

COLUMNISTA INVITADO: Cr. RICARDO PASCALE

## Sobre el síndrome de las altas tasas reales de interés

Uno de los fenómenos financieros más importantes de las últimas décadas en lo internacional como en lo nacional, es la existencia de altas tasas reales positivas de interés.(1)

En varios países, incluyendo el nuestro, muchas actividades, por amplios períodos, se desarrollaron en contextos de tasas de interés reales negativas. En esas épocas, la creación de valor estaba a menudo asociada más a los financiamientos que a las inversiones.

Ese escenario, en particular sobre la década de los 70 comienza a cambiar, con nitidez a partir de la crisis del petróleo. En efecto, la frecuentemente recomendada liberalización de las tasas de interés, de forma que llegara a mantener un equilibrio de tasas compatible con la inversión y el crecimiento, en la

realidad mostró, por períodos, una tasa real de interés positiva muy alta. En la superestructura financiera el componente deuda se profundizó, y con él se debilitó la inversión y las finanzas industriales.

Estas altas tasas provocaron transferencias de ingresos desde las unidades productoras y, por lo tanto, de sus accionistas o dueños, a los poseedores de activos financieros, como los depositantes, los tenedores de bonos o debentures, promoviendo así una menor acumulación de utilidades retenidas y creando, por tanto, la necesidad de más endeudamiento para financiar los activos.

La tasa de interés, entonces excede frecuentemente la tasa de retorno real de los fondos propios, que no puede generar los flujos de

Profesor de  
Finanzas de la  
Universidad de  
la República



caja necesarios para atender el servicio de deuda.

La tasa de interés real de esos niveles solo operaba si quienes tomen préstamos, se siguen endeudando para poder hacer frente al pago de intereses, transfiriendo de esta forma parte de su capital a sus acreedores.

En otras palabras, **la tasa de interés real reflejó una transferencia en el stock de activos financieros sobre la riqueza real, de capital propio a deuda, y no un flujo real de producto sobre el capital.**

El financiamiento pasaba entonces a ser uno de los centros de destrucción de valor de las empresas.

Recientes investigaciones (2), pone de manifiesto que en el Uruguay, el endeudamiento promedio total de la industria (medido como deudas totales sobre activos totales),

hizo un pico del 72.2% en 1984, para luego comenzar a descender y situarse en 1991 en el 67.5%.

A este promedio contribuyeron numerosas unidades con patrimonio neto real negativo. A estos niveles de endeudamiento no es ajeno este síndrome de las tasas reales de niveles positivas.

En el nuevo contexto, la inversión asume una importancia singular, y el financiamiento no es ya el camino más frecuentado para crear valor. Y, en todo caso, debe procurarse que las distintas políticas no agraven el problema. Así, en nuestro caso la política tributaria, al no permitir descontar del impuesto a la renta la totalidad de los intereses de un préstamo recibido del exterior y, el no cómputo de los pasivos del exterior como tales, en especial en algún período, discrimina contra los financiamientos externos, acentuando el síndrome citado.

La fiscalidad, influye pues en las finanzas y, estas importan en la creación o destrucción de valor.

(1) - Roldós, Jorge, "La crisis bancaria uruguaya de los '80." CERES, 1992.

(2) - Pascale, Ricardo, "Las finanzas de las empresas uruguayas. Contribución a la investigación de sus elementos caracterizantes". Banco Central del Uruguay, 1994.

En este sentido