre decisiones de financiamiento:

1. Limitan las alternativas de fuentes de financiamiento.

2. Producen costos de capital mucho más discontinuos y ligados a las fuentes a las que la empresa tiene acceso. Normalmente cuando estamos en presencia de un proceso inflacionario, es posible que como consecuencia de la intervención del Estado, por ejemplo las tasas nominales de interés para algunas fuentes, resulten tasas reales negativas. Aquellas empresas que por sus características (origen de sus capitales, posición en el mercado, etc.) tienen un mayor poder de negociación y en consecuencia, mayor acceso a tasas "subsidiadas", tendrán obviamente un costo de capital promedio ponderado relativamente menor.

3. Dado que las fuentes a largo plazo son relativamente más escasas, no necesariamente puede a veces cumplirse con la regla ortodoxa de que activos fijos sean financiados con capital propio o endeudamiento a largo plazo.

En consecuencia, los mercados subdesarrollados de capitales, suelen provocar un mayor riesgo financiero en las estructuras de capitalización que lo que ocurre en contextos más avanzados.

4. Como los países que tienen mercados financieros insuficientemente desarrollados son tradicionalmente importadores de capital, es probable que las mezclas de financiamiento, especialmente en empresas de cierto tamaño, contengan endeudamiento en moneda extranjera. Dicho endeudamiento adiciona un nuevo riesgo a la estructura de financiamiento, especialmente en épocas de inflación: el riesgo cambiario.

b) Sobre decisiones de retención de utilidades- Dividendos.

La influencia fundamental del comportamiento de los mercados financieros sobre esta decisión, es la siguiente. Dado que en países en proceso de desarrollo las fuentes externas de financiamiento suelen ser escasas, riesgosas y en cier-

to modo más costosas, la autogeneración de fondos -frente a mercados inestables e incipientes- se convierte en una fuente principalísima por su característica de largo plazo y confiabilidad. Eso hace que al considerarse la política de dividendos, muchas veces el comportamiento de los mercados financieros, influyan para que la razón de utilidades pagadas a utilidad total (pay-out-ratio) sea generalmente inferior en los países subdesarrollados.

c) Sobre las decisiones de inversión.

1. El efecto fundamental es el que se produce en la mezcla de activos influenciados por las fuertes alternativas que ofrece el mercado financiero. El ejemplo más obvio es el de empresas que dado un volumen determinado de activos fijos tratan de minimizar los activos de trabajo, tratando de operar con niveles inferiores a lo necesario. Más aún, en épocas de inflación, al tratarse de minimizar activos corrientes para llevar su exposición neta al mínimo, ello hace que los riesgos de liquidez sean mucho mayores, pues o no existen suficientes fuentes externas para recurrir en caso de necesidad o si no, ellas son sumamente onerosas.

2. El otro efecto típico es el de las financiaciones "ligadas" a activos determinados. Por ejemplo, en el caso de nuestro país, los institutos de fomento industrial, suelen ofrecer financiamiento a mediano plazo, en la generalidad de los casos, para la adquisición de activos en actividades que el país considera prioritarias o más convenientes de impulsar. Ello hace que aquellas empresas fuera de estos campos prioritarios, queden excluidas de esta financiación preferencial. Se da el caso, en consecuencia, de que empresas de un ramo, pasan o inician otro (es decir adicionan más y nuevos activos), incentivadas por el financiamiento "ligado".

d) Sobre los procesos de medición:

El poder medir y determinar claramente el costo del capital, es esencial a las decisiones financieras a corto y largo plazo. Cuando los mercados financieros no operan fluidamente, cuando existen controles gubernamentales u otros factores de perturbación — como la inestabilidad monetaria — dan lugar a costos diferenciales para cada fuente, lo que hacen la determinación y medición del costo mucho más complicado.

III. LOS INSTRUMENTOS DE ANALISIS DE LA DECISION DE INVERSION

1. LAS DECISIONES FINANCIERAS:

Son muchas las decisiones que deben tomarse en el área financiera de la firma, pero pueden agruparse en dos grupos básicos:

- 1) Inversión o desinversión.
- 2) Financiamiento y/o retención de utilidades.

El primer paso en todo negocio, consiste en seleccionar que tipo o tipos de activos a adquirir. Dependerá del tipo de negocio, de los objetivos que se persigan y de las dimensiones del mismo. Simultáneamente surge la forma de financiar dichos activos; que porción será aportada por los dueños del negocio, que parte será tomada a través del endeudamiento y de que características será el mismo. No se llega a satisfacer idealmente estas decisiones en forma espontánea, por el contrario la labor del ejecutivo financiero debe ser inteligente y razonada, ya que la suerte del negocio dependerá de la estructura de activos y sus canales de financiamiento. Por lo general, las empresas respetan ciertas reglas en la relación activos/financiamiento. Estas relaciones tienen



en consideración, la calidad de los activos en cuanto a la función que cumplen en el negocio y a su permanencia o grado de realización. Desde este punto de vista, usualmente se clasifican los activos por su liquidez, o sea considerando su menor proximidad al dinero. Los saldos en Bancos, las cuentas a cobrar y los inventarios en orden decreciente, tienen mayor liquidez que los equipos y maquinarias. Aquellos activos cuyo plazo de realización no exceda del año, se los designa como de "corto plazo" y son considerados parte integrante del capital de trabajo de la firma.

Las mismas consideraciones hechas sobre los rubros del activo, deben hacerse sobre el Pasivo, o sea los medios de financiamiento del mismo. También las deudas de la firma pueden clasificarse en corto o largo plazo, según su realización sea inferior o superior al año. Los fondos aportados por los dueños del negocio, se consideran de financiamiento permanente.

Toda estructura financiera debe basarse en una cierta correlación entre los activos de corto plazo y los pasivos de corto plazo. La relación entre ambos, se ha denominado corrientemente como "razón de circulante". Su magnitud varía según del tipo de empresa de que se trate, pero

normalmente se considera satisfactorio la relación de 2 a 1. Otro ratio financiero más estricto que se le conoce como "prueba severa o ácida", excluye de entre los activos de corto plazo a los bienes de cambio, o sea toma en consideración los saldos en Caja y Bancos y las cuentas a cobrar a corto plazo y las relaciona con el pasivo también a ese plazo. Una relación de 1 a 1 indica normalmente una posición aceptable. Estas relaciones son estáticas y generalmente se complementan con instrumentos mucho más dinámicos como lo son, por ejemplo, los Estados Proyectados del Flujo de Fondos. Ellos permiten adecuar en el tiempo fuentes y usos de fondos.

Se requiere que las inversiones en planta y equipo, que revisten el carácter de permanentes sean financiadas con pasivos a largo plazo o fondos propios.

Así como se respetan ciertas relaciones entre los activos y su financiamiento, el financiamiento en si mismo deberá también guardar ciertas reglas. Se pone usualmente énfasis entre la proporción de capital propio y ajeno invertido en el negocio. Su relación se la designa como índice de endeudamiento. Un negocio se considera asentado sobre bases más sólidas, cuando el capital propio excede al capi-

tal ajeno invertido en la firma.

Cuando la administración del negocio se aparta de estas proporciones básicas, el riesgo financiero aumenta. El riesgo constituye un elemento propio del negocio, nace con el mismo. No hay negocio que esté exento de riesgo. Pero aquí nos referimos al riesgo financiero, el que surge de la estructura de capitalización del negocio y que es responsabilidad directa del manejo financiero de la firma.

Aquí es necesario mencionar que la estructura financiera de la firma no constituye un fin en sí mismo. Le prestamos atención porque constituye uno de los medios más importantes para que la firma pueda lograr su objetivo de rentabilidad. La rentabilidad y la liquidez se hallan usualmente en pugna. Es indudable que el mantener activos líquidos en exceso, por ejemplo, fondos en bancos, sin invertir, crea una solvencia financiera, pero esa inmovilización atenta contra las utilidades de la firma. El dilema rentabilidad/liquidez, se agrava en economías inflacionarias, como lo veremos más adelante.

Si bien la rentabilidad es patrimonio del negocio en su conjunto, ya que contribuyen a formarla, todos los

sectores que componen el mismo; corresponde al análisis financiero proporcionar los medios para medir la misma.

2.- LA RENTABILIDAD:

La empresa persigue una recompensa aceptable sobre su capital invertido. Muchos autores han señalado que el objetivo primero de la firma, es perdurar en el mercado. Sin embargo éste no puede ser la regla operativa que va a guiar la decisión de inversión. Lo cierto es que la empresa utiliza sus fondos tratando de maximizar las ganancias. Elige el mejor uso del dinero, entre diferentes alternativas, para incrementar el valor del mismo a través del proceso de producción y comercialización. Si la empresa logra combinar las mejores inversiones en factores productivos, para obtener un producto final de mayor valor, finalmente se beneficia la Sociedad. La empresa obtendrá mayores ganancias y la Sociedad será más rica. Por consiguiente la maximización de la ganancia es la maximización de la riqueza. Por ejemplo, si tenemos los siguientes costos para los distintos factores que dan por resultado en las mismas proporciones los siguientes productos finales. Qué decisión de inversión seleccionaríamos?

	<u>Costos</u>	<u>Productos finales</u>	
			<u>Valores</u>
M.O.	10	A:	50
M.P.	30	B:	40
Total	<u>40</u>	C:	30

Es mas útil para la sociedad la producción del producto A. El producto C no llega a compensar el costo de los factores productivos. La inversión para producir C, será un fracaso. Los factores productivos finalmente recibirán una retribución menor y la Sociedad se perjudica. Es indudable que en el producto A la empresa gana más y la Sociedad también, o sea se cumple la ecuación:

$$\text{Valor} - \text{Costo} = \text{Riqueza o Ganancia}$$

No cabe duda que una buena decisión de inversión es básica para aumentar la riqueza, en cualquier economía, capitalista o comunista, que la decisión de inversión esté en manos privadas o del Estado tampoco cambia el panorama. Su distribución tampoco afecta este principio.

La distribución de la riqueza no ha cambiado mucho a través del tiempo y para distintos lugares. Normalmente el 50% la retiene el Estado y el resto se reparte entre Empresa-

rios y empleados; parte como consumo corriente y parte para el futuro.

3.- MEDIDA DE LA RENTABILIDAD:

Cuando se habla de rentabilidad inconscientemente se está relacionando la ganancia con el valor de la inversión. Qué se entiende por valor de la inversión?

- 1.- Total de fondos aportados (propios y ajenos).
- 2.- Total de fondos capitalizados, ya que parte de los fondos aportados se gastan.
- 3.- Total de fondos capitalizados netos de Depreciación.
- 4.- Capitalización permanente (Patrimonio Neto + Deudas largo Plazo).
- 5.- Patrimonio Neto.

Sobre cuál de estos valores deben relacionarse las ganancias, para determinar el retorno de la inversión? Además si introducimos el factor tiempo en las ganancias, comienzan los problemas, a saber:

- 1.- Cantidad de las ganancias (sin el tiempo).
- 2.- Oportunidad de las ganancias (cuando).
- 3.- Rate (tasa de ganancia).
- 4.- Dimensión de la calidad de las ganancias (grado de certidumbre o sin certidumbre, riesgo).

En la maximización de las ganancias es necesario

combinar estas 4 dimensiones.

Sin embargo algunos métodos usados para medir la rentabilidad ponen énfasis en cuando se producen las ganancias, olvidándose de los restantes.

Para salir del dilema que estamos enfrentando, analicemos medir la inversión y los ingresos a través del flujo de fondos, ajustándolo por el factor tiempo. De esta forma tendremos que usar una tasa de descuento para corregir los ingresos y las inversiones. Sin embargo no es razonable utilizar una misma tasa, dado de que los ingresos son inciertos, mientras que las inversiones son más ciertas.

Así arribaremos al valor neto presente que surge de:

Valor presente de los Beneficios - Valor presente
de las inversiones

Analicemos un ejemplo: Supongamos que una empresa tiene que decidir entre continuar con una máquina o reemplazarla por otra que por sus características ocasionaría un menor costo operativo.



	<u>Máquina existente</u>	<u>Máquina nueva</u>
Valor en libros	\$ 2.000.-	
Valor de mercado	\$ 1.000.-	\$ 4.790.-
Vida útil (años)	5	5
Capacidad en unidades (año)	10.000	10.000
Precio de costo unitario	160	160
Gastos operativos (excl. deprec.)	\$ 5.000.-	\$ 4.000.-
Depreciación de libros	\$ 400.-	\$ 950.-

Supongamos que no existe el impuesto a los réditos, ni inflación y que para comprar la nueva máquina se obtiene un préstamo al 6% anual.

Veamos la ganancia que arrojan ambas alternativas, ganancia medida sobre el capital:

<u>Máquina existente:</u>	Precio de venta	\$ 6.000.-
	" " costo (sin deprec.)	\$ 5.000.-
		\$ 1.000.-
	Menos Deprec.	400.-
		\$ 600.-

$$\text{Tasa de Beneficio} = \frac{\text{Ingreso}}{\text{Capital}} = \frac{600}{2.000} = 30\%$$



<u>Máquina nueva:</u>	Precio de venta	\$ 6.000.-
	" " costo	\$ 4.000.-
		\$ 2.000.-
	Depreciación	\$ 950.-
		\$ 1.050.-

$$\frac{1.050}{4.790} = 20\%$$

Surgirá que el retorno sobre la inversión es mayor para la máquina existente que para la máquina nueva, ya que 30% es mayor a 20%.

Veamos ahora los beneficios adicionales sobre los fondos adicionales que surgirán al comprar una nueva máquina:

Fondos adicionales

1er. año:	4.790 - 1.000.-	= (3.790)
2do. año:	1.000	= (2.790)
3er. año:	1.000	= (1.790)
4to. año:	1.000	= (790)
5to. año:	1.000	= 210

Los beneficios adicionales serían del 10% por año sobre los fondos adicionales; y siendo ese beneficio superior al costo de capital, del 6%, no cabe duda que la inversión resulta provechosa.

Si recurriéramos a descontar los ingresos, tendríamos, que el valor actual de los ingresos es:

mayor al valor de la inversión = \$ 4.212.- > 3.790.-

De lo expuesto surge que según el método empleado, según los resultados para seleccionar una inversión. En nuestro caso:

<u>Método</u>	<u>Contesta</u>	<u>Razón</u>
Tasa de retorno	NO	Porque 20% es < a 30%
Monto del retorno	SI	" 1.050 es > a \$ 600.-
Relación costo con rendim.	SI	" 10% > a 6%
Descontando valores	SI	" Valores descontados de los ingresos superan a los valores de la inversión.

De lo que se deduce que la tasa de retorno medida como proporción entre valores de libros (Inversión y Resultados) no es correcto.

El rendimiento real está dado por la tasa que descuenta los valores de ingresos para llegar exactamente al valor de la inversión. En nuestro caso 10%. Este método que considera el flujo de Caja descontado se llama método del Inversor, del rendimiento real o científico.

Dado que la medición de la rentabilidad no es tan simple como aparentemente parece, pasemos a analizar las técnicas utilizadas en la evaluación de Proyectos de Inversión.

4.- EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERCION:

Los cálculos que conducen a la decisión de invertir se efectúan en las siguientes fases según Schneider:

- la primera comprende los cálculos propiamente dichos, que determinan la oportunidad de los proyectos de inversión y las ventajas de un proyecto en relación con los otros.

- la segunda tiene en cuenta la incertidumbre, considerando que las hipótesis -base de los cálculos- tienen sus posibles desviaciones en el futuro.

- en una tercera se examinan los imponderables técnicos y económicos, la seguridad de explotación y grado de liquidez de la empresa.

- en una cuarta se tiene en cuenta la interdependencia de los procesos económicos sobre el plano de la empresa y en el cuadro de la economía global.

De lo que se desprende que es tan importante el resultado del cálculo de la inversión, como la posibilidad de financiar la inversión que se considera más ventajosa según el cálculo efectuado.

El financiamiento de una inversión presupone no caer en insuficiencia de liquidez, ya que ésta es más peligrosa para una empresa que la improductividad. Basado en este principio, se justifica el método de repago para evaluar inversiones, que más adelante desarrollaremos.

La rentabilidad y la liquidez constituyen los dos criterios según los cuales el presupuesto de inversión óptimo puede ser elegido entre el conjunto de posibles decisiones de invertir.

Los objetivos que guían toda inversión, son de orden económico. Inversiones insuficientes pueden poner a la empresa en inferioridad creciente en relación con la coyuntura, inferioridad que puede ser difícil de remontar. Por otra parte el exceso de inversiones, conduce al sobreequipamiento, debilita la estructura financiera de la empresa sin procurar, en compensación, su excedente de beneficio y la pone en una situación difícil en caso de recesión. Por consiguiente, las decisiones de invertir no pueden estudiarse en el vacío. Se integran en la política de gestión de la empresa.

La teoría de la presupuestación de inversiones es, en realidad, un intento de lograr la máxima eficiencia en la

asignación de los recursos privados de inversión. Tal eficiencia se traduce en maximizar el valor presente de la empresa y de sus accionistas, concretada a través de la selección óptima de los proyectos de inversión y de una óptima estructura financiera.

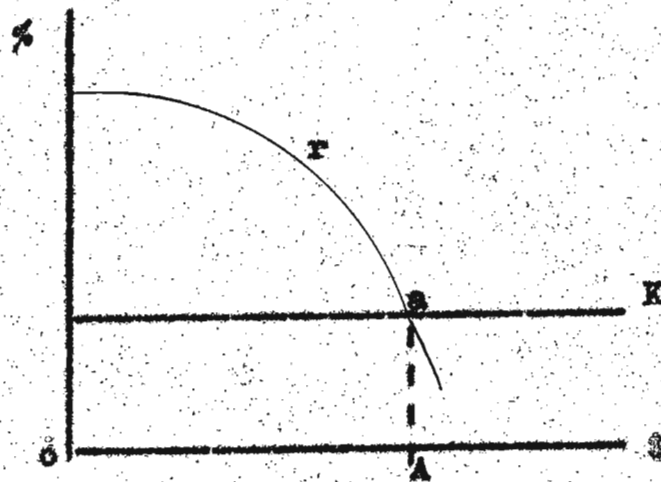
Para propósitos de análisis, el proceso de selección de inversiones, puede ser dividido en tres partes:

1. Medida del retorno de la inversión con el propósito de fijar prioridades entre distintas alternativas.

2. Evaluación de la incertidumbre (riesgo) de las distintas alternativas.

3. Determinación de un requerimiento mínimo de tasa de retorno sobre los nuevos proyectos a través de la selección de una mezcla óptima de financiamiento.

Si partimos para simplificar, que el riesgo es homogéneo entre diferentes proyectos, el problema de la selección de inversión se limita a relacionar la tasa de retorno (r) con el costo de capital de la firma (K). El valor presente de la firma será maximizado solamente cuando $r > K$.



r : tasa de retorno sobre nuevas inversiones

K : costo de capital

a : punto donde $r = K$

\overline{OA} : monto de inversiones que, dado K , es eficiente.

a) Implicaciones macroeconómicas:

Si bien la correcta decisión de inversión de la firma tiene un claro y obvio significado para los accionistas, estas decisiones son también importantes para la sociedad porque ellas determinan la alocaación de los recursos en el total de la economía.

Bajo el ideal modelo de equilibrio competitivo en el mercado, la óptima alocaación del capital mediante decisiones microeconómicas de la firma, generará óptima alocaación



de los recursos en sentido macroeconómico. Este mecanismo puede ser resumido así:

1.- Los factores de la producción y productos son intercambiados sobre la base de precios competitivos del mercado, los cuales están en equilibrio.

2.- El capital es alocado en los proyectos sobre la base de riesgo económico y retorno.

3.- Que no hay economías externas o diseconomías conectadas con el proyecto privado.

Sin embargo, cuando no se cumplen alguno de los supuestos descritos anteriormente, los efectos macroeconómicos diferirán de la asignación de recursos a nivel macro. Tal es el caso, por ejemplo, de proyectos que generan grandes economías externas o que a nivel micro crean estructuras no competitivas.

Estas consideraciones sobre efectos macroeconómicos de las decisiones de inversión a nivel micro, son sumamente importantes para que el ejecutivo financiero de países en desarrollo, las deje de lado. Normalmente en estos casos, al evaluar inversiones de consideración y dependiendo de sus

características (tipo de proyecto, productividad social marginal, localización, etc.) deberá verificar que se cumplan no ya una sino dos condiciones básicas:

- a) que $r > k$, a nivel de la firma, y que
- b) el proyecto cumpla además una serie de condiciones desde el punto de vista macroeconómico: apreciación económica externa, aumento producto bruto local, sustitución de importaciones, aumento de exportaciones, etc.

Si bien como hemos dicho estas dos condiciones sólo suelen ser exigidas en proyectos de magnitud, ambas son igualmente importantes en aquellos otros casos en que la inversión habrá de financiarse con fondos de bancos de promoción industrial, corporaciones financieras locales u organismos internacionales de financiamiento.

b) Técnicas usadas:

Para implementar la decisión de inversión, ejecutivos financieros han usado una serie de diferentes procedimientos para llegar a un juicio correcto de inversión. Dos técnicas muy usadas han sido el "período de repago" y "tasa contable de retorno". En el método "período de repago", la inver-

sión original es dividido por el beneficio anual, así se determina el número de años requeridos para cubrir la inversión inicial.

$$\text{Período de repago} = \frac{\text{inversión inicial}}{\text{beneficio neto anual}} = \text{número de años}$$

Utilizando la misma fórmula a la inversa, se llega a determinar la tasa contable de retorno, o sea:

$$\text{Tasa contable de retorno} = \frac{\text{beneficio neto anual}}{\text{Inversión Inicial}} = \text{porcentaje}$$

Desafortunadamente ninguno de estos dos métodos constituyen una técnica confiable para seleccionar nuevas inversiones, debido a que es difícil relacionar valores apropiados en el cómputo del ratio. Depende de los métodos contables empleados para determinar el profit neto anual y la inversión inicial ya que distinta manipulación sobre estos valores puede dar diferentes resultados. Por ejemplo, ciertas inversiones pueden no ser capitalizadas y no ser computadas, por consiguiente, como parte de la inversión inicial. Igualmente, la ganancia neta dependerá de la política de depreciación usada. Así, cuando diferentes combinaciones y permutaciones son posibles para el numerador y denominador de la tasa que mide el período de repa

go o el retorno contable, ningún cálculo puede depender de ciertas interpretaciones. Por lo tanto ambos métodos son cuestionables para tomar decisiones.

Otras dos dificultades básicas en el uso de estos métodos radican en que ninguno de ellos hace provisión alguna para evaluar el proceso de flujo de fondos y además no toman expresamente en cuenta el valor - tiempo del dinero, que es la base del análisis financiero moderno. Al dar un mismo valor a magnitudes financieras que habrán de producirse en diversos periodos en el tiempo y no homogeneizarlos, ambos métodos carecen de el rigor lógico indispensable en todo proceso de evaluación.

c) Análisis del Flujo de Fondos:

Para medir la verdadera rentabilidad de los proyectos de inversión las modernas técnicas evalúan las alternativas sobre la base del monto y tiempo del retorno de caja que emana de un proyecto individual. Usando el concepto de flujo de fondos (cash flow), un proyecto hipotético puede ser representado como sigue:

	t_0	t_1	t_2	t_3	t_4
Desembolsos - Salidas de Caja	- 100				
Ingresos - Entradas de Caja		+20	+30	+40	+40

donde

t_0, \dots, t_4 = Período, usualmente un año

Salidas de Caja = Inversión o base de inversión

Entradas de Caja = Flujos anuales que darán lugar al retorno.

Este cash flow puede ser independiente de la inversión o ganancia indicada para propósitos contables. Partiendo de la base de analizar un proyecto de inversión en términos del flujo de fondos, hay dos métodos generalmente aceptados para evaluar financieramente proyectos de inversión.

- Método de la Tasa Interna de Retorno (T.I.R.)

Este método puede ser representado por:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{I_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

donde

I_t = Ingresos de Caja en período t

D_t = Desembolsos de Caja en período t

r = tasa de descuento que iguala los valores presentes de las salidas y las entradas.

Encontrada (r), debemos compararla con el costo de capital (K), y el valor de la firma será incrementado siempre que $r < K$.

El uso de este método no ofrece dificultades cuando se comparan proyectos que tienen idéntica vida, medida en el número de años que el proyecto produce entradas de Caja. Pero cuando se comparan proyectos de diferente vida económica, este método no es claro para establecer preferencias. Tal el caso de:

<u>Proyecto A</u>	<u>Proyecto B</u>
$r = 20\%$	$r = 18\%$
$K = 15\%$	$K = 15\%$
vida = 5 años	vida = 10 años

Mientras que ambos proyectos contribuyen a incrementar el valor de la firma desde que $r < K$, el hecho de que el Proyecto A finalice cinco años antes que el proyecto B, significa que alguna suposición debe ser hecha acerca de las oportunidades de reinversión al finalizar los cinco años. Si las oportunidades de reinversión entre los 5 y 10 años son a una tasa menor al retorno, r , entonces el proyecto B podrá

ser preferible a pesar de tener un retorno inicial más bajo.

Otra de las críticas que se le hacen a este método es que para ciertos tipos de proyectos que manifiestan positivo - negativo - positivo cash flow, la solución que formula el T.I.R. no es la real. El resultado puede ser raro, Ejemplo Portierfield.

Por ejemplo, supongamos dos proyectos con el siguiente flujo de fondos:

		<u>Período</u>			
		t_0	t_1	t_2	t_3
<u>Proyecto A</u>	Ingresos		100	500	1.500
	Desembolsos	1.000			
<u>Proyecto B</u>	Ingresos		600	600	600
	Desembolsos	1.000			

La tasa de retorno de "A" es 32% y de "B" 36%. Sin embargo, asumiendo una tasa de descuento del 5 %, el valor actual neto es de + 345 para "A" y + 634 para "B".

Esto nos pone de manifiesto que a veces aplicando la T.I.R. no nos da la respuesta correcta.

- Método del Valor Actual Neto (V.A.N.)

Se expresa como

$$V.A.N. = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{I_t}{(1 + K)^t} - \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^t}$$

donde:

K = mínimo requerido tasa de retorno.

Así puede usarse una tasa de descuento (K) común, cuando todos los proyectos son de la misma clase de riesgo.

Por este método, proyectos de distinta vida económica pueden ser comparados ya que se asume que la tasa de reinversión será siempre la tasa de retorno mínima requerida. Esta tasa es sin lugar a dudas, la del costo de capital, ya que recordamos que mientras $r > K$ conviene la inversión.

El éxito de este método depende en:

- 1.- Determinar el flujo de fondos (ingresos y desembolsos) y su grado de certidumbre.
- 2.- Determinar la tasa mínima requerida de retorno, o costo de capital.

d) Interrelaciones entre los Diversos Métodos:

A pesar de nuestras críticas al período de repago y a la tasa contable de retorno, su cálculo es mucho menos laborioso. Por ello, resulta sumamente conveniente recordar las siguientes interrelaciones entre dichos métodos:

a) Período de repago y tasa interna de retorno:

En nuestra expresión

$$I_t = \sum_{t=0}^n \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

Tomemos una serie de cocientes $\frac{D_t}{(1+K)^t}$ y que en realidad puedan considerarse, si todas las D_t son iguales al cómputo del valor actual de una anualidad D_t a una tasa K . Recordemos que el valor actual de una anualidad responde a la fórmula:

$$\frac{(1+K)^n - 1}{(1+K)^n K} \quad \text{ó, lo que es lo mismo} \quad \frac{1}{K} - \frac{1}{(1+K)^n K},$$

la fórmula del período de repago es, como sabemos, $\frac{I_t}{D_t}$

y su recíproca es $\frac{D_t}{I_t}$. Por nuestra fórmula anterior,

K es igual a $\frac{D_t}{I_t} - \frac{D_t}{I_t} \left\{ \frac{1}{1+K} \right\}^n$. Vemos que a me-

da decrece n el segundo término de la expresión anterior

tiende a hacerse cada vez más pequeño, hasta el punto que para proyectos de vida útil relativamente larga, esa expresión puede desprejarse.

En consecuencia, si para períodos relativamente largos $K \approx \frac{D_t}{I_t}$, de aquí inferimos la primera interrelación de importancia: La tasa de retorno interna de un proyecto, en el caso de flujos de fondos iguales y vida económica relativamente larga, se aproxima a la recíproca del período de repago.

Como para computar la tasa interna de retorno debe procederse por aproximaciones sucesivas, esta relación anterior suele ubicar rápidamente a quien calcula en que cercanía se halla la tasa buscada.

b) Tasa contable de retorno y tasa interna de retorno.

Nosotros sabemos que, nuevamente, para proyectos de flujos anuales de ingresos iguales, una forma usual de computar la tasa contable de retorno es la siguiente:

$$K_{t_0} = \frac{D_t - D}{\frac{1}{2} I} \quad (1) \text{ siendo:}$$

K_{t_0} = Tasa Contable de retorno.

D_t = Flujo de fondos por período.

D = Depreciación por período

I = Como siempre, Inversión inicial.

Se habrá observado que $D_t - D$ constituyen las utilidades contables del proyecto por período, pues estamos quitando la depreciación al flujo de fondos.

Sabemos que D (Depreciación), si el método de su cómputo es lineal, podemos sustituirla en nuestro método anterior por $\frac{I}{n}$:

Sustituyendo en (1) D por $\frac{I}{n}$, queda:

$$K_{T_0} = \frac{D_t - \frac{I}{n}}{\frac{1}{I}} \quad \text{y reagrupando queda:}$$

$$K_{T_0} = \frac{2 D_t}{I} - \frac{2}{n}$$

Nuevamente, como a medida que n crece la fracción $\frac{2}{n}$ se hace cada vez mas pequeña podemos despreocuparla y concluir que, para proyectos de vida útil relativamente larga y flujos de ingresos de valor constante la Tasa contable de retorno es aproximadamente igual a dos veces la recíproca del período de tiempo.

5.- COSTO DE CAPITAL:

En el punto cuatro de este capítulo expresamos que para incrementar el valor actual neto de la firma era esencial que la tasa de retorno (r) supere al costo de capital (K).

El costo de capital viene a ser así, un elemento esencial en las decisiones de inversión y se ha constituido en los últimos años en el problema central de la administración financiera.

En nuestro análisis hemos utilizado (K) como una tasa de costo para decidir entre alternativas de inversión ordenadas cuando vimos el método de la tasa interna de retorno y lo hemos usado también como una tasa de descuento para computar el valor actual neto. Por consiguiente para seleccionar los proyectos más eficientes debemos buscar la estructura de financiamiento más adecuada en función de sus costos. En este sentido debemos ubicar las diferentes fuentes de financiamiento (deuda a largo plazo o bonos, acciones comunes, acciones preferentes y utilidades retenidas) y medir sus costos atendiendo las implicancias directas e indirectas sobre la política de la empresa (índice óptimo de endeudamiento, tasa de inversión,

dividendos, crecimiento, etc.). Cada empresa posee una estructura óptima de capital, definiendo dicho óptimo, como aquella estructura que minimiza el costo del capital.

a) Costos explícitos e implícitos.

En su análisis del costo del capital, Porterfield ha distinguido entre costos explícitos e implícitos. Los primeros, definidos como la tasa interna de retorno de cada alternativa de financiamiento disponible, surgirían en la búsqueda de los fondos. Mientras que los segundos aparecerían como consecuencia de su utilización. Al momento de decidir sobre su uso, deberíamos considerar el costo de oportunidad de cada proyecto. Así, los costos implícitos serían la tasa interna de retorno de la mejor oportunidad de inversión que se rechazaría por aceptar un proyecto dado. En el supuesto de que no hubiera racionamiento de capitales, y de que el modo de financiamiento no afecte la razón "utilidades - precio" de la empresa, los costos explícitos serían adecuados para adoptar las decisiones. Considerando que siempre existen oportunidades alternativas de inversión y de que los dos supuestos anteriores serían difíciles de encontrar en la realidad, habría que aceptar que el problema está dado en términos de los costos implícitos. No



puede ser de otra manera, ya que el mundo en que vivimos, se caracteriza por la escasez de recursos, y el capital no escapa de esta regla. Sin embargo, es interesante analizar por qué se produce el racionamiento de capitales.

b) Racionamiento de capitales:

Podemos distinguir dos aspectos fundamentales:

1.- El primero se refiere a un fenómeno externo a la firma. Por diversas razones no existen fondos ilimitados a una tasa única para la empresa, ya sea por características propias de la firma (antigüedad, garantías, prestigio), por su estructura de capitalización (riesgo financiero por excesivo endeudamiento), o debido a la dinámica de los mercados de capitales que como consecuencia de las imperfecciones del mercado establecen tasas diferenciales.

2.- El segundo depende de factores internos a la firma. Tal es la decisión de los propietarios o administradores de restringir la cuantía de fondos de terceros en relación a los propios o aplicando cualquier otra determinación arbitraria a que debe sujetarse la estructura financiera. Ejemplo típico de racionamiento interno, es el de aquellas firmas que, por ejemplo, como "política" no recurren al en-

deudamiento a largo plazo.

c) Cálculo del Costo de Capital (K)

- La Incertidumbre

Bajo condiciones certeras en los negocios, determinar (k) no sería tarea difícil, ya que sería igual a la tasa de interés del mercado (i). Podríamos fácilmente decidir sobre inversiones comparando la tasa de retorno con (i) y con seguridad obtendríamos la maximización del valor presente de la empresa cuando $r > i$. El retorno sobre la inversión sería cierto porque es condición de ese mundo hipotético. En el cap. I analizamos que esta no es la condición existente. Cuando entramos en el mundo real notamos que las inversiones prometen retornos inciertos, la misma inversión cuando se difiere en el tiempo también hasta cierto punto es incierta ya que la fuente de los fondos puede variar y puede influir sobre la cuantía y calidad de los beneficios.

El factor tiempo actúa como promotor de la incertidumbre pero es imposible desterrarlo, desde que el proceso económico requiere para cada una de sus etapas que se cumpla un período determinado.



Por otra parte las tasas de interés pueden variar en el tiempo y de lugar en lugar, de ahí que tomar la tasa de interés para medir K sería insuficiente. Además, cuando en la estructura de financiamiento intervienen aportes de capital de los propietarios ya la tasa de interés no puede ser una medida del costo de tales fondos.

- Standars financieros usados como sucedáneos de costo de capital:

El enfoque académico del costo de capital es reciente, pero es indudable que en el pasado la dirección de empresas se ha visto obligado a fijar estándares de desempeño para tomar decisiones de inversión. De alguna manera esas decisiones tenían en consideración el costo del Capital. Posiblemente se ha abusado en demasía de apreciaciones empíricas.

Así el profesor Solomon indica como receta clásica para establecer una tasa de corte para los gastos de inversión la "Teoría Nueva Inglaterra". "La expansión de la empresa se limita en todo período a la propia generación de utilidades en ese período". Esta teoría no toma en consideración el costo de capital ni los retornos para tomar decisiones de inversión.

Otra receta usada fué la "Teoría de los Banqueros". "Esta teoría parte de la proposición de que la expansión a través del endeudamiento debiera ocurrir cuando la tasa de utilidades sobre el capital adicional incorporado a la compañía excede la tasa que se paga por ese capital".

Hoy día son muchas las empresas que utilizan como standard un período de repago dentro del cual los proyectos que usan fondos debieran devolverlos. Otras utilizan el retorno contable sobre el capital contable. Pero en el capítulo 394 ya vimos que ambos métodos son deficientes para medir la rentabilidad. Los acápites siguientes tienden a esbozar el marco de referencia de medición del costo del capital, es decir la determinación racional del standard adecuado para cada empresa. La tarea, como veremos, no es fácil.

- Determinación del Costo de Capital

Dado que toda empresa emplea diversas fuentes de financiamiento, la determinación del costo de capital general para la empresa vendrá dado como aquel promedio ponderado de los costos de las diversas fuentes.

Si, por ejemplo, llamamos K_a al costo del endeudamiento (capital ajeno) y K_p al costo del capital propio y si

W_1 representa la proporción de capital ajeno dentro del total de fondos comprometidos en la explotación y W_2 representa la misma proporción para el capital propio, de modo que $W_1 + W_2 = 1$, tendremos que K_0 , el costo de capital promedio ponderado, vendrá dado por la expresión:

$$K_0 = W_1 K_a + W_2 K_p$$

Es decir, se trata de la ponderación de dos fuentes y sus respectivos costos. Pero esto no soluciona nuestro problema si no establecemos dos bases adicionales:

- a) como medir K_a y K_p y
- b) si al variar W_1 (o W_2) puede variar K_a y consiguientemente K_p .

Pasemos entonces a considerar primero la medición aislada de K_a y K_p y luego los problemas adicionales que hacen de K_0 un problema tan complejo.

La Medición del Costo del Capital Ajeno

Volviendo a la fórmula del acápite anterior K_a representa el costo del endeudamiento. Ahora bien, en aquellas empresas en que el endeudamiento proviene de varias fuentes, cómo se llega al valor de K_a ? Normalmente una empresa emplea fondos de endeudamiento provenientes de proveedores, bancos, obligaciones fiscales, etc. a corto plazo y emite, por

ejemplo, debentures a mediano o largo plazo. Cada una de esas fuentes tiene un costo. En consecuencia, en nuestra expresión K_d no es más que la medida de los costos de endeudamiento cuando incrementalmente habrán de usarse diversas fuentes de deuda en la mezcla de financiamiento.

Por lo general, la determinación de K_d no ofrece mayores problemas pues las diversas fuentes de endeudamiento suelen tener costos explícitos. Cuando, en algunos casos, como ocurre con los fondos provenientes de proveedores, no existe una tasa de interés "convenida" o "visible", la misma es fácilmente inferible, a través de cambios en el precio de los insumos a medida que se alarga o acorta el período de pago.

Lo difícil es estimar costos de capital como en el caso de fondos propios, cuando no existen precios explícitos para la medición. Ese es el problema que pasamos a discutir seguidamente.

La Medición del Costo del Capital Propio

A pesar de que los fondos propios pueden derivarse fundamentalmente de dos fuentes: nuevas emisiones o utilidades retenidas, si nos olvidamos por un instante de los costos

de colocación de nuevas emisiones, para ambas fuentes Solomon en su obra Teoría de la Administración Financiera, ha demostrado que $K_p = \frac{E_a}{P}$ donde E_a es el flujo futuro de fondos que la compañía puede esperar anualmente por acción y a perpetuidad de no llevarse a cabo los proyectos de inversión que está considerando y p es el precio de cada acción en ese momento, en ausencia de crecimiento. El mismo autor ha demostrado que si el flujo de los E_a lleva implícita una tasa dada, digamos g , de crecimiento, la expresión habrá de transformarse en $K_p = \frac{E_a}{P} + g$.

El concepto de la expresión yace en lo siguiente: que es lo que "el mercado", a través del precio de la acción, está demandando como rendimiento mínimo para la calidad de flujos de fondos que el inversor espera.

Surge de lo expresado, obviamente, que a pesar de que los fondos propios no tienen un costo explícito, el mismo puede inferirse en los casos en que la empresa de que se trate coticie sus valores en mercados que establezcan un precio confiable para sus acciones.

Pero qué ocurre cuando la compañía no cotiza sus acciones en un mercado de valores o los precios en tales mer

cados no son indicadores "confiables" del valor que el mercado atribuye a la firma? La inferencia del costo de capital se hace un proceso mucho menos claro pues aunque la solución teórica, "usar costos de oportunidad" es conceptualmente clara, no es del todo fácil su implementación en la práctica.

La base del empleo de costos de oportunidad, en ausencia de precios confiables de mercado, se basa en encontrar cual es el rendimiento alternativo de los fondos propios de colocarse en proyectos distintos a los considerados. El problema radica en seleccionar alternativas realistas y que por su "calidad-riesgo" sean comparables.

En los países en proceso de desarrollo, tal como veremos en uno de los acápites siguientes, a falta de precios confiables de mercado y a pesar de su mayor complicación, la única alternativa disponible en la gran mayoría de los casos, es recurrir a costos de oportunidad.

El Costo Conjunto del Capital Propio y Ajeno

Habiendo determinado aisladamente el costo de fondos propios y ajenos, el computo del costo promedio ponderado no es una tarea simplemente mecánica, pues a medida que



la proporción de fondos ajenos crece con respecto al total de la capitalización, el riesgo financiero aumenta. Este aumento (o disminución) de riesgo financiero tiene dos efectos fundamentales: normalmente, a medida que crece nuestro W , suele crecer K_a , pero el mayor riesgo financiero, a su vez hace que el rendimiento que se requiere como mínimo del capital propio, por riesgo incremental crezca. En consecuencia, al determinar el costo promedio ponderado, se hace necesario incorporar el efecto de mayor riesgo financiero sobre el costo conjunto.

Este problema dió lugar a la aparición del ya clásico pero controversial artículo de los profesores Modigliani y Miller "Cost of Investment", aparecido en 1958. La tesis fundamental allí era de que el costo del capital era independiente de la estructura de capitalización de la firma, o sea que la compañía no podría gozar de "ventaja financiera" o disminuir su costo de capital mediante el empleo de endeudamiento. La proposición se basaba en que se diese el supuesto de mercados financieros perfectos.

Sin embargo, estudios posteriores demostraron que en los mercados aún desarrollados, como en el caso de los

EE.UU., con ciertas imperfecciones, la combinación de capital propio y ajeno puede efectivamente disminuir el costo de capital. Por lo tanto nuestra advertencia de considerar el efecto de ventaja financiera y riesgo financiero al computar el costo promedio ponderado de importancia en mercados financieros desarrollados y más aún en los en proceso de desarrollo que suelen funcionar más imperfectamente.

d) El Costo de Capital en países en proceso de desarrollo.

En la presupuestación de inversiones es tan importante el estimar el flujo de fondos y evaluar la incertidumbre de estos flujos, como el fijar la tasa correcta de descuento K , que podría ser aplicada en la ecuación para homogeneizar este flujo de fondos. En economías desarrolladas, la determinación y medición de el concepto que nos ocupa, descansa fundamentalmente sobre la base de información de mercado. En ambos casos (endeudamiento y capital propio) pero con mayor énfasis en este último, el funcionamiento y características de los mercados financieros determinarán la calidad de la medición.

Aunque en los mercados desarrollados existen con-

trouersias acerca de la manera en que el costo de capital varía con cambios en la mezcla de financiamiento (propio y ajeno), es posible que la firma estime con un margen de error no muy grande su costo de capital. Es que en mercados desarrollados prevalecen ciertas condiciones que contribuyen a facilitar la estimación de K. Estas condiciones son:

- 1.- Existen eficientes mercados de capital.
- 2.- Existen adecuados instrumentos financieros e información corriente sobre las tasas reales de descuentos.
- 3.- Se provee a los inversores de una adecuada y permanente información para medir la performance de la inversión.
- 4.- El racionamiento del capital privado se hace en función del retorno y del riesgo.
- 5.- Existe una amplia gama de instituciones financieras para proveer a las empresas de capital externo, a través del endeudamiento o por la colocación de nuevas emisiones de capital.
- 6.- La estabilidad de la moneda facilita la evaluación de la inversión ya que simplifica la homogeneización de los retornos y el costo de capital.

7.- Existe equilibrio entre la oferta y demanda de capitales logrado a través de los precios para los fondos en el mercado según el plazo y el riesgo.

8.- Posibilidad de obtener recursos para distintos usos espontáneamente, sin necesidad de especiales regulaciones.

Cada una de estas variables contribuye a que la firma efectúe la racionalización de las decisiones de inversión. Estas condiciones no existen en países en proceso de desarrollo y por consiguiente la estimación del costo de capital (K) se dificulta. En la medida en que se aumente el error en la estimación del costo de capital no se asegura que la decisión de inversión sea eficiente, o sea que, no sólo la asignación de recursos a nivel de la firma obedezca a los objetivos macroeconómicos de beneficio, sino que si por error el costo de capital se fija por arriba de lo que sería correcto, la empresa estará rechazando proyectos que de otro modo debería aceptar y si lo fijase por abajo estaría aceptando proyectos con rentabilidad menor al mínimo requerido con lo cual la compañía estaría comprometiendo su rentabilidad futura.

A pesar entonces de las imperfecciones mencionadas en mercados en desarrollo y de las mayores complicaciones de cómputo se impone en estos casos:

a) una mayor minuciosidad en el proceso de medición,
y

b) un mayor énfasis en la importancia que sobre el costo promedio ponderado de capital tiene la combinación de fuentes propias y ajenas dados los grandes diferenciales de costo entre las mismas.

c) en los casos en que el ambiente económico se caracteriza por un apreciable grado de inflación, en nuestra expresión $K_0 = K_a W_1 + K_p W_2$ tanto K_a como K_p deberán ser expresados en términos reales y no simplemente monetarios. Si, por ejemplo, la tasa en moneda corriente es K_a , nuestra K_a real, luego del ajuste por inflación, si se espera una tasa

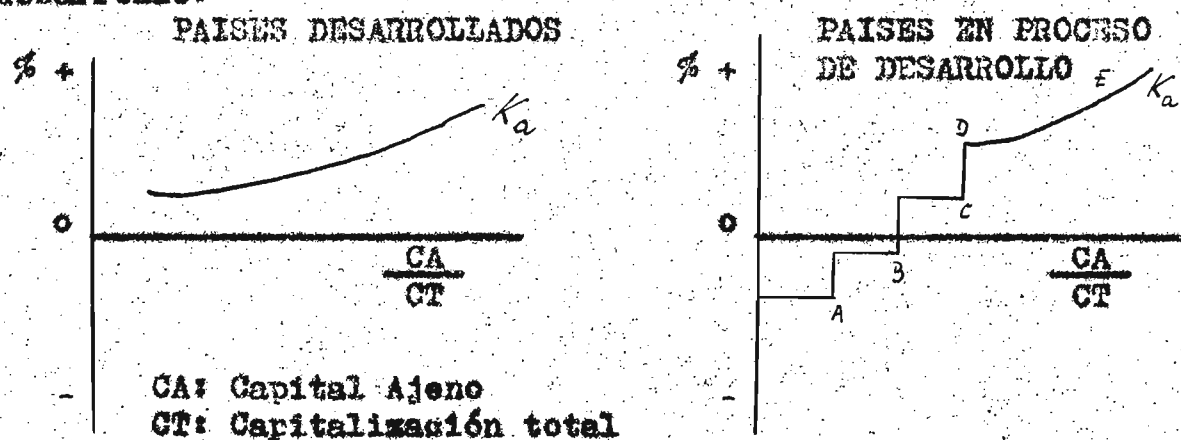
$$\alpha \text{ de inflación, } \bar{K}_a = \frac{K_a - \alpha}{1 + \alpha}$$

Por imperfecciones del mercado o efecto de regulaciones, la expresión anterior puede dar lugar a costos negativos de capital cuando $\alpha > K_a$

d) Finalmente, la última reflexión que es importante para el ejecutivo financiero en países en desarrollo es la

de que dado que, especialmente K_a (real) suele ser una función discontinua y creciente "a saltos" dependiendo de las fuentes empleadas, los costos marginales de endeudamiento son enormemente importantes en los procesos decisorios. Dichas funciones en los mercados desarrollados son mucho más suavemente crecientes. Por ello es sumamente importante vincular inversiones incrementales con costos marginales de fondos a cada "nivel" de la función.

Los gráficos que siguen muestran la función de "Costo de Capital" en países desarrollados y en proceso de desarrollo:



El gráfico de la derecha muestra que dado que en cada uno de los vértices (A, B, ... E) se produce un incremento marginal de importancia en la función de costo, el volumen de fondos a invertir requiere ser mejor evaluado cuando se opera en los vértices más elevados.



6.- INSTRUMENTOS ADECUADOS DE ANALISIS EN UN CONTEXTO DE
INESTABILIDAD MONETARIA

En el punto 1 de este Capítulo, cuando tratamos las decisiones financieras, clasificamos los activos y pasivos según el grado de realización, en de "corto plazo" y de "largo plazo". Señalamos la armonía que debía reinar entre la inversión en los distintos activos y su fuente de financiamiento con miras a lograr un equilibrio financiero a través de una estructura óptima que minimizara el costo de Capital y por ende incrementara la rentabilidad de la inversión.

Quando nos encontramos frente a la estructura financiera de una empresa que se mueve en un medio inflacionario, para cumplir con los objetivos indicados en el párrafo anterior debemos analizar los activos y pasivos desde el punto de vista de "cobertura inflacionaria". Así, resulta necesario clasificar estos en "monetarios" y "no monetarios". Los primeros tienen un valor fijo en moneda corriente, mientras que los segundos tienen un valor intrínseco que en unidades monetaria varía cuando el nivel general de precios aumenta.

El dinero en efectivo y en Bancos, las cuentas a cobrar en pesos del país, participan de las características del primero. Los inventarios, los Bienes de Activo Fijo forman parte del segundo grupo.

El mantener activos monetarios en exceso a los pasivos monetarios en presencia de un alza general de precios en el mercado, ocasiona una pérdida de poder adquisitivo que debe ser considerada como una pérdida económica, a pesar de que la contabilidad tradicional llevada sobre la base de unidades monetarias corrientes, no la refleja. El caso inverso daría lugar a una ganancia en términos reales que surge como consecuencia de la estructura financiera.

En definitiva lo que interesa es lograr una posición financiera neta (diferencia entre activos y pasivos monetarios) beneficiosa a la inflación.

Si consideramos dos empresas con la misma cantidad de activos y pasivos pero de desigual distribución en "monetarios" y "no monetarios", como:

	<u>A</u>	<u>B</u>
Activos Monetarios (AM)	100	200
Activos No Monetarios (ANM)	<u>200</u>	<u>100</u>
Total	<u>300</u>	<u>300</u>

	<u>A</u>	<u>B</u>
Pasivo Monetario (PM)	200	100
Pasivo No Monetario (PNM)	<u>100</u>	<u>200</u>
Total	<u>300</u>	<u>300</u>

Vemos que la empresa A tiene una posición financiera neta negativa, desde que sus pasivos monetarios exceden a sus activos monetarios y dicha posición es ventajosa frente a la inflación ya que es un deudor neto. Posición diferente, diametralmente opuesta muestra la empresa B, que se ve perjudicada al ser acreedora neta.

En consecuencia, el ejecutivo financiero debe considerar siempre en un medio inflacionario las siguientes dos expresiones:

$$P_{it} = E_t \times \alpha_t$$

$$G_{it} = E_t \times \alpha_t$$

donde P_{it} = pérdida por inflación
(período t)

G_{it} = ganancia por inflación
(período t)

$E = AM - PM =$ exposición neta
a la inflación

$\alpha =$ tasa de inflación por período (t)

Lo expresado anteriormente tiene enorme importancia en la evaluación de proyectos de inversión en un medio

inflacionario. Las tres reglas de consistencia para llegar a una evaluación que no se vea distorsionada por la "ilusión monetaria" que genera la inflación son las siguientes:

1) Trabajar con pesos homogéneos en Ingresos y Desembolsos. A tal efecto puede trabajarse a pesos corrientes o pesos constantes.

2) Usando la metodología que vimos al hablar de Costo de Capital, reducir un K^N (nominal) a un K (real); es decir despojado de los efectos inflacionarios; y

3) Incorporar a los flujos de fondos de cada período las Ganancias o Pérdidas por inflación, según corresponda dependiendo de la situación de exposición.

Resultará obvio que este enfoque implica, como no puede ser de otra manera, que la empresa busca incrementar su valor presente neto en términos de poder adquisitivo homogéneo.

IV. EL FLUJO DE FONDOS EN EL CORTO PLAZO

En el capítulo tercero enfrentamos a la empresa con la decisión de invertir en un proyecto entre varios y evaluamos, a través del flujo de fondos y por medio de distintas técnicas, el proyecto más conveniente, considerando como tal aquél que incrementaba el valor actual neto de la empresa.

En la práctica existe una tendencia a sobreestimar la importancia que tiene el Activo Fijo (edificios, máquinas y equipos, etc.) y sus medios de financiamiento en los proyectos de inversión, mientras que se subestima el papel y la planificación del capital de trabajo, que en definitiva se constituirá en el motor del proyecto.

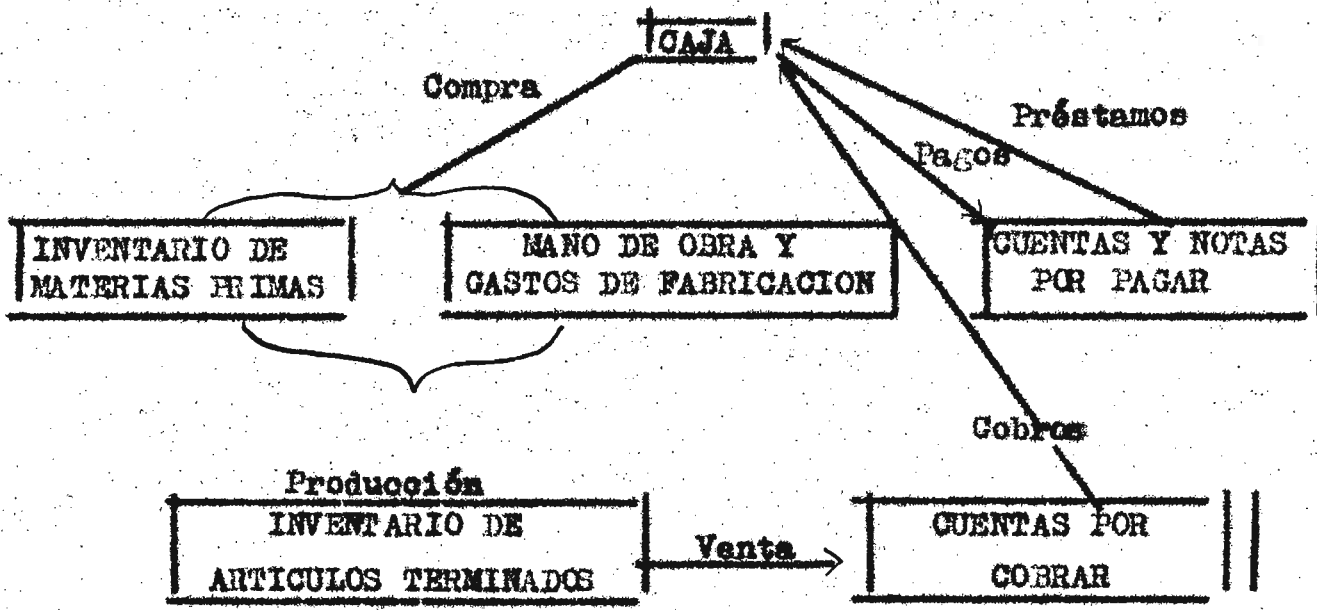
Normalmente en la inversión del Capital Fijo, presupuestamos proyectando utilidades y recursos financieros por un período bastante mayor a un año. En el análisis del Capital de Trabajo nos preocupa fundamentalmente la operación de la empresa en el corto plazo (supuesto un año) y sobre todo la habilidad que tiene ésta para hacer frente a sus compromisos en ese plazo.



De ahí surge la necesidad de analizar el ciclo operacional de la empresa y su presupuesto de Caja, como así también los componentes del Capital de Trabajo y las técnicas usadas en la administración de fondos en economías en desarrollo.

1.- CICLO DE OPERACION DE LA EMPRESA:

Según el esquema sugerido por Jaldicke y Spionse se grafica el ciclo de operación de una empresa manufacturera:



Según estos autores a través de la venta se procura recuperar los costos y generar una utilidad. A medida que los inventarios y las cuentas por cobrar aumentan, se necesita cré

dito de corto plazo para su financiamiento. Con los ingresos por cobros (en el gráfico se supone que las ventas son a crédito) se pueden pagar los préstamos y las cuentas por pagar. De esta forma el período transcurrido entre la manufacturación y la venta influye directamente en las necesidades financieras de corto plazo. Asimismo sucede con los términos de crédito en relación con el período de pagos de la empresa.

Este ciclo pone énfasis en la necesidad de liquidez de la empresa. Es interesante estudiar su significado al considerar el caso de una economía inflacionaria. A la empresa le interesará alargar al máximo sus períodos de pago y acortar al mínimo sus períodos de cobro. Ello facilitaría la liquidez y, al mismo tiempo, se podrían generar utilidades a causa de la inflación (suponiendo que los préstamos se reajustan a una tasa inferior que la del incremento del nivel de precios). Por otra parte, sin embargo, esa mayor entrada de Caja debido a un cobro más rápido y a una postergación de los pagos, podría traducirse en pérdida si se le mantiene ociosa.

Podría resultar conveniente acumular inventarios antes que adquirir activos monetarios siempre que los precios de

venta de los mismos sigan en el tiempo el ritmo del nivel general de precios. En la práctica se observa que ciertos inventarios padecen de un retardo para transmitir al precio de venta el grado de elevación del nivel general de precios.

Vemos como la consideración de la inflación impone mayores complejidades al análisis del manejo del flujo de fondos en el corto plazo, del mismo modo como lo hace en la evaluación de proyectos de inversión y determinación del costo de capital.

Estas complejidades acrecientan el dilema de "liquidez versus rentabilidad" y obligan a tomar especialmente muy en cuenta las repercusiones financieras y tributarias de las políticas que se apliquen. Además, hay que tener en cuenta que las variaciones en los precios se dan usualmente en distintas magnitudes, alterándose el sistema de precios. Así, la relación entre las tasas de incremento de los precios de venta y los factores o insumos (costos), tendría una repercusión especial en cada empresa en particular.-

2.- PRESUPUESTO DE CAJA:

El Presupuesto de Caja permitirá conocer que sucederá con la liquidez de la empresa a cada instante de su ope-

ración. Un Estado de Ingresos y Egresos proyectado (Diario, semanal, mensual) constituye un elemento de planificación adecuado en el cortísimo plazo. Sin embargo, es útil corroborar los resultados obtenidos mediante la confección de un Cash Flow y Estado Patrimonial y de Resultados Proyectado. Es importante incorporar los cambios en el nivel de precios en este tipo de estados y para efectos de decisiones financieras pueden aplicarse las técnicas de simulación y de programación lineal.

Es esencial tener en cuenta en la elaboración del Presupuesto de Caja las diferentes modalidades de financiamiento en el corto plazo, como por ejemplo, el costo y plazo de los préstamos, el volumen de créditos, las fuentes existentes, etc. En este análisis tienen influencia fundamental las diferentes medidas de política económica que impulsa el gobierno en relación por ejemplo, con el control de los medios de pago (tasa de encaje, política de descuentos, centralización de las decisiones sobre préstamos, redistribución del crédito, etc.)

En economías inflacionarias sería factible suponer que las fuentes de corto plazo representan una alta propor-

ción del total de fuentes de la empresa.

Además, el Presupuesto de Caja debería elaborarse sobre la base de un "colchón" de fondos que contemplara las dificultades de obtener a tasas razonables financiación a corto plazo, dadas las imperfecciones de los mercados de dinero y de capitales. Paralelamente, es muy probable que buena parte del capital de trabajo sea financiado con fondos internos de la empresa, ya sean utilidades no distribuidas o depreciación.

3.- COMPONENTES DEL CAPITAL DE TRABAJO:

Por el lado del Activo los más importantes son: el efectivo, las cuentas por cobrar y los inventarios; en tanto que por el lado del pasivo, las cuentas a pagar comerciales y el crédito bancario.

La administración de las cuentas por cobrar es delicada y compleja. Como se dijo anteriormente, interesa acortar al mínimo los términos de crédito. Pero se debe también tener en cuenta que los clientes sometidos a problemas similares, presionarán en sentido contrario. El impacto de esta medida es más complicada cuando se trata de una empresa in-

ustrial de tipo pequeño o mediano en que existe cierto grado de competencia. Si el mercado de esta empresa está constituido en su mayor parte por entidades distribuidoras en donde el problema del financiamiento del capital de trabajo es relativamente mayor, una política en este sentido podría significar la pérdida de clientes. Ello implicaría que la entidad productora debería tal vez buscar otros mecanismos para poder cumplir, por su parte, con sus proveedores.

Similar importancia debe tener el análisis de los inventarios desde el punto de vista de sus repercusiones financieras. En condiciones inflacionarias interesa valorar al LIFO, para no sobrevaluar las existencias y no aumentar las utilidades. Por otra parte, habría que considerar que no siempre será recomendable aumentar la inversión en inventarios, puesto que se podría incurrir en mayores costos por exceso de stock. El problema de determinar el límite óptimo de inventarios adquiere así mayor complejidad que en condiciones de nivel de precios constante. El uso indiscriminado de modelos de inventarios para su optimización, sin los necesarios ajustes por efectos de la inflación, puede conducir a serios errores económicos en épocas de cambios bruscos en el nivel general de precios.

En lo que respecta al comportamiento de las cuentas a pagar comerciales, debe tenerse muy en cuenta el costo implícito que debe pagar la firma para obtener una financiación dada. Usualmente el proveedor carga al precio normal de contado del producto una prima por el plazo que excede al costo promedio del dinero en el mercado. Vale decir que el costo de financiamiento de esta fuente no está determinado en forma expresa, sino que surge como diferencia de comparar los precios de la mercadería en las distintas condiciones de pago posibles.

Debe tenerse en cuenta que el financiamiento externo sobre la base de pago en una moneda extranjera puede ocasionar pérdidas de cambio que afectan tanto la rentabilidad como la posición financiera de la empresa.

Para cubrirse de esta eventualidad las empresas suelen contratar seguros de cambio cuando el costo de los mismos es inferior a las pérdidas de cambio estimadas de acuerdo a las expectativas de devaluación.

Por último, el crédito bancario a corto plazo constituye un componente interesante del capital de trabajo, y lo es más cuando las tasas de interés del sistema Bancario son

fijadas arbitrariamente por la autoridad monetaria en un nivel inferior a las tasas corrientes del mercado. Del mismo modo cuando el índice de inflación es mayor a dicha tasa de interés.

La consideración del capital de trabajo como un área, implica tomar decisiones sobre sus componentes tanto por el lado del activo circulante como del pasivo circulante. Los cambios en cada uno de los constituyentes deben ser analizados en términos de flujos de Caja y repercusión sobre los resultados.

4.- TECNICAS USADAS EN LA ADMINISTRACION DE FONDOS:

Es menester que la Compañía arbitre en la administración de fondos los siguientes recaudos:

a) Emplear apropiadas técnicas para mantener una posición de Caja "adecuada".

En este sentido la proyección a través de un Estado de Ingresos y Egresos y de un Cash Flow es recomendable.

b) Desarrollar procedimientos que aseguren que los ingresos y egresos son manejados eficientemente.

Así, deberán analizarse y controlarse la recepción

de cobranzas de clientes, pagos a proveedores, reciprocidad bancaria, etc. El valor tiempo del dinero debe siempre ser tenido en cuenta.

e) Adoptar algún programa para utilizar los excesos de fondos generados.

De esta forma se incrementará la ganancia de la empresa. Cuando el exceso de fondos es transitorio deberá invertirse en activos de rápida realización. La escasez de estos activos a rendimientos razonables en países en proceso de desarrollo como consecuencia de las características del mercado de capitales, atentan contra estos programas.

La limitación de fondos es considerada corrientemente como causa inhibitoria de poder cumplir con ciertas operaciones o programas en la empresa. Se dice frecuentemente: no podemos pagar a un proveedor o adquirir tal equipo por falta de fondos. Sin embargo, dicha cause, en algunas oportunidades, no es más que el efecto de un deficiente manejo de fondos. Como en otras áreas la planificación y el control adecuados son elementos esenciales.

CONCLUSIONES

El hecho de señalar y analizar los factores que pesan en el manejo financiero de los negocios, en economías en proceso de desarrollo no nos dan autoridad alguna para decir que estamos frente a una nueva teoría de administración financiera de la firma, aplicable a estos países.

Los principios y reglas de juego que guían las decisiones de inversión y financiamiento, las técnicas e instrumentos usados, son en esencia los esbozados por diferentes autores de los países más avanzados. Sin embargo, las circunstancias que hacen al medio ambiental en que las firmas desarrollan sus actividades, analizado en la primera parte de este trabajo, constituyen una apreciable cantidad de variables a tener muy en cuenta para implementar el análisis cartero acerca del desempeño de la firma. Es que existe, como vimos, una gran interrelación entre los problemas que preocupan a la economía y su impacto sobre las Finanzas de Empresas. Y más aún, el proceso de desarrollo encierra ciertas complejidades mayores que en las economías de centro y por tal razón la influencia de la economía sobre las decisiones de la empresa son de mayor magnitud relativa.

El comportamiento del Estado, la estructura de los sistemas tributarios, el proceso de inflación, la idiosincrasia del inversor, la dimensión de las empresas, el funcionamiento de los mercados de capital, las elasticidades de oferta, constituyen fenómenos netamente diferenciales en los países en proceso de desarrollo.

Por el juego de estos factores la función financiera se torna más compleja y delicada. Lo expresamos en general cuando tratamos la incertidumbre que rodea a los negocios, y en particular al pretender determinar el costo de capital y en la administración del Capital de Trabajo, entre otros.

Posiblemente como consecuencia de esta serie de complejidades, las economías no crecen en la medida necesaria.

Actuando sobre las causas, le toca al Estado crear las condiciones que hagan posible un orden institucional más coherente y eficaz. Su papel como rector de la política monetaria a través de los Bancos Centrales es de por sí de vital responsabilidad. Su política de ingresos y gastos públicos, la legislación que emita sobre el funcionamiento de las instituciones financieras y mercados de valores y su grado de

control que ejerza sobre estas entidades tiene una importancia decisiva en las decisiones de inversión, financiamiento y retención de utilidades de la firma. El llevar a cabo una política económica consistente y coherente, sin marchas y contramarchas, creará un clima favorable para la inversión. Evitará que el inversor penalice el costo de capital y sobre todo el inversor extranjero, buscando un retorno sobre la inversión bastante superior al requerido en su país. Es en función de ese retorno exagerado, fijado como consecuencia del orden existente, que muchos proyectos no pueden concretarse, constituyendo un serio obstáculo al crecimiento de las inversiones.

La experiencia ha demostrado que es deseable que los Gobiernos no intervengan en empresas que puedan desarrollarse por la acción privada, pero es su deber orientar la inversión hacia los objetivos generales de la economía para lograr una eficiente asignación de los recursos escasos.

Todo esfuerzo que contribuya a mantener la estabilidad de la moneda ayudará a la formación de ahorros internos y dejará de producir los desajustes inexplicables para algunos inversores y que atenta contra el papel dinámico del binomio ahorro-inversión en el proceso de crecimiento de toda economía.

Sólo con esta cooperación las empresas podrán desenvolverse con objetivos claros y alcanzables. Pero también le toca al ejecutivo financiero planificar adecuadamente sus actividades, teniendo presente siempre que cuenta con recursos escasos y que existe un límite en su capacidad financiera, por lo que la asignación de dichos recursos debe ser razonada y sus decisiones de inversión tomadas con el mayor de los reca-
los.

En la situación surge de considerar los siguientes aspectos claves que han sido tratados in-extenso anteriormente:

1.- Los mercados financieros subdesarrollados acompañados normalmente por un proceso inflatorio de variable intensidad implican:

a) que las fuentes no son estables, pues los canales que dirigen las decisiones del inversor --con excepción quizás del Sistema Bancario-- no se hallan institucionalizados. Ello trae la variable de incertidumbre de la falta de confiabilidad en el volumen y permanencia de los fondos que potencialmente cada una de ellas puede ofrecer.

b) Las tasas de costo de capital de las diversas fuentes en presencia de una regulación estatal no siempre coherente hace que las mismas difieran ampliamente en términos nomi-

males y que en términos reales pueden fluctuar de valores negativos a positivos, dependiendo de las expectativas y características del proceso inflacionario.

c) No existe una generación espontánea y suficiente de oferta de fondos prestables a largo plazo en el país considerado, salvo la intervención de entidades promotoras de origen estatal o el recurso al endeudamiento o capital propio extranjero.

d) En este último caso el riesgo de cambio, cuando se trata de endeudamiento o la dilución del control, cuando se trata de fondos propios son los dos factores a sopesar antes de incluirlos en la mezcla de financiamiento.

e) Los programas de estabilización monetaria que aparecen recurrentemente tratando de moderar o extirpar el proceso inflacionario, cuando usan como instrumento el control de la oferta monetaria producen a corto plazo la contracción - expansión de los recursos crediticios bancarios lo que a veces se contraponen con las necesidades reales de fondos de acuerdo al momento del ciclo de los negocios en que cada empresa se halla.

f) Cuando los mercados de valores son sumamente fluctuantes en cuanto a

i) Volumen negociado.

ii) Volumen de inversión neta por período.

iii) Precios de los valores.

iv) Tratamiento impositivo del patrimonio, las rentas y las ganancias de capital,

dichos mercados se tornan en fuentes de financiamiento de necesidad de largo plazo no confiables sino a las que se puede recurrir sólo oportunísticamente. En estos casos una consistente política de dividendos por parte de la empresa para aumentar la confianza del inversor puede no resultar eficaz como lo es en mercados más desarrollados y donde flujos consistentes ayudan a esos mercados como canalizadores no necesariamente especulativos de fondos a largo plazo. La ausencia o escasa dimensión de inversores institucionales (fondos abiertos o cerrados de inversión, Cias. de Seguros, fondos privados de pensión, etc.) contribuyen notoriamente al carácter mencionado de fuente poco confiable e inestable al financiamiento a largo plazo.

g) En tales circunstancias del comportamiento del sistema financiero, aquellas empresas que en función de su ta



maño, vinculaciones con el exterior o cualquier otro atributo de "sólida imagen financiera", tienen un acceso discriminatorio al mercado de dinero con respecto a otras empresas. Tal es el caso de financieras de grandes compañías de automóviles, fabricantes de artículos del hogar, sociedades de Ahorro y préstamo para la vivienda, etc.

2.- En cuanto a instrumentos de análisis de inversiones si bien como se dijo se trata de los mismos empleados en contextos más estables se hace imprescindible tener presente las siguientes consideraciones claves al utilizarlos:

i) Homogeneizar flujos (ingresos y desembolsos) a valores constantes o corrientes que eviten la "ilusión monetaria".

ii) Utilizar un costo de Capital homogeneizado, consistente con lo expresado en i)

iii) Tomar adecuadamente en cuenta ganancias o pérdidas por fluctuaciones en el poder adquisitivo de la unidad monetaria cuando la estructura de activos y pasivos monetarios (o no monetarios) de lugar a la aparición de tales ganancias o pérdidas. Ello trae como consecuencia que no solamente al evaluar la inversión bajo análisis deben clasificarse las

inmovilizaciones en fijas y variables sino además por su carácter monetario o no monetario.

iv) El análisis de sensibilidad de la evaluación de proyectos debe incorporar, como consecuencia de lo dicho en iii) la sensibilidad de oportunidades alternativas a una aceleración o desaceleración del proceso inflacionario y además de hasta donde cada proyecto habrá de poder trasladar al precio del producto las variaciones en el costo monetario de los insumos.

v) Los aspectos impositivos merecen una consideración especial, cuando el sistema tributario, especialmente en relación a los impuestos a la renta no incorpora valores corrientes de reposición sino que descansa en valores históricos no actualizados, ello desemboca en una mayor presión tributaria -en términos reales- que la indicada aparentemente por la tasa corriente del impuesto. Tal es el caso de la necesidad de tomar valores históricos de la depreciación en el cómputo del beneficio impositivo, sólo obviada en forma no recurrente por la aparición de disposiciones sobre revalúo de activos o la no deducibilidad de las pérdidas por inflación sobre el capital en giro monetario. Por ello las deduc-

ciones especiales por inversión o las desgravaciones impositivas sobre industrias a promover suelen ser en muchos casos el factor que inclina la balanza de la decisión hacia lo afirmativo.

3.º En el cómputo y estimación de un costo de capital o "tasa de corte" se hace necesario considerar el efecto de las llamadas "fuentes ligadas" de financiamiento. Muchas veces el estado subsidia el costo de fondos para incentivar la inversión en determinado campo como cuando frente a una tasa de inflación presente y esperada muy superior a la tasa nominal de interés, ésta última se mantiene artificialmente baja. La posibilidad o no de acceso a fuentes subsidiadas puede hacer variar -por vía del costo de endeudamiento- el costo promedio de capital para la firma.

4.- En la administración del capital de trabajo ligado a la inversión fija de la firma requiere el análisis de los siguientes factores adicionales con respecto a la situación clásica:

1) Que la liquidez tiene un precio muy alto frente a pérdidas potenciales por erosión de activos monetarios netos.

ii) Que ciertas inversiones variables, como cuentas por cobrar e inventarios, no sólo deben analizarse en función del mayor volumen absoluto de contribución marginal a pesos corrientes sino luego de ajustes por los efectos de la inflación. Ello da lugar al clásico paradigma de que en el corto plazo y para una empresa con excesos temporarios de fondos y limitadas oportunidades de inversión (y cobertura inflacionaria) una decisión inteligente pueda ser acumular inventarios en exceso a las necesidades operativas u a óptimos en función del ciclo operativo, si la empresa razona siempre en términos reales y homogeneizados.

5.- Los índices a tomar en cuenta para homogeneizar unidades monetarias de poder adquisitivo dispar requiere un cuidadoso análisis y una clara definición por parte de la dirección superior de cual o cuales habrán de ser las series a tomar en cuenta para cuantificar en forma homogeneizada la generación de beneficio del negocio. Como es sabido no siempre tales series (o índices) se mueven al unísono, debiendo en muchos casos -para decisiones financieras y no para medición- usar alternativamente alguno de ellos -. Tal es el caso de las tasas de cambio "controladas" por el Estado en

períodos de acelerada inflación. Mientras el nivel general de precios crece, en el corto plazo la tasa de cambio puede mantenerse constante. En este caso el índice para manejo de fondos "internos" al país puede que difiera del utilizado para decidir endeudamiento, reembolso o remisión de obligaciones con el exterior.

6.- La decisión de retención de utilidades - dividendos en el contexto que nos ocupa debe ser tratada fundamentalmente como una variante de la decisión de inversión. En efecto, dado que la propia generación de fondos constituye la fuente más confiable de fondos a largo plazo - frente al comportamiento de los mercados financieros- las decisiones de dividendos son inseparables de la de inversión y deben, en consecuencia, ser tratadas en forma conjunta.

7.- Finalmente, si bien es cierto que en todo contexto un conjunto bien seleccionado de indicadores macroeconómicos es esencial a la toma de decisiones a nivel micro, el ejecutivo financiero en países en proceso de desarrollo necesita disponer imperiosamente de aquellos indicadores que el sistema estadístico oficial o privado pueda proveerle o de aquellos que el mismo deba crear a los efectos de

que su gestión esté permanentemente encuadrada dentro de las cambiantes alternativas del medio socio-económico en que la empresa se mueva.

Al abordar problemas de economía y finanzas a nivel de la empresa, como hemos pretendido en este trabajo, dentro del marco más general del proceso de desarrollo económico, las palabras del economista inglés Alfred Marshall^x son una reflexión ineludible:

" NO DEBEMOS PINTARNOS UN MUNDO IRREAL COMO QUI
SIERAMOS QUE FUESE O PENSEMOS DEBIESE SER Y HACER ESQUEMAS
DE EL. EN ELLO RADICA LA CONFUSION SOCIAL QUE CONDUCE A
NO LOGRAR ARDIENTES ASPIRACIONES O, EN SU CASO, A FRIAS
REACCIONES. NUESTRO PRIMER DEBER COMO ECONOMISTAS ES ES-
TRUCTURAR UN CATALOGO RAZONADO DEL MUNDO TAL CUAL ES ".

^x Alfred Marshall, citado por P.T. Bauer en su "Economic Analysis and Policy in Underdeveloped Countries, Duke University Press, Durham, N.C., E.E., , 1958, pag. 44.



ANENDICE

ORGANISMOS INTERNACIONALES DE FINANCIAMIENTO

A.- Banco de Exportación e Importación (dólares)

1.- Objetivos:

Contribuir al financiamiento y facilitar el comercio exterior de Estados Unidos.

2.- Recursos:

7 mil millones de los cuales mil millones corresponden a acciones suscriptas por la Tesorería de los Estados Unidos; autorizado para contratar préstamos por valor de 6 mil millones.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:

- a.- Préstamos para financiar proyectos
- b.- Créditos a los exportadores
- c.- Garantía o seguro amplio a mediano plazo
- d.- Seguro amplio a corto plazo

4.- Quienes pueden presentar solicitud:

- a.- Una firma americana o extranjera, o un gobierno extranjero con el cual se mantienen relaciones cordiales.
- b.- Un exportador americano
- c.- Bancos americanos; o los exportadores directamente hasta que haya cobertura en el Foreign Credit Insurance Association (FCIA).
- d.- Exportador americano inscripto en el FCIA.

5.- Garantía

- a.- Puede garantizar el reintegro de los préstamos para financiar proyectos proporcionados por capitales privados.

- b.- No se aplica
 - c.- Hasta el 85 por ciento del riesgo del crédito y de los riesgos políticos.
 - d.- Hasta el 85 por ciento del riesgo del crédito; hasta el 95 por ciento de los riesgos políticos.
- 6.- Vencimiento:
- a.- De ocho a más de 20 años según la naturaleza del proyecto.
 - b.- De uno a 5 años (en casos excepcionales, 7 años)
 - c.- De uno a 5 años (excepcionalmente, 7 años)
 - d.- Hasta 180 días. En casos especiales hasta un año.
- 7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:
- a.- Interés mínimo 5 $\frac{3}{4}$ por ciento.
 - b.- Interés mínimo 6 por ciento.
 - c.- Los servicios varían según el mercado y el plazo del préstamo.
- 8.- Moneda en que se efectúa el reintegro:
Dólares de Estados Unidos.
- 9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:
En los Estados Unidos.
- 10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:
No compete con el capital privado.
- 11.- Cuerpo directivo
Directorio asesorado por el National Advisory Council on Int'l Monetary and Fin. (NAC)
- 12.- Fundamentos legales:
Ley de creación del Banco de Exportación e Importación de 1945, enmendada.

B.- Agencias para el Desarrollo Internacional (AID)**B.1. Dólares de Estados Unidos.****1.- Objetivos:**

Contribuir al aprovechamiento de los recursos económicos y de la capacidad productiva de los países menos desarrollados y fomentar la cooperación económica, el comercio y la inversión privada.

2.- Recursos:

Asignación presupuestaria anual (1.1 mil millones para el año fiscal 1962) que se complementa con la autorización para suscribir compromisos a largo plazo (7.2 mil millones para el año fiscal 1962 - 1966).

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:

- a.- Préstamos a gobiernos extranjeros.
- b.- Préstamos a firmas privadas americanas y extranjeras.
- c.- Préstamos a instituciones de crédito intermedias.

4.- Quienes pueden presentar solicitud:

- a.- Gobiernos extranjeros
- b.- Firmas americanas y empresas de los países beneficiarios.
- c.- Bancos de fomento, asociaciones de ahorro y préstamo e instituciones de crédito.

5.- Garantía:

No se aplica.

6.- Vencimiento:

- a.- En general hasta 40 años incluyendo períodos de gracia de diez años. En casos especiales plazos mucho más cortos.
- b.- Variables; períodos de gracia en algunos casos; elemento principal considerada la economía del proyecto.

c.- Flexible a fin de permitir créditos rotativos, comprende períodos de gracia en algunos casos.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes.

- a.- Generalmente $\frac{3}{4}$ del 1 por ciento, pero varía en circunstancias especiales.
- b.- Se basa en la naturaleza del proyecto, suele ser el $5 \frac{1}{4}$ por ciento.
- c.- Se basa en los tipos locales de interés y en la naturaleza de los subpréstamos.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro

Dólares de Estados Unidos

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:

Se hace especial hincapié en que las adquisiciones se efectúen en Estados Unidos.

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

Debe tenerse en cuenta el hecho de que pueda obtenerse financiamiento en condiciones razonables de las fuentes del mundo libre.

11.- Cuerpo directivo:

Un administrador de la AID con el asesoramiento de la NAC

12.- Fundamentos legales

Ley de Desarrollo Internacional de 1961, Sección 201.

3.2. Monedas extranjeras préstamos especiales.

1.- Objetivos:

Contribuir al desarrollo de los países menos desarrollados y a la expansión de los mercados para los productos agrícolas de los Estados Unidos.

2.- Recursos:

Hasta el 25 por ciento de los ingresos por concepto de venta del excedente de productos agrícolas básicos en cada país.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:

a.- Préstamos a firmas americanas, sus subsidiarias o afiliadas.

b.- A empresas americanas o extranjeras a fin de ampliar los mercados extranjeros para los productos agrícolas de Estados Unidos.

4.- Quiénes pueden presentar solicitud:

a.- Empresas americanas solamente

b.- Empresas americanas y locales.

5.- Garantía:

No se aplica

6.- Vencimiento:

Se basa en la naturaleza del proyecto, pero en general no excede de 10 años.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

a.- Se basa en los tipos locales y en la naturaleza del proyecto.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro:

En la moneda extranjera prestada.

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:

En el país.

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

Ninguna



11.- Cuerpo directivo:

Un administrador de la AID con el asesoramiento de la NAC

12.- Fundamentos legales:

PL 480. Secciones 104 (e) y (g)

B.3. Garantías que ofrece la inversión

1.- Objetivos

Estimular, facilitar y fomentar la participación de la empresa privada en la promoción del desarrollo económico y social de los países menos desarrollados.

2.- Recursos

Asignación presupuestaria anual. Corrientemente mil millones para riesgos concretos; 90 millones para riesgos de cualquier clase y 10 mil millones para proyectos experimentales de vivienda en América Latina.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones.

Inversiones garantizadas que comprenden acciones, préstamos, derechos de patente, contribuciones en especie o cualquier combinación de ellas.

4.- Quiénes pueden presentar solicitud

Empresas y ciudadanos americanos, sociedades anónimas americanas "de propiedad de ciudadanos americanos en proporción sustancial" y las filiales que les pertenezcan por completo dedicadas a nuevas inversiones en países menos desarrollados con los cuales los Estados Unidos mantiene relaciones cordiales y han suscrito un acuerdo de garantía general.

5.- Garantía:

a.- Garantiza nuevas inversiones contra riesgos concretos (expropiación, inconvertibilidad, pérdidas

por efecto de guerras, revoluciones o insurrecciones).

- b.- Garantiza todos los riesgos
- c.- Garantiza inversiones en proyectos de vivienda privados, experimentales o de demostración en América Latina.

6.- Vencimiento:

Normalmente hasta 20 años.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

- a.- El tipo corriente es $\frac{1}{2}$ a 1 por ciento del monto de cada riesgo efectivamente cubierto y $\frac{1}{2}$ de 1 por ciento sobre la cobertura contingente.
- b.- En estudio, probablemente 2 por ciento.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro:

No se aplica

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos

No se aplica.

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

No se aplica.

11.- Cuerpo directivo:

Un administrador con el asesoramiento de la NAC

12.- Fundamentos legales:

Ley de Desarrollo Internacional de 1961, Secciones 221-224.

C.- Fondo Monetario Internacional (FMI)
(moneda de los países miembros)

1.- Objetivos:

Estimular la cooperación monetaria internacional y estimular la estabilidad proporcionando recursos para subsanar problemas de balance de pagos a corto plazo o por otros medios.

2.- Recursos:

Los recursos consisten en oro y disponibilidades en moneda de los países miembros por un valor de 14.850 millones de dólares. La cuota correspondiente a los Estados Unidos asciende a 4.125 millones.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones

Los países miembros adquieren del FMI monedas de los demás países por una suma equivalente en moneda del país miembro. Las adquisiciones de moneda efectuadas del FMI por un miembro deben ser canceladas mediante rescate de su propia moneda.

4.- Quienes pueden presentar solicitud:

Gobierno de los países miembros.

5.- Garantía

No se aplica.

6.- Vencimiento

Los miembros se comprometen a efectuar el rescate dentro de un plazo que no exceda de tres a cinco años.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

Comisión de servicio de $\frac{1}{2}$ de 1 por ciento más un interés sobre las compras que excedan de la cuota, según aumenta el plazo de rescate y el monto comprado. La tasa más baja es 2 por ciento anual.

- 8.- Moneda en que se efectúa el reintegro
Oro o moneda convertible
 - 9.- Lugar donde deben gastarse los fondos
No necesariamente en los Estados Unidos
 - 10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:
Coopera y actúa a través de las tesorerías, bancos centrales, fondos de estabilización u organismos fiscales similares de los países miembros.
 - 11.- Cuerpo directivo
Junta de Gobernadores, o por delegación, el Consejo de Directores Ejecutivos; el Director de Estados Unidos recibe instrucciones del NAC
 - 12.- Fundamentos legales
Convenio Constitutivo del Fondo; y Acuerdo de Bretton Woods.
- D.- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF
(moneda de los países miembros)
- 1.- Objetivos:
Colaborar en la instalación de plantas productivas y en el aprovechamiento de los recursos productivos de los países miembros.
 - 2.- Recursos:
Suscripciones de capital de los países miembros: 20.400 millones de dólares de los cuales aproximadamente 2 mil millones de dólares han sido pagados y 18 mil millones de dólares son exigibles, Estados Unidos ha suscrito 6.350 millones de dólares de los cuales 5.700 millones son exigibles si el Banco necesita fondos para hacer frente a sus compromisos. Autoridad para contratar préstamos.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:

Préstamos a los países miembros, a otras entidades públicas y privadas con la garantía del gobierno miembro.

4.- Quienes pueden presentar solicitud:

Gobiernos miembros, entidades públicas y privadas con la garantía del gobierno miembro.

5.- Garantía:

Garantía total o parcial de los préstamos efectuados por los prestamistas privados para los fines mencionados, si los préstamos son garantizados por un gobierno miembro. No se ha ejercido la facultad de garantía.

6.- Vencimiento:

Generalmente de 15 a 25 años.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

5 $\frac{3}{4}$ por ciento generalmente -sobre la base del costo del dinero para el Banco, más 1 por ciento de comisión y $\frac{1}{4}$ por ciento para gastos administrativos.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro:

En la moneda prestada.

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:

No necesariamente en los Estados Unidos

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

No puede prestar a los países que disponen de capital privado en condiciones razonables.

11.- Cuerpo directivo:

Ju nta de Gobernadores o por delegación los Directo-

res Ejecutivos; el director de los Estados Unidos recibe instrucciones del NAC.

12.- Fundamentos legales.

Convenio Constitutivo del Banco y el Convenio de Bretton Woods

E.- Corporación Financiera Internacional (CPI) (Dólares)

1.- Objetivos:

Intensificar el desarrollo económico estimulando el crecimiento de empresas privadas productivas en países miembros menos desarrollados.

2.- Recursos

El capital suscrito por los países miembros que asciende a 96.400 millones de dólares y el producto de la venta de sus inversiones.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:

Inversiones en empresas privadas productivas. Ahora está facultado para suscribir acciones de esas empresas. No se exige la garantía de los países miembros.

4.- Quiénes pueden presentar solicitud:

Empresas privadas que funcionan en países menos desarrollados y que se dedican a actividades que contribuyen al desarrollo del sector privado, que ofrecen la perspectiva de resultar lucrativas y para cuyo financiamiento no existe capital privado disponible en condiciones razonables.

5.- Garantía:

No se aplica

6.- Vencimiento

Generalmente de 5 a 15 años.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

Corrientemente alrededor de 7 por ciento para los préstamos. No hay interés fijo para la participación en el capital.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro.

La moneda invertida generalmente dólares.

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:

No necesariamente en los Estados Unidos.

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

No puede prestar a los países que disponen de capital privado en condiciones razonables.

11.- Cuerpo directivo:

Junta de Gobernadores, por delegación los Directores Ejecutivos; el Director de los Estados Unidos recibe instrucciones del NAC.

12.- Fundamentos legales:

Convenio Constitutivo; (Ley que faculta a Estados Unidos para participar en la Corporación financiera Internacional).

F.- Asociación Internacional de Fomento (A.I.F.)
(moneda de los países miembros)

1.- Objetivos:

Estimular el desarrollo económico en los países miembros proporcionando financiamiento en condiciones que el BIRF (del cual es filial AIF) no puede ofrecer.

2.- Recursos:

La suscripción inicial proyectada asciende a mil millo

nes de dólares, de la cual se han suscrito 916 millones. Estados Unidos ha suscrito 320.3 millones de dólares. Cada cinco años debe efectuarse una revisión de los recursos con miras a un aumento de las suscripciones.

3.-Naturaleza de los préstamos u operaciones

Crédito a los gobiernos miembros o a los territorios.

4.-Quiénes pueden presentar solicitud:

Países miembros y sus territorios

5.-Garantía:

No se aplica

6.-Vencimiento:

Los créditos concedidos hasta ahora han sido todos a un plazo de 50 años, con períodos de gracia de 10 años y amortización graduada.

7.-Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

Tasa de servicio que fluctúa entre $\frac{3}{4}$ y 1 por ciento; no se cobra interés.

8.-Moneda en que se efectúa el reintegro:

En la moneda prestada u otra moneda extranjera, según el caso. Está facultado para aceptar moneda local pero no hay motivos para creer que la facultad se ejerza.

9.-Lugar donde deben gastarse los fondos:

No necesariamente en los Estados Unidos.

10.-Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

No puede conceder préstamos a los países que disponen de capital privado en condiciones razonables.



11.- Cuerpo directivo:

Junta de Gobernadores, o por delegación los Directores Ejecutivos; el Director de los Estados Unidos recibe instrucciones del NAC.

12.- Fundamentos legales:

Convenio Constitutivo; (Ley que faculta a Estados Unidos para participar en la Asociación Internacional de Fomento).

G.- Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

Moneda de los países miembros, principalmente dólares

1.- Objetivos:

Contribuir a la aceleración del proceso de desarrollo económico en los países miembros.

2.- Recursos:

Los recursos autorizados ascienden a 959.500 millones de dólares (Contribución de Estados Unidos: 450 millones de dólares) de los cuales 813.2 millones de dólares se destinan a las "operaciones ordinarias" y 146.3 millones de dólares al "Fondo para Operaciones Especiales"; el capital exigible asciende a 431.6 millones y está destinado a hacer frente a las obligaciones, lo que constituye una garantía de los valores del banco.

La contribución de Estados Unidos asciende a 200 millones de dólares.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:



Préstamos a los gobiernos miembros o a sus subdivisiones políticas e instituciones públicas y privadas, a lo cual se destinan los recursos del Banco para las operaciones "Ordinarias" y "Especiales".

4.- Quiénes pueden presentar solicitud:

Gobiernos miembros, los organismos y entidades que de ellos dependan; empresas privadas (o de propiedad conjunta de intereses locales) instituciones públicas y privadas de transferencia de crédito.

5.- Garantía:

Puede garantizar total o parcialmente los préstamos de inversionistas privados. La facultad de garantía no se ha ejercido.

6.- Vencimiento:

- a.- 10-20 años para las "operaciones ordinarias"
- b.- 10-50 años para las "operaciones especiales"

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes.

- a.- Generalmente 5 $\frac{1}{2}$ por ciento para las "operaciones ordinarias".
- b.- Aproximadamente 4 por ciento para las "operaciones especiales" reembolsable en la moneda del prestatario, en algunos casos se cobra un interés superior cuando se trata de fondos para instituciones de transferencia de créditos.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro:

- a.- En el caso de las "operaciones ordinarias" en la moneda prestada.
- b.- En el caso de las "operaciones especiales" todo o parte en la moneda del prestatario.

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:

No necesariamente en los Estados Unidos

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

Coopera con otras fuentes de financiamiento. Tiene en cuenta la capacidad del prestatario para obtener préstamos privados en condiciones que el Banco considera razonable.

11.- Cuerpo directivo

Asamblea de Gobernadores, o por delegación el Director Ejecutivo. El Director de los Estados Unidos recibe instrucciones del NAC.

12.- Fundamentos legales

Convenio Constitutivo del Banco Interamericano de Desarrollo; y la ley del BID (PL 56-147)

H.- Fondo Fiduciario de Progreso Social

(fondo fiduciario administrado por el BID) (dólares)

1.- Objetivos

Proporcionar capital y asistencia técnica a fin de colaborar en los esfuerzos desplegados por los

latinoamericanos para incrementar el progreso social y lograr un crecimiento económico equilibrado.

2.- Recursos

394 millones de dólares asignados por los Estados Unidos.

3.- Naturaleza de los préstamos u operaciones:

Préstamos para actividades relacionadas con la colonización y uso de la tierra, construcción de viviendas de bajo costo, suministro de agua potable, saneamiento, y en grado limitado, con la educación superior.

4.- Quiénes pueden presentar solicitud:

Los gobiernos, las instituciones públicas, prestarios privados y cooperativas.

5.- Garantía:

Discrecional

6.- Vencimiento:

Generalmente de 15 a 30 años.

7.- Tipos de interés y cargos de servicios corrientes:

Generalmente $1\frac{1}{2}$ por ciento a $2\frac{1}{2}$ por ciento, pagadero en moneda local, más un cargo anual de servicio de $\frac{1}{2}$ de 1 por ciento, pagadero en dólares.

8.- Moneda en que se efectúa el reintegro:

Principalmente en la moneda del país prestatario.

9.- Lugar donde deben gastarse los fondos:

Solamente en los Estados Unidos y en los países miembros.

10.- Relaciones con otras fuentes de financiamiento:

Ha de tener en cuenta si puede obtenerse ayuda de instituciones nacionales o internacionales o de fuentes privadas, en condiciones razonables.

11.- Cuerpo directivo:

El BID como fideicomisario; el Directorio Ejecutivo del BID. El Director de Estados Unidos recibe instrucciones del NAC/

12.- Fundamentos legales:

El Convenio Constitutivo del Fondo Fiduciario de Progreso Social y la ley que autoriza el Programa Interamericano de Cooperación Social.-

BIBLIOGRAFIA

- Adler, J.H., "Recursos financieros y reales para el desarrollo". C.E.M.L.A., México, 1961.
- Alt, Richard, Bradford, William C. y Marshall Colberg R., "Economía de Empresa y Negocios", Buenos Aires, 1959.
- Archer, Stephen y D'Ambrosio, Charles, "Business Finance, Theory and Management", The Macmillan Co, New York, 1967.
- Archer, Stephen y D'Ambrosio, Charles, "The Theory of Business Finance, A Book of Readings", The Macmillan Co, New York, 1967.
- Berges, Alexander, "The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital", Prentice Hall, New York, 1963.
- Bauer, P.T., "Economic Analysis and Policy in Underdeveloped Countries", Duke University Press, North Carolina, 1958.
- C.E.M.L.A., "Los Mercados de Capitales en América Latina", México, 1966.
- C.E.M.L.A., "Mercados de Capital en los países desarrollados", México, 1965.
- C.E.N.T.O., Symposium on the Development of Capital Markets, Tehran, Iran, 1965.
- Congreso Latinoamericano del Ahorro, Documentos, Caja Colombiana de Ahorros de la Caja de Crédito Agrario, Bogotá, 1966.
- Cusminsky, Rosa, "Legislación específica sobre radicación de capitales extranjeros en los países subdesarrollados", Buenos Aires, 1959.

- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), Volumen conteniendo los siguientes trabajos: "Costo del Dinero en la Argentina", de J. L.M. Vendrell y "La capitalización en los distintos sectores de la actividad económica Argentina", A.P.Ribas y otros, Buenos Aires, 1967.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), Volumen conteniendo "Efectos de la Inflación sobre las Empresas en un proceso inflacionario", Buenos Aires, 1967.
- Goldsmith, Raymond W., "La Estructura Financiera y el Crecimiento Económico", C.E.L.M.A., México, 1963.
- Goldsmith, Raymond W., "The Determinants of Financial Structure, Development Centre", OECD, París, 1966.
- Helfert, Erich A., "Techniques of Financial Analysis", Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1963.
- Herrera, Felipe, "El desarrollo de América Latina y su financiamiento", Editorial Aguilar, Madrid, 1967.
- Hirschman Albert O., "La estrategia del desarrollo Económico", Fondo de Cultura Económica, México, 1961.
- Hunt, Williams and Donalson, "Basic Business Finance", Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1961.
- Jaedicke, Robert K, and Sprouse, Robert T., "Accounting Flows: Income, Funds and Cash", Prentice-Hall, New York, 1966.
- Johnson, Robert W., "Administración financiera", C.E.C.S.A., México, 1963.
- Kemmerer, E.W., "El ABC de la Inflación", Editorial Sudamericana, 1953.
- Lindsay, Robert y Sametz, Arnold, "Financial Management: An Analytical Approach", Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1967.



- Marquez, Javier, "Las Instituciones financieras y el Desarrollo Económico", Fondo de Cultura Económica, México, 1960.
- Messuti, Domingo Jorge, "Finanzas de la Empresa, Un enfoque a nivel ejecutivo", Ed. Macchi, Buenos Aires, 1964.
- Myrdal, Gumar, "Solidaridad o Desintegración", Fondo de Cultura Económica, México, 1956.
- Naciones Unidas, "Manual de Proyectos de Desarrollo Económico", México, 1958.
- National Association of Accountants, "Cash Flow Analysis for managerial control".
- National Association of Accountants, "Evaluación de la Rentabilidad Histórica y Proyectada de Empresas", Ed. Macchi, Buenos Aires, 1967.
- Nehrt, Lee C, "International Finance for Multinational Business", International Textbook Company, Philadelphia, 1967.
- Nevin, Edward, "Capital Funds in Underdeveloped Countries - The role of Financial Institutions", Macmillan, London, 1963.
- Peumans, Herman, "Valorización de Proyectos de Inversión", Edic. Deusto, Bilbao, 1967.
- Porterfield, James T.S., "Investment Decisions and Capital Costs", Prentice - Hall, New York, 1965.
- Prebish, Raúl, "Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano", Fondo de Cultura Económica, México, 1963.
- Robiche K., Alexander A. y Myers, Stewart C., "Optimal Financing Decisions", Prentice -Hall, New York, 1965.
- Solomon, Ezra, "Teoría de la Administración Financiera", Ed. Macchi, Buenos Aires, 1965.

- Solomon, Ezra, "The Management of Corporate Capital", The Free Press of Glencoe, 1961.
- Van Horne, James, "Foundations for Financial Management", Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., 1966.
- Wai, U Tun, "Tasas de Interés en los países subdesarrollados", C.E.L.M.A., México, 1964.
- Walker and Baughin, "Financial Planning and Policy", Harper & Brothers, New York, 1961.
- Weston, J. Fred y Brigham, Eugene F., "Managerial Finance", Holt, Rinehart & Wiston, New York, 1966.
- Weston, J. Fred, "The Scope and Methodology of Finance", Prentice - Hall, New York, 1966.

ARTICULOS DE REVISTAS (I)

- Boderhorn, Diran, "Depreciation, Price level Changes and Investment Decisions, Journal of Business, Vol. XXXVI, Oct. 1963, pag. 448.
- De Alessi, Louis, "Do Business Firms Gain From Inflation", Journal of Business, Vol. XXXVII, April 1964, pag. 162.
- Goldstein, Humberto, "Definición y cálculo del Rendimiento de Operación y Costo de Pasivos en un Medio Inflacionario", Esquema para Ejecutivos No 30 pag 21, 1965.

(I) Los artículos de revistas consultados que aparecen recopilados en libros ya citados (como los de Van Horne, Archer y D'Ambrossio, Solomon, etc) no se vuelven a citar aquí.



Gordon, Myron J., "Security and Investment. Theory and Practice", The Journal of Finance, Vol. XIX, N° 4, diciembre de 1964, pag. 607-18.

Itzcovich, Samuel, "Los Intermediarios Financieros Extrabancarios en la República Argentina", C.I.E., Instituto Torcuato Di Tella, 1966.

Messuti, D.J., "Las Decisiones de Financiamiento a Nivel de la Empresa y el Comportamiento de los Mercados Financieros", en Temas Administrativos, Año III, N° 7, Medellín, Colombia, 1967.

Pavesi, Pedro F.J., "Análisis de la Inflación Monetaria en la Planificación y Control Financiero de la Empresa", Esquema para Ejecutivos, N° 43, pag. 7, 1968.

Weston, J.F., "A Test of Cost of Capital Propositions", Southern Economic Journal, October 1963.

