

Estrategias Productivas y Financiamiento

Mario Vicens





Index

Introducción

Crecimiento económico y desarrollo financiero: panorama conceptual

La evidencia empírica disponible

El desarrollo financiero de la economía argentina

La oferta de fondos

La demanda de financiamiento

La oferta de servicios de intermediación

El aporte del Estado

Una cuestión adicional pero no trivial

Conclusión

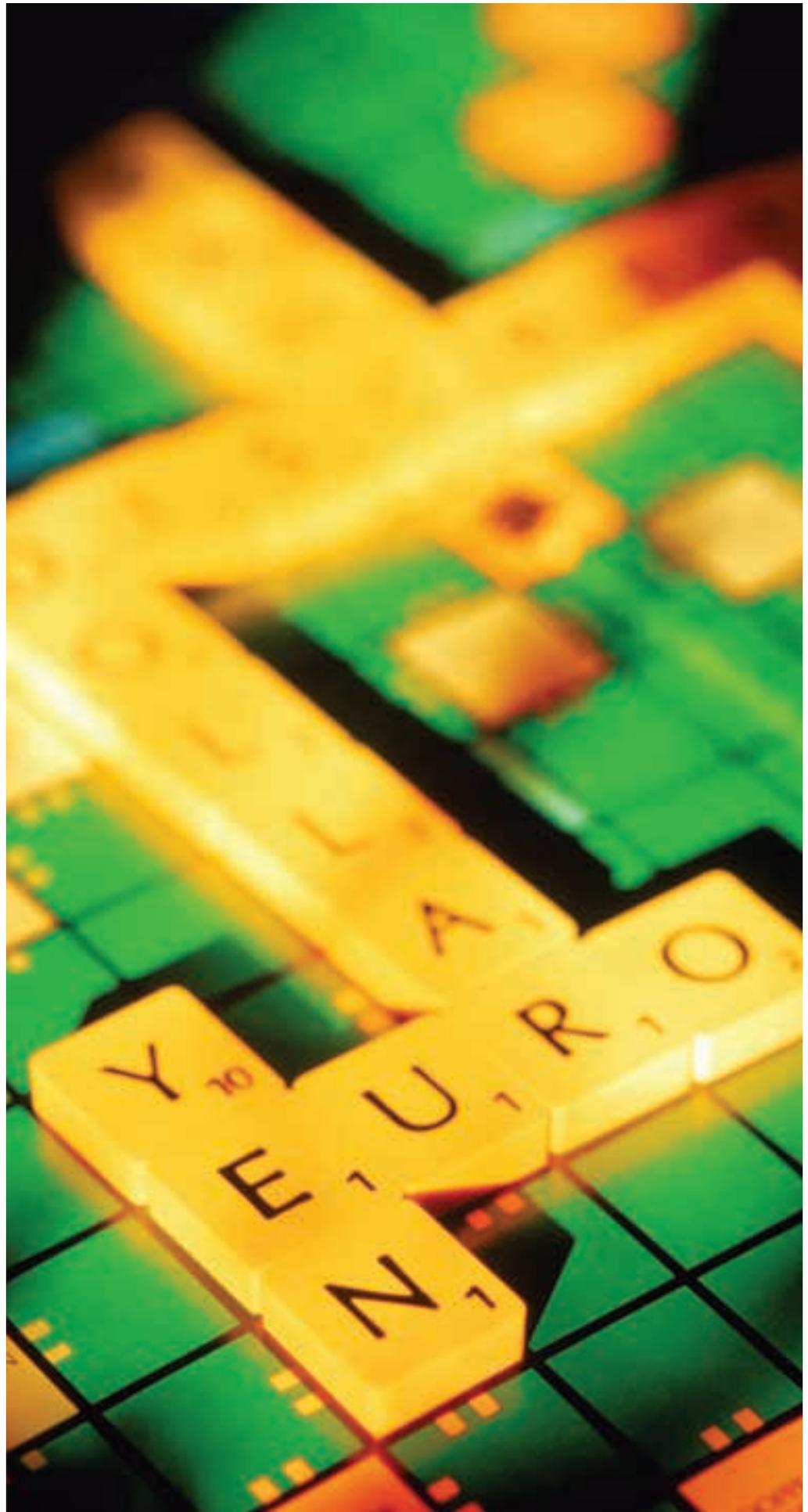
Mario VICENS. Licenciado en Economía de la UCA. Ha sido entre otras actividades, Presidente de la Asociación de Bancos de la Argentina – ABA-, Secretario de Hacienda del Ministerio de Economía de la Nación y Director del Banco Central de la República Argentina.

Introducción

El crecimiento rápido y sostenido de una economía es un fenómeno complejo que, lejos de representar un milagro, es el resultado de la convergencia de un conjunto de factores que actúan en forma articulada para lograrlo. También es cierto que la experiencia de aquellos países que lo han logrado muestra que no existen fórmulas cuya aplicación tenga el éxito asegurado. No obstante ello, hay algunos aspectos de estas experiencias que se repiten en forma sistemática.

El informe de una comisión de diecinueve expertos que fueron convocados por un conjunto de instituciones internacionales¹, para analizar las experiencias de las trece economías que han crecido a una tasa anual media del 7% durante al menos un cuarto de siglo desde 1950 hasta la actualidad, destaca que uno de los aspectos comunes a las mismas son los altos niveles de inversión que han conseguido alcanzar y mantener a lo largo del período.

Invirtiendo recursos en lugar de consumirlos, las sociedades incrementan su bienestar en el futuro sacrificando algo de su capacidad de consumo presente. El conjunto de los trece países analizados en el Informe, ha invertido alrededor de la cuarta parte de la riqueza que ha producido anualmente en forma más o menos permanente a lo largo de tres décadas. Adicionalmente, han dedicado parte de sus ingresos a la educación y otros componentes del capital humano que, aún cuando no generan directamente y en su totalidad un aumento de la capacidad de producir bienes y servicios, forman parte inseparable de un proceso de crecimiento económico sostenido a través de su impacto positivo en el resto de los factores que hacen crecer.



Tal esfuerzo inversor requiere que la economía sea capaz de financiarlo a través de lo que ahorra internamente o de lo que toma prestado en fuentes externas. En realidad y a menos que se trate de recursos que se exportaron previamente, el sentido común indica que cuando se trata de invertir un cuarto del PIB a lo largo de un período extendido de tiempo –el caso de los trece países–, el ahorro externo sólo participa complementariamente y asociado a situaciones o proyectos muy definidos. Es razonable pensar, entonces, que el crecimiento sostenido de una economía depende básicamente de lo que se ahorra internamente y de cómo se utiliza el mismo.

En definitiva, las economías para crecer deben disponer de un flujo de ahorros significativo y continuo para financiar proyectos de inversión, que amplían la capacidad de producir bienes y servicios en el futuro. Si, además, se invierte en los mejores proyectos, se conseguirá maximizar y sostener el crecimiento a lo largo del tiempo.

Esta condición remite en forma inmediata y directa al rol que juegan las finanzas y los sistemas financieros en el crecimiento. La actividad financiera es intrínseca al funcionamiento de la economía, en la medida que los agentes económicos que cuentan con recursos superavitarios intercambian sus excedentes con otros que son deficitarios para trasladar intertemporalmente su capacidad de consumo. Sin embargo, el intercambio de recursos entre unidades económicas superavitarias y deficitarias enfrenta un conjunto de problemas que, si no son resueltos, limitan y obstaculizan el acceso de los ahorristas a los proyectos de inversión y de éstos a la financiación por parte de terceros, impidiendo que las economías desarrollen todo su potencial productivo.

En este contexto, la función de los sistemas financieros constituidos por un conjunto de instrumentos, instituciones y mercados, es allanar los obstáculos y costos que normalmente limitan el acceso del ahorrista individual tanto a la información como al financiamiento de los proyectos de inversión disponibles, seleccionando los mejores proyectos y monitoreando su desenvolvimiento en el marco de una gestión que, al mismo tiempo, debe mantener el riesgo y la liquidez de las inversiones dentro de parámetros que resguarden la estabilidad del sistema y preserven los fondos de los ahorristas.

Los sistemas financieros contribuyen al crecimiento cuando su acción permite movilizar más recursos del ahorro mejorando, al mismo tiempo, la asignación de esos recursos en proyectos de inversión y atenuando y distribuyendo

los riesgos intrínsecos a toda iniciativa cuyos resultados sólo se concretarán en el futuro. De ese modo, sistemas financieros más profundos – en el sentido de que canalizan una gran proporción del ahorro– y más eficientes administrando esos ahorros deberían estar asociados con tasas de crecimiento más altas y más sostenibles en el tiempo.

El presente artículo intenta exponer sucintamente el marco conceptual en el que se trata la relación entre desarrollo y crecimiento económico de largo plazo, las evidencias que surgen de las experiencias internacionales y un repaso más detallado de la experiencia argentina, para terminar con algunas reflexiones acerca de lo que puede esperarse y hacerse en el plano de contribuir a la construcción de un sendero de crecimiento sostenible en el largo plazo desde la perspectiva del sistema financiero argentino.

¹Commission on Growth and Development. “The Growth Report. Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development”. The World Bank. 2008.

Crecimiento económico y desarrollo financiero: panorama conceptual.

Desde Schumpeter a principios del siglo pasado y otros autores como Goldsmith, McKinnon y Shaw en la década de los setenta, hasta los trabajos más recientes de la década de los noventa, se han expuesto diversos argumentos teóricos para explicar la función que cumplen los sistemas financieros y la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Sin embargo, este último plano de la temática ha sido objeto de una amplia discusión académica, sin que hasta el presente se haya podido establecer en forma concluyente en que medida se trata de una relación de causalidad, el sentido de la misma así como las vías a través de las cuales se materializa. Para algunos autores hay razones poderosas para afirmar que el desarrollo financiero es un factor determinante en el crecimiento económico, mientras que para otros es solamente la consecuencia natural del mismo. Obviamente, unos y otros difieren drásticamente acerca del beneficio que puede esperarse de promover el desarrollo de las finanzas como estrategia válida para crecer.

Recientemente, Ross Levine² ha revisado en forma sistemática los trabajos tanto teóricos como empíricos en esta área, con el propósito de establecer el estado de la discusión y la agenda pendiente. A esos efectos y partiendo del hecho de que, desde un punto de vista conceptual, la función de los instrumentos, instituciones y mercados que conforman los sistemas financieros es mitigar las fricciones que provocan en el funcionamiento de la economía, los costos de producir información y realizar transacciones, se plantea un enfoque que enfatiza el aspecto fun-

cional de la actividad, clasificando los servicios financieros en cinco grandes capítulos dependiendo de la naturaleza del servicio que presta: a) producir información ex ante sobre proyectos de inversión; ii) monitorear las inversiones; iii) facilitar la transferencia, diversificación y manejo del riesgo; iv) movilizar y agrupar (“pooling”) el ahorro de las familias y v) facilitar el intercambio de bienes y servicios.

En este marco analítico, producir información y monitorear inversiones en forma mancomunada a través de agentes especializados, permite ampliar las oportunidades de inversión y asignar mejor los recursos del ahorro. Asimismo, administrar también de forma mancomunada los ahorros de tal manera de diversificar el riesgo de las inversiones y mejorar su liquidez, permite financiar proyectos de retornos esperados mayores pero de maduración más lenta o mayor riesgo intrínseco, mientras que agrupando el ahorro propio con el de otros, el ahorrista no sólo mejora el acceso a la información, reduce los riesgos y mejora la liquidez de sus inversiones, sino que puede disminuir los costos transaccionales asociados a la administración de sus ahorros y acceder a alternativas de inversión cuya escala las hace inaccesibles a nivel individual.

Así, los ahorristas se benefician porque pueden optar por los mejores proyectos de un conjunto más amplio que aquel al que accederían sin la intermediación del sistema financiero, y las empresas o individuos que invierten también son favorecidos ya que pueden encarar proyectos sin los límites que imponen la autogeneración de los

recursos a invertir o las necesidades de los ahorristas en forma individual. A su vez, la expansión sostenida de la oferta de servicios financieros y los beneficios derivados de que se provean más eficientemente, deberían fomentar el ahorro e impulsar la acumulación de capital de la economía posibilitando el financiamiento de más proyectos de inversión productiva.

La acción de las instituciones financieras debiera contribuir a mejorar la productividad de la economía, no sólo a través de su eficiencia sino, fundamentalmente, contribuyendo a ampliar la oferta de financiamiento de los proyectos más productivos y desplazando los recursos económicos desde las actividades menos dinámicas hacia aquellas que más aportan al crecimiento económico.

En síntesis, el desarrollo de los sistemas financieros se espera que incremente la tasa de crecimiento en el largo plazo, impulsando los niveles de ahorro e inversión de las economías, por un lado, y la productividad de sus recursos por el otro.

Ahora bien, esta formulación tan general debería ser tamizada por algunos fenómenos que pueden favorecer o limitar los beneficios que el crecimiento debería obtener del desarrollo financiero, al menos en el plano teórico. Un primer aspecto de la cuestión tiene que ver con el impacto que éste último provoca en el ahorro tanto de los individuos como de las firmas.

Algunos autores mencionan el impacto ambiguo que se derivaría de la mejora de

² Levine, R. (2005). Finance and Growth: theory and evidence. Handbook of Economic Growth 1(1).

la liquidez y de otros beneficios del desarrollo financiero sobre la propensión a ahorrar de los individuos, especialmente cuando éstos ganan en certidumbre. Evidentemente, éste sería el caso si es que hay una percepción generalizada de que el desarrollo financiero permite acceder a activos cuyo rendimiento esperado supera ampliamente y en forma generalizada lo que podía esperarse de las alternativas disponibles fuera del sistema. , normalmente muy poco líquidas y de altos costos de transacción. Sin embargo, para que tenga efecto sobre el crecimiento, debería tener tal magnitud que compense el impacto positivo que se deriva de sustituir activos, normalmente de escasa o ninguna productividad como los metales preciosos, por otros más productivos.

Por otra parte, aspectos de orden cultural u organizativo de la economía, muchas veces de raíz histórica, así como factores demográficos, pueden jugar un rol muy importante en la determinación del ahorro y la efectividad con la que éste es canalizado por los sistemas financieros. La tradición del auto-ahorro, muy acendrada en ciertas sociedades, experiencias de crisis financieras que resultaron traumáticas para ahorristas y tomadores de financiamiento, o la ineficiencia del Estado administrando parte de los recursos que provienen del ahorro, pueden terminar inhibiendo gran parte o todo el beneficio esperado del desarrollo financiero sobre el crecimiento.

Algunos atributos de los sistemas financieros también forman parte de la cuestión, en particular la composición del mismo, su tamaño y su eficiencia. El primero se relaciona con el peso relativo que tiene un sistema basado en entidades bancarias versus aquellas en las cuales preponderan los mercados de capital y los intermediarios no bancarios. En general no sólo se han asociado positivamente los niveles de productividad y de renta per cápita de los países más desarrollados con el tamaño de sus sistemas financieros, sino que también se los relaciona con una mayor participación de los intermediarios financieros no

bancarios y los mercados de valores en el total de los activos que se administran.

Los servicios que ofrecen ambas clases de agentes financieros se complementan y superponen, a tal punto que los bancos siguen siendo los elementos clave del sistema aún en economías de alto nivel de desarrollo con algunas excepciones muy vinculadas a situaciones específicas de los países. No obstante ello, es evidente que la intermediación financiera bancaria es diferente a la que realizan otros intermediarios financieros porque, dependiendo del marco regulatorio específico y los usos y costumbres que rigen en cada economía, la base de financiamiento de los bancos está constituida por recursos que provienen de depósitos convertibles a la vista –medios de pago- u otras obligaciones de plazo normalmente corto. Ello condiciona la madurez y otros atributos de las inversiones que son elegibles para ser financiados, haciendo que la participación de la banca en la estructura del sistema financiero pase a formar parte de los elementos que podrían terminar afectando el ritmo y la sostenibilidad del crecimiento de una economía.

Por otra parte, Fitzgerald³ plantea que el impacto del desarrollo financiero y de cada clase de intermediario financiero en el crecimiento económico de los países, puede ser diferente en función de la fase de desarrollo que atraviesan. En este sentido, también puede suceder que la conformación del sistema financiero termine siendo el resultado de la etapa por la cual transita el crecimiento de una economía y no un factor condicionante del mismo.

En relación con el tamaño y la eficiencia, cabe decir que algunos segmentos claves de la intermediación financiera, como es la producción de información, la mancomunación de los ahorros y la diversificación de las carteras, se supone que se pueden beneficiar con fuertes economías de escala en la medida que se gana en tamaño debido a la fuerte incidencia de los costos fijos. Por otra parte, mientras mayor sea el sistema financiero respecto del tamaño de

Algunos atributos de los sistemas financieros también forman parte de la cuestión, en particular la composición del mismo, su tamaño y su eficiencia. El primero se relaciona con el peso relativo que tiene un sistema basado en entidades bancarias versus aquellas en las cuales preponderan los mercados de capital y los intermediarios no bancarios.

la economía, la información que produce y la diversificación del riesgo entre diferentes actividades serán más completos, con el beneficio de que ambos aspectos de la actividad son generadoras de externalidades para el conjunto de la economía.

No obstante ello, la apropiación de estos beneficios por parte del conjunto de la economía depende básicamente del camino que se adopte en el plano regulatorio, en particular para resolver las tendencias a la concentración que se derivan de la presencia de economías de escala. La concentración de la actividad en pocos agentes financieros, sobre todo cuando hay barreras de entrada al mercado, hace que quienes ya están en el mismo cuenten con cierto poder de mercado en relación a los usuarios y sus decisiones provoquen situaciones de inestabilidad macroeconómica a partir de su importancia sistémica, que terminan perjudicando el proceso inversor. En el otro extremo, impedirla vía regulaciones puede dejar a la economía sin los beneficios derivados de esas economías de escala.

³Fitzgerald, Valpy. (2007) Desarrollo financiero y crecimiento económico: una visión crítica. Principios N° 7

La evidencia empírica disponible

Para medir el desarrollo financiero de una economía normalmente se utilizan dos tipos de indicadores, los que miden el volumen de activos que están bajo administración de los sistemas financieros organizados en relación a PIB de cada economía, por una parte, e indicadores que intentan establecer la proporción de los usuarios potenciales de los servicios financieros que tienen acceso al mismo, por la otra. En el primer caso, se utiliza habitualmente el crédito al sector privado provisto por los bancos y los mercados de capital o los pasivos financieros líquidos de las entidades integrantes del sistema financiero, mientras que para medir el acceso el indicador más utilizado es la proporción de la población adulta que tiene cuenta en entidades financieras.

En ambos casos, las mediciones son aproximadas y no necesariamente reflejan en forma integral o el grado de desarrollo financiero de una economía o las vías a través de las cuales éste se vincula con el crecimiento. Por ejemplo, el indicador de crédito al sector privado no suele incluir la autogeneración de fondos de las empresas como fuente de financiación de la inversión, una dimensión del problema que puede ayudar a calificar el estadio del desarrollo financiero de una economía, e incluye, por otra parte, el crédito de consumo, cuyo incremento impulsa la demanda agregada pero no necesariamente potencia en forma significativa el crecimiento de largo plazo de la economía.

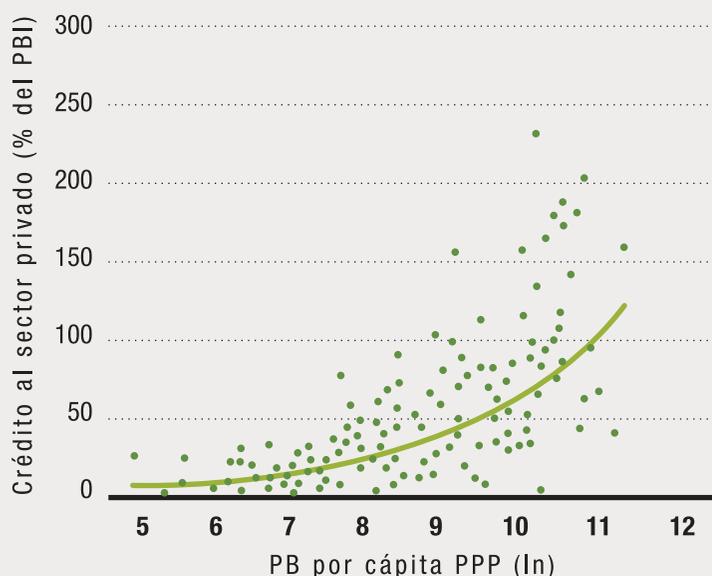
Los gráficos adjuntos provenientes del Reporte de Economía y Desarrollo 2011 de la

Corporación Andina de Fomento (CAF), dedicado a analizar el papel que cumplen las finanzas en el desarrollo de América Latina, muestran la fuerte correlación que presenta el PIB per cápita promedio de 2005-2007 con los dos indicadores más utilizados para medir profundidad financiera y acceso a servicios financieros⁴. En ambos casos, los datos presentan una clara relación positiva entre los indicadores financieros y el ingreso per cápita, que se acelera a medida que aumenta el nivel de éste último, así como una gran dispersión para cada nivel de ingreso, sobre todo en el indicador de profundización.

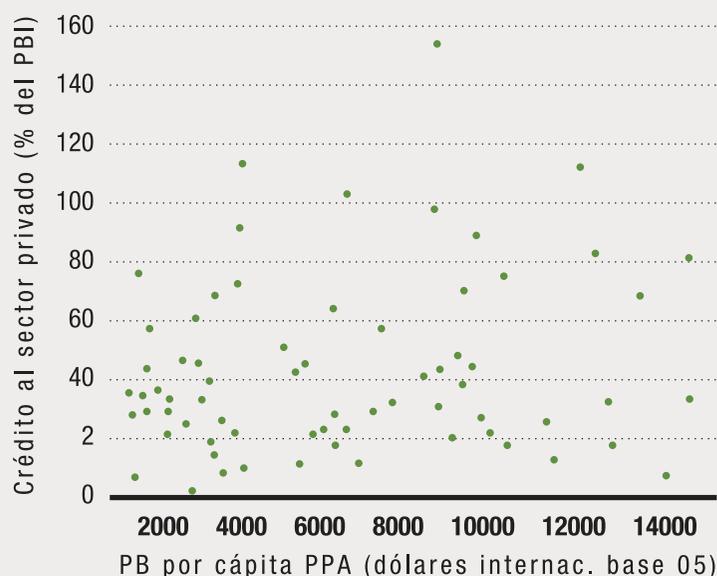
A pesar de que la correlación entre ambos indicadores de desarrollo financiero y los niveles de ingreso per cápita es evidente, la misma no permite avanzar mucho más

PROFUNDIZACION FINANCIERA Y NIVEL DE INGRESO

Relación nivel-in
Promedio 2005-2007



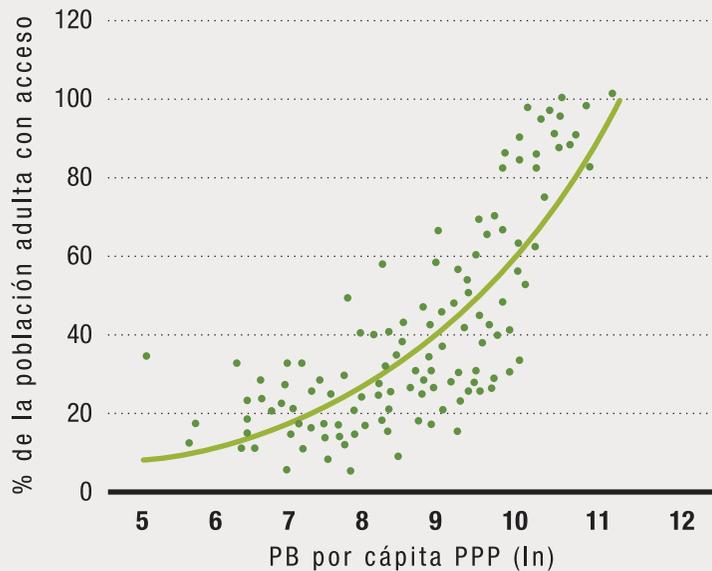
Relación nivel-nivel
Promedio 2005-2007



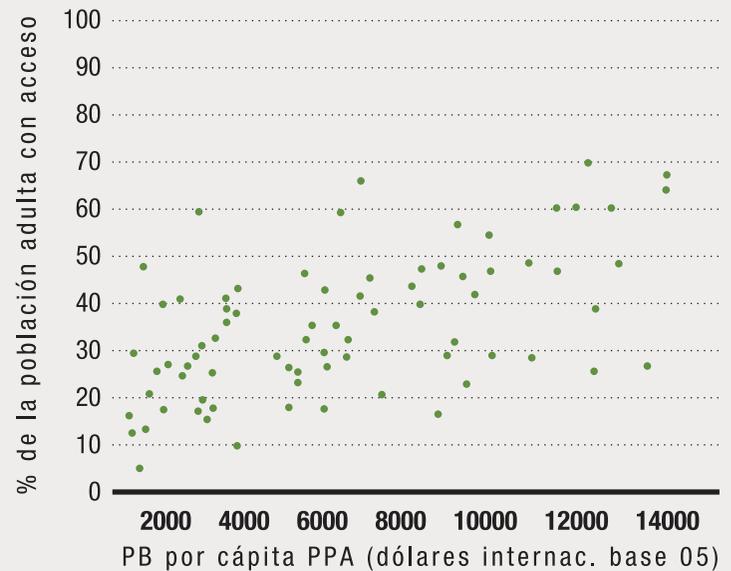
⁴CAF (2011) Servicios financieros para el desarrollo: promoviendo el acceso en América Latina. Reporte de Economía y Desarrollo. Pags. 26 y 27. En el primer caso se utiliza una muestra de 175 países mientras que en el segundo alcanza a los 151 países.

ACCESO A SERVICIOS FINANCIEROS Y NIVEL DE INGRESO

Relación nivel-in . 2007



Relación nivel-nivel



sobre la naturaleza de la relación dinámica que se da entre el primero y el crecimiento económico. Para ello algunos autores han aplicado métodos diversos que intentan mejorar la identificación de los factores que inciden en la relación y el sentido de la causalidad, mientras que otros han optado por establecer los canales a través de los cuales se concreta la vinculación que registran los datos vía modelos de equilibrio general y estudios de casos a nivel de sectores y firmas⁵. La conclusión general es que el desarrollo financiero estaría relacionado con el crecimiento económico de largo plazo, particularmente a través de la mejora de la productividad que se produce como resultado de la reasignación de recursos hacia firmas que disponen de buenos proyectos pero padecían de cierto racionamiento de crédito.

En trabajo publicado recientemente, Dabós y Williams cuantifican la relación entre desarrollo financiero y el crecimiento económico, medido por el PIB per cápita y las fuentes del crecimiento, el acervo de capital físico per cápita y la productividad total de los factores de producción, utilizando una nueva metodología que corrige algunos de los problemas estadísticos que padecían las anteriores⁶. Tomando en cuenta que los datos exponen una fuerte heterogeneidad entre la situación de los países pertenecientes a diferentes regiones, los autores reestiman la vinculación del crédito al sector privado y los pasivos líquidos de la economía como indicadores de desarrollo financiero, con las tres variables representativas del crecimiento económico para 78 países y 35 años, divididos éstos últimos en siete períodos de cinco años para cada región. El mismo procedimiento es realizado para el caso individual de la economía argentina.

Las estimaciones obtenidas sugieren que la correlación encon-

trada estadísticamente corresponde, en realidad, a la influencia de los países de América Latina y África dado que, en las otras regiones, no parece ser significativa; en realidad, este resultado podría estar indicando que el desarrollo financiero tiene más impacto durante las primeras etapas del proceso de crecimiento, superadas las cuales, la relación se retroalimenta. Por otra parte, los resultados tienden a confirmar que el canal de transmisión principal es el incremento de la productividad y no tanto el aumento del acervo de capital físico de la economía.

⁵Para más detalles ver CAF (2011) Págs. 28 a 34.

⁶Dabós, Marcelo y Williams, Tomás. (2010). Revaluando el impacto del desarrollo financiero. Ensayos Económicos N°60, BCRA, Oct-Dic 2010



THOMSON REUTERS

INFORMACION INTELIGENTE Y SOLUCIONES DE GESTION PARA PROFESIONALES

LA LEY

LA LEY ONLINE
CHECKPOINT

 **SISTEMAS
BEJERMAN**

Viamonte 1534 • Ciudad Autónoma de Buenos Aires • Tel.: **(011) 4371-2107**

El desarrollo financiero de la economía argentina.

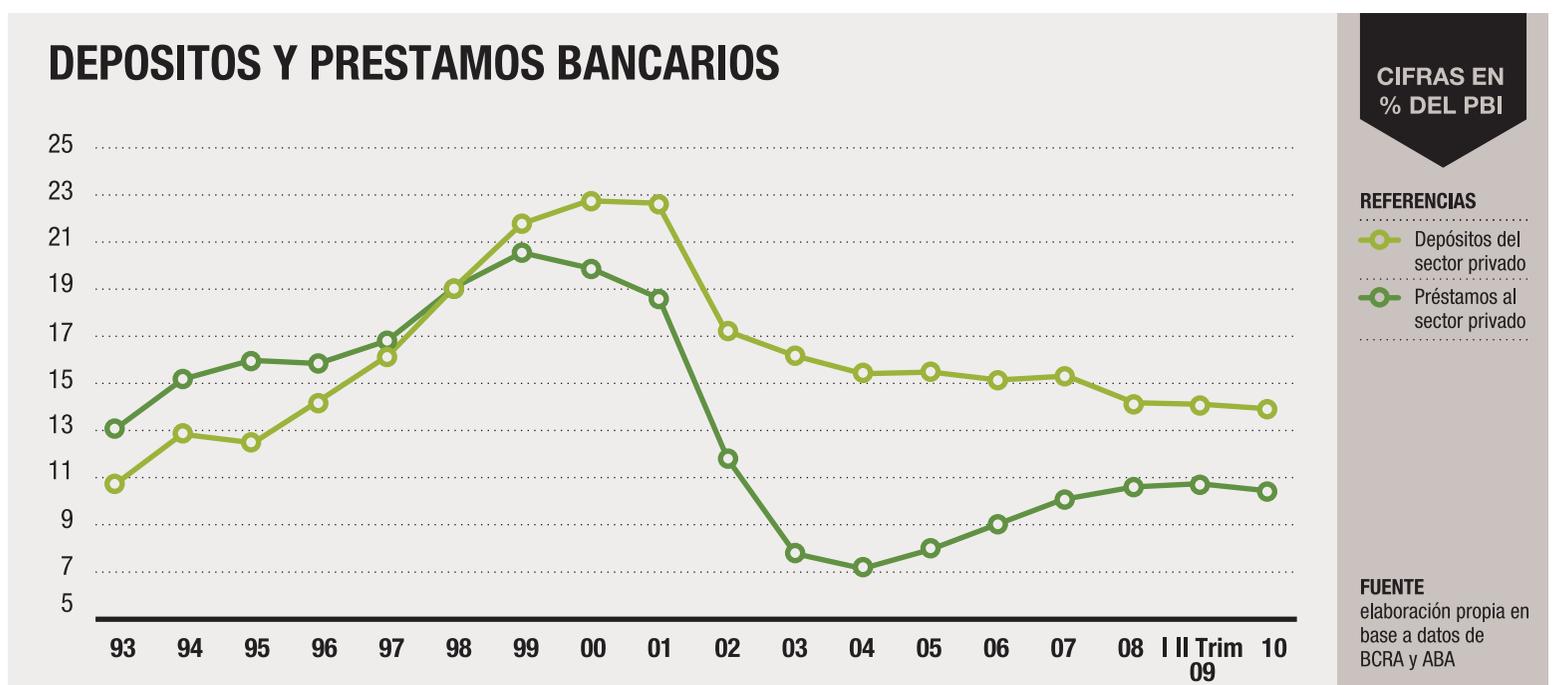
Los resultados de Dabós y Williams en relación con Argentina, muestran que el crecimiento promedio anual del 0,95% en el período 1961-1995, hubiera podido aumentar de haberse contado con niveles más altos de crédito al sector privado y pasivos líquidos, vale decir, ahorro canalizado a través de los diferentes canales con que cuenta el sistema financiero. De cualquier modo, el análisis también indica que tal posibilidad se habría diluido durante los últimos años, porque la relación deja de ser estadísticamente significativa cuando el período se extendió hasta 2005.

Estos resultados están en línea con lo que se podría esperar tomando en cuenta la evolución de la economía y del sistema financiero en Argentina a lo largo de las tres últimas décadas. La vigencia de un marco regulatorio dominado por la vigencia de límites a la remuneración del ahorro y mecanismos para orientar el crédito a lo largo de la década del 80, más los problemas fiscales, monetarios y cambiarios que se derivaron del endeudamiento público contraído a comienzos de la misma en el marco de la crisis disparada por la cesación de pagos de México, condicionaron el desarrollo de los mercados de capital y del sistema bancario y su eventual contribución al crecimiento económico de largo plazo.

Con el desenlace de esa situación a comienzos de los 90 - hiperinflación, quita y reestructuración de la deuda pública, sustitución y convertibilidad de la moneda nacional, liquidación de la

banca de desarrollo, apertura del mercado financiero, etc. -, se inició una etapa de expansión del sistema financiero hasta que la concurrencia de un conjunto de situaciones negativas - los problemas de Rusia y el Sudeste Asiático, la devaluación de la moneda brasilera, el aumento del endeudamiento público en el país y la concentración de vencimientos en el corto plazo -, provocaron el abandono de la Convertibilidad, la devaluación de la moneda nacional, la cesación de pagos de la deuda pública y la conversión compulsiva de los contratos denominado en moneda extranjera a la moneda nacional devaluada.

El gráfico adjunto muestra el impacto de la crisis en los depósitos y préstamos bancarios correspondientes al sector privado. Luego de la crisis de 2001/02, tanto los ahorros canalizados por los bancos como el crédito al sector privado sufrieron una profunda caída, de la que sólo el crédito se ha recuperado parcialmente. Los mercados de capital también sufrieron el impacto de la crisis a tal punto que, según estimaciones privadas, a mediados de 2009 la capitalización bursátil de las acciones y la deuda emitidas por las empresas representaba no más del 16% del PIB, prácticamente nada comparado con más del 100% que representaban estos instrumentos financieros en Brasil y Chile.





Los datos aportados por Dabós y Williams muestran que tanto el promedio del crédito al sector privado como los pasivos líquidos en relación al PIB – los indicadores adoptados para medir la profundidad financiera- en Argentina han representado alrededor del 70% de lo que esos mismos indicadores alcanzan para el conjunto de la región America Latina, sugiriendo que hay factores específicos de la economía argentina incidiendo en su desempeño.

En el Informe de la CAF ya mencionado, se exploran algunos de estos factores. Cuando se compara el crédito privado en relación al PIB per cápita promedio observado para el período 2005-2007, con el nivel que debiera haber alcanzado según surge de una regresión simple entre las dos variables para una muestra de 174 países⁷ y se incorpora como variable independiente la volatilidad de la economía –medido por el desvío estándar de la tasa de crecimiento del PIB-, la brecha entre el valor estimado y el valor observado disminuye en forma significativa, indicando que la incertidumbre es un factor de relevancia para explicar la falta de profundidad del sistema financiero en el caso argentino.

No obstante ello, la permanencia de esa diferencia una vez introducida la volatilidad como argumento indica que hay otros factores incidiendo en un desempeño que está por debajo de lo que debiera esperarse. Para explorar las razones del mismo se revisarán primero los factores que dominan la oferta de ahorros en la economía argentina, para considerar luego la demanda de financiamiento y los costos de la intermediación financiera.

⁷ CAF (2010) Pág. 75

La oferta de fondos.

Como ya se ha mencionado, en la medida que el sistema financiero se desarrolla se espera que movilice el ahorro de la población estimulándolo y permitiendo una mejor administración del mismo, en tanto el ahorrista no sólo accede a mejor información, acota los riesgos y mejora la liquidez de sus inversiones, sino que disminuye los costos que le demanda administrar sus excedentes y puede acceder a alternativas de inversión más rentables y de mayor escala.

El ahorro de la economía es un fenómeno complejo que tiene que ver con los niveles de ingreso per cápita, su distribución, factores demográficos y culturales, la presencia de sistemas de seguridad social, la disponibilidad y rendimiento esperado de los instrumentos de ahorro, etc. Desde el punto de vista de la relación entre desarrollo financiero y crecimiento sostenido, lo más relevante es la proporción de ese ahorro que se canaliza a través de las instituciones que conforman el sistema financiero, porque, de ese modo, se supone que la economía se enriquece con el valor que agrega la intermediación financiera de los mismos.

La falta de profundidad financiera que exhibe la economía argentina no parece haber sido la consecuencia de la falta de ahorro – superávits sostenidos de la cuenta corriente externa en un contexto de inversión sostenida así lo indican –, sino de la escasa proporción del ahorro nacional que se canaliza a través de las instituciones que conforman el sistema financiero doméstico. El sistema bancario administra ahorros del sector privado por el 15% del PIB, muy por debajo de lo que sucede en otras economías con niveles de ingreso menores. Las cuentas de depósito son su principal fuente de fondeo, porque prácticamente no cuenta con fondos provenientes de la

colocación de deuda en los mercados ni líneas de crédito del exterior. La mitad de los depósitos son de naturaleza transaccional y relativamente estables, de tal manera que una parte de los mismos puede utilizarse para atender financiaciones. Los depósitos de ahorro propiamente dicho –depósitos de plazo fijo– representan menos de la mitad del total con un plazo promedio que no supera los sesenta días.

A esta situación contribuyen una serie de factores, algunos de ellos de carácter estructural y de vieja data, difíciles de modificar en el corto plazo, y otros de origen más reciente. Entre ellos se debe mencionar que décadas de inestabilidad e incertidumbre en el plano económico, han desarrollado en la población una tendencia a ahorrar en instrumentos claramente desvinculados de la inversión productiva en el país. Este es el caso de los ahorros que fluyen a cuentas en el exterior, el acopio de moneda extranjera o la compra de bienes raíces cuya contribución a la financiación de la producción de bienes y servicios es nula.

Por su parte, el volumen de recursos que canaliza el mercado de capitales en Argentina nunca alcanzó la relevancia que éste adquirió en otros países de la región como Chile o Brasil, en parte por razones crónicas y, más recientemente, porque los tenedores de deuda de las empresas sufrieron alternativamente la pesificación, la reestructuración o quitas a sus acreencias en el marco de la crisis de comienzos de la década. Posteriormente, la estatización de los fondos de pensión desplazó a la esfera de la administración pública la principal y prácticamente única fuente de ahorros de largo plazo en el país, introduciendo la posibilidad de que en su administración influyan factores exógenos a la decisión de inversión propiamente dicha.

Como resultado de esta situación, durante los últimos años gran parte de la inversión ha sido financiada a través de la reinversión de utilidades de las empresas y el aporte de capitales por parte de los accionistas u otros inversores, sin una participación relevante de los mercados financieros organizados. Por ejemplo, entre los años 2004 y 2008, la inversión extranjera directa pasó de cuatro mil millones a casi nueve mil millones de dólares estadounidenses, en gran medida en concepto de reinversión de utilidades y aportes de los accionistas que claramente no son intermediados por el sistema financiero.

También deben ser desatcados otros dos factores de orden macroeconómico que son relevantes condicionando la decisión de los ahorristas. El primero es la desconfianza en el sistema financiero en general y bancario en particular, que quedó como resabio de la crisis a comienzos de la década. El segundo, la incertidumbre que genera la inflación respecto del poder de compra que tendrán los ahorros al cabo de un tiempo. A pesar de que el primero de ellos parece estar superándose gradualmente, especialmente luego de la robustez que exhibieron los bancos durante la crisis que azotó a los mercados financieros internacionales entre mediados de 2007 y 2009, la permanencia de presiones inflacionarias significativas sin duda conforma una barrera difícil de franquear para que la población ahorre en instrumentos financieros a largo plazo, en particular cuando no se cuenta con mecanismos que permiten preservar el capital de los efectos de la inflación.

Ya en un plano más funcional, el otro aspecto a considerar es el grado de bancarización de la población, en la medida que el acceso de la misma a los servicios

bancarios, se supone que facilita que se familiarice con los beneficios de ahorrar en instrumentos que canalizan esos fondos al financiamiento de la inversión. De acuerdo con los gráficos de la página 6, el acceso de la población a los servicios financieros en Argentina está también muy por debajo del que exhiben la mayoría de los países que disponen de un nivel de ingresos per cápita similar. Por otra parte, una encuesta realizada en hogares de 17 ciudades de Latinoamérica elaborada por la CAF⁸ - Buenos Aires y Córdoba en Argentina muestra que sólo 44% de los entrevistados dispone de al menos una cuenta en una entidad bancaria, claramente por debajo del 51% que resulta como promedio en el conjunto de ciudades de varios países de la región consideradas en la encuesta.

Tratándose de que la encuesta cubrió zonas urbanizadas en las cuales se dispone de abundante infraestructura bancaria, la proporción de la población entrevistada que declara no disponer de una cuenta y, al mismo tiempo, no menciona el precio o los requisitos como la razón para no poseerla, resulta más que significativo. También lo es la desproporción que surge de la misma encuesta entre quienes declaran que ahorran en efectivo respecto de quienes lo hacen en instrumentos de naturaleza bancaria, en línea con el uso casi exclusivo del efectivo como medio de pago. Cabe especular que, en realidad, estas respuestas reflejan la incidencia de la carga impositiva que pesa sobre las transacciones bancarias, cuya incidencia ha hecho que se desarrolle todo un sistema de transacciones en efectivo para eludir el pago del impuesto.



⁸CAF (2010) Cap 5

La demanda de financiamiento

Interesa considerar ahora la estructura de la demanda de financiamiento para invertir y el acceso de las empresas al sistema financiero como fuente principal de esa demanda. El Informe de la CAF (2010) contiene un conjunto de información que permite trazar un panorama de lo que sucede en Argentina. Los datos provienen de una encuesta a mil empresas recabada por el Observatorio Pyme para el período 2006-2009, cuyas respuestas fueron sistematizadas por De Giovanni y Pasquini. De las mismas surge que alrededor del 60% de los encuestados utiliza recursos propios para financiar la inversión, 22% cuenta con crédito bancario, 8% se financia con proveedores y alrededor del 4% utiliza financiamiento proveniente de programas públicos. La participación de las firmas que utilizan recursos propios disminuye en la medida que aumenta su tamaño a favor de las que se financian con crédito bancario, aunque los cambios no dejan de ser marginales.

La ausencia en las respuestas de otras fuentes de financiamiento que forman parte del mercado de capitales, debe atribuirse a que las firmas encuestadas son básicamente pequeñas y eventualmente medianas porque, además del impacto negativo que la crisis y la estatización de los fondos de pensión tuvieron en los mercados de capital, listar acciones o deuda en esos mercados conlleva costos fijos que en general las PYMES sólo afrontan si, de ese modo, abren un canal financiero que les resulta predecible y de permanencia asegurada. De hecho, aunque durante los últimos años luego de la crisis ha crecido la emisión de fideicomisos y otros instrumentos similares, su utilización está muy concentrada en financiar el consumo y su monto no alcanza a modificar el carácter básicamente bancario del sistema financiero argentino.

Con relación al acceso de las firmas, la casi totalidad de las que han sido consultadas en Argentina para el Enterprise Surveys del Banco Mundial – se excluyen las informales – respondieron, sin distinción de tamaño, que disponen de por lo menos una cuenta de depósito en el sistema bancario. Sin embargo, sólo 40% de esas empresas contestaron que tenían vigente algún crédito de instituciones financieras y 63% de las mismas no habían solicitado financiamiento bancario en el último año.

Las encuestas del Observatorio PYME ya mencionada y la “EFI-PyME” de la Fundación Capital confirman esta información. Una proporción relativamente menor de las firmas que formaron parte de las encuestas - entre el 30% y el 55% según el tamaño para la primera, y 20% para la segunda - informan haber solicitado crédito a los bancos, solicitudes que han sido aceptadas en alrededor del

80% de las solicitudes en términos generales y 55% en el caso de las firmas más chicas. Estos resultados estarían indicando que las empresas, sobre todo pequeñas y medianas, estarían utilizando los servicios del sistema bancario para atender requerimientos transaccionales, pero no lo hacen para resolver sus necesidades crediticias. En su lugar tienden a utilizar los recursos generados internamente, especialmente cuando se trata de financiar inversiones.

Los fenómenos que explican estos comportamientos son ampliamente conocidos en la literatura económica y explican esta dificultad para financiarse con fondos de terceros, especialmente cuando la empresa es pequeña o mediana. Se trata de los problemas de selección adversa, riesgo moral y otras externalidades, provocados por la presencia de asimetrías de información entre demandantes y ofertantes de fondos, por la existencia de condiciones que incentivan a los deudores a tomar riesgos excesivos en contra de los intereses de los acreedores, y por las dificultades que se enfrentan para producir y difundir la información relevante que puede impedir estos comportamientos. De hecho, en la encuesta del Banco Mundial recién mencionada, las respuestas varían significativamente con el tamaño de las empresas, puesto que la proporción de las que reportan tener crédito bancario vigente, pasan del 23% en el caso de las pequeñas hasta el 75% para las más grandes, mientras que la proporción de las que informan no haber solicitado financiamiento durante el último año pasa del 45% al 77% conforme disminuye el tamaño de la firma.

En el caso argentino, por otra parte, hay razones para pensar que las decisiones de inversión y financiamiento de las empresas pueden estar afectadas por otros factores no estrictamente vinculados a la relación entre oferentes y demandantes de fondos. De hecho, ya se mencionó que la variable volatilidad del crecimiento explica una parte significativa de la brecha que registran los indicadores de profundidad financiera, respecto del valor estimado que surge de la experiencia de un conjunto muy amplio de economías.

Es evidente que la incertidumbre afecta también las decisiones de invertir por parte de las empresas y, por lo tanto, de demandar financiamiento para expandir la capacidad productiva. En este sentido, la encuesta “EFI-PyME” de la Fundación Capital ya mencionada, provee dos informaciones que resultan relevantes en esta materia. En primer lugar, a partir del tercer cuatrimestre del año 2008 cuando se profundiza la crisis financiera internacional y el conflicto con el campo, cae drásticamente la proporción de empresas encuestadas que informa haber llevado adelante proyectos

de inversión, desde casi 70% en el 2006 hasta 35% en 2009. En segundo lugar, cuando a mediados de 2009 se les preguntaba a los encuestados los motivos que tenían para no invertir, más de la mitad respondieron que la razón era la incertidumbre sobre la marcha de la economía, el triple de empresas que contestaron lo mismo en 2006. La falta de financiamiento figuraba en tercer lugar con un 13% de las respuestas⁹.

El cuadro adjunto provee de más información sobre la cuestión, informando las razones expuestas por las firmas relevadas por la encuesta “EFI-PyME” de la Fundación Capital, para no solicitar la asistencia bancaria para financiar inversiones. Algunas de las razones expuestas, como es el caso de la falta de garantías, se corresponden con la presencia de fallas de mercado ya mencionadas. Del mismo modo, la falta de confianza en los bancos tiene que ver con la crisis de comienzos de la década, durante la cual las empresas que eran pequeñas y poco endeudadas fueron los sujetos de crédito que más sufrieron el colapso financiero del sistema bancario ante la huida de los depósitos y la imposibilidad de reducir el monto de la deuda pública en el activo de los bancos. Adicionalmente se plantean como obstáculos el costo y los plazos del crédito, por un lado, y requerimientos informativos complejos, por el otro. El primero tiene que ver claramente con la situación macroeconómica, la oferta de fondos disponible y la

eficiencia del sistema. Los otros factores mencionados podrían interpretarse como obstáculos interpuestos por los bancos para no prestar, algo que no tendría sentido si se considera que la mayor parte de las solicitudes de fondos son aceptadas y no rigen regulaciones a las tasas de interés ni a la asignación del crédito que justifiquen racionarlo. Alternativamente, podría ser atribuido a la falta de papeles por parte del demandante de fondos. Aunque es difícil establecer fehacientemente la magnitud del problema, esta respuesta como los otros motivos no especificados pueden estar reflejando el estado de informalidad de la condición tributaria o laboral del demandante de fondos, lo que impide que la entidad financiera cuente con la información que se requiere para evaluar adecuadamente las propuestas e incorpora, a su vez, riesgos legales y tributarios no cuantificables a los proyectos. También puede ser una razón para que las firmas se abstengan de solicitar financiamiento en los mercados financieros institucionalizados.

MOTIVOS PARA NO SOLICITAR UN CREDITO BANCARIO PARA INVERSION

| | 2006 | | | 2007 | | | 2008 | | | 2009 | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1º | 2º | 3º | 1º | 2º | 3º | 1º | 2º | 3º | 1º | 2º |
| NO TIENEN NECESIDADES FINANCIERAS / USAN OTRAS FUENTES | 45,2 | 57,9 | 48,6 | 58,6 | 67,3 | 69,3 | 56,0 | 60,0 | 57,3 | 70,7 | 72,8 |
| INCONVENIENTES CON LOS BANCOS | 26,7 | 27,8 | 31,8 | 26,9 | 23,6 | 20,1 | 33,3 | 27,7 | 29,9 | 19,3 | 15,4 |
| Las tasas de interés son muy elevadas | 14,0 | 13,9 | 16,9 | 11,5 | 13,2 | 10,1 | 11,6 | 14,5 | 11,6 | 15,7 | 9,5 |
| Les faltan garantes | 3,2 | 3,3 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,6 | 2,4 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | 1,8 |
| Los plazos no les convienen | 2,3 | 1,0 | 0,0 | 5,7 | 2,3 | 4,2 | 8,2 | 3,0 | 1,8 | 0,0 | 0,0 |
| Desconfianza en los bancos | 2,7 | 4,8 | 7,4 | 3,5 | 5,5 | 1,1 | 4,8 | 5,5 | 6,1 | 1,4 | 1,8 |
| Requerimientos informativos complejos | 4,5 | 4,8 | 6,8 | 5,7 | 2,7 | 3,2 | 6,3 | 3,4 | 9,8 | 2,1 | 2,4 |
| OTRAS | 28,1 | 14,4 | 19,6 | 14,5 | 9,1 | 10,6 | 10,7 | 12,3 | 12,8 | 10,0 | 11,8 |

CIFRAS EN %

⁹Aunque la falta de financiamiento como motivo para no invertir en la encuesta del Observatorio PYME alcanza alrededor del 30% de las firmas relevadas, no se informa que se hayan propuesto varias alternativas de respuesta a la pregunta

La oferta de servicios de intermediación.

Otro aspecto que resulta relevante para tener un panorama completo del problema es el costo y las condiciones de los servicios que presta el sistema financiero. Del cuadro que contiene las respuestas a la “EFI-PyME” de la Fundación Capital a lo largo de los últimos años y que se adjunta en la sección anterior, surge que entre 10% y 15% de las empresas que formaron parte de la encuesta, respondieron que los costos del crédito fueron también uno de los motivos para no solicitar financiamiento bancario para invertir. Una proporción mucho menor mencionó en algún momento a los plazos del financiamiento como obstáculo. Al mismo tiempo, las condiciones exigidas para la apertura de una cuenta, el costo y otras exigencias que se requieren para mantenerla activa, la accesibilidad física a los servicios, son todos factores que pueden condicionar o facilitar el acceso a los servicios bancarios sobre todo en el caso de las personas físicas.

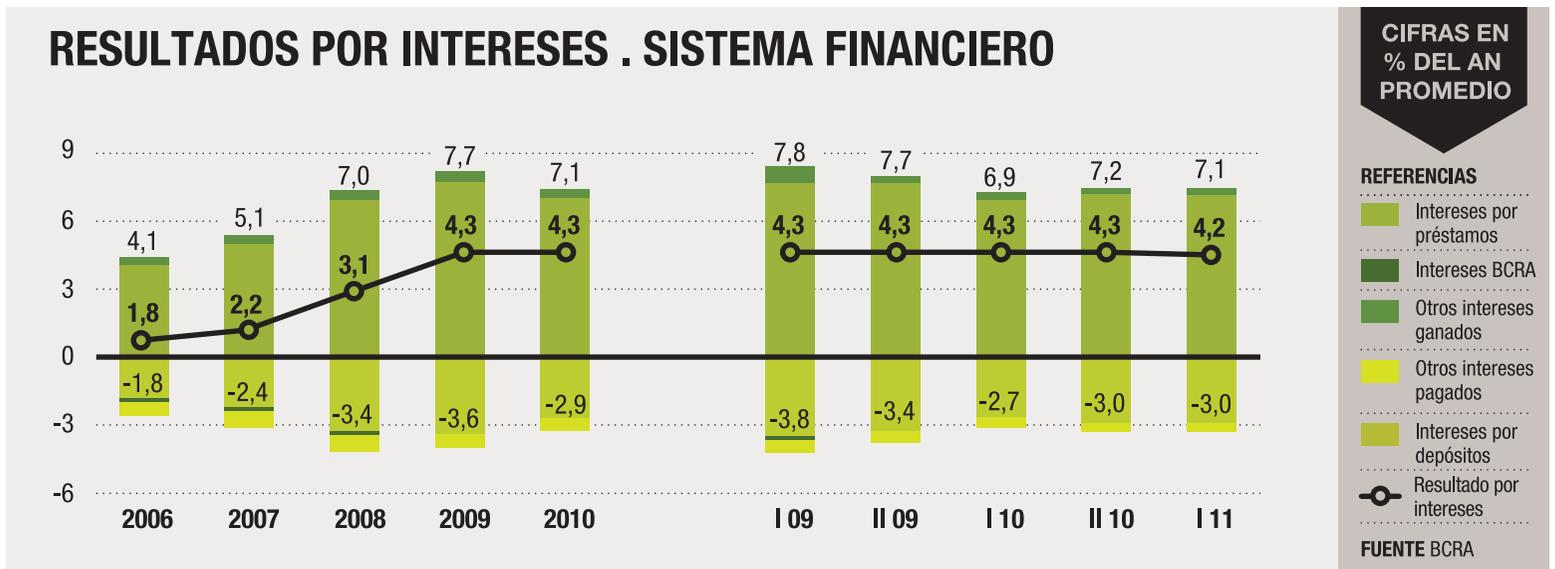
Según la información que presenta el Informe de la CAF (2010) ya mencionado, el margen de intermediación bancaria en Argentina en el año 2004 se encontraba por debajo del promedio de América Latina, cuyo nivel, a su vez, triplicaba los vigentes en los países de la OCDE¹⁰. Comparado con otros países similares en la región, Argentina estaba algo mejor que Brasil y peor que Chile y Colombia, dentro de un contexto en el que todos superan ampliamente los márgenes vigentes en el mundo desarrollado.

Según el mismo Informe, el denominador común de esta situación son los altos costos operativos en la región, el escaso tama-

ño de los sistemas bancarios que impide obtener economías de escala muy presentes en los países desarrollados, la incidencia de regulaciones prudenciales más estrictas que las que rigen en esos países derivadas de la inestabilidad macroeconómica que suele asolar a los mismos y la presencia de riesgos de naturaleza idiosincrática que afectan a la actividad crediticia.

El gráfico adjunto publicado por el Banco Central argentino (BCRA)¹¹, ofrece un panorama más detallado sobre la estructura del margen por intereses en el país en la actualidad. Debe mencionarse que los activos que generan intereses representan aproximadamente la mitad del activo neto considerado como denominador del indicador. Asimismo, algo más de la mitad de los pasivos están compuestos por depósitos a la vista que no generan intereses significativos, pero generan costos que no figuran en este cálculo porque su captación está vinculada estrechamente a los servicios transaccionales prestados por los bancos. En realidad, los intereses que rigen en las líneas comerciales en bancos oscilan alrededor del 15% al 25% anual, dependiendo obviamente de un conjunto de factores propios del tipo de préstamo y del deudor y en el plano de los intereses pasivos, las tasas de plazo fijo también varían en el entorno del 10% al 15% anual.

Aunque no es estrictamente una función de costos, el Cuadro que se adjunta a continuación publicado por el BCRA¹², brinda un panorama más detallado de la estructura de costos de la banca en Argentina. Aunque la información no permite identificar



¹⁰ CAF (2010) Pag. 103

¹¹ BCRA (2011). Boletín de Estabilidad Financiera, 12 Segundo Semestre 2011, Pag. 63

¹² BCRA (2011) Pags. 62 y 63.

la incidencia de cada factor de costo, para comparar con más precisión las fuentes de las diferencias con los sistemas bancarios más desarrollados – por ejemplo, el impacto de las regulaciones prudenciales, los factores institucionales, etc. -, se puede ver que los gastos de administración y las cargas impositivas específicas representan en conjunto casi 8% anual del activo que genera ingresos. Si, por ejemplo, a estos rubros del gasto se les neteara los resultados por servicios y se los atribuyera sólo a la generación de los ingresos por préstamos –los títulos valores requieren menos recursos para su administración-, la magnitud de estos gastos reducen el margen de intermediación a dos puntos porcentuales anuales, cuando se tiene en cuenta que los préstamos representan la mitad de los activos neteados remunerados.

Es obvio que las deseconomías de escala que presentan los sistemas bancarios de la región inciden drásticamente en los costos de los servicios que prestan. En el mismo informe de la CAF (2010), se intenta establecer cuanto representaba el costo de disponer y mantener activa una cuenta bancaria en el ingreso de las personas con información correspondiente al año 2004. Aunque un ejercicio de esta naturaleza no permite obtener conclusiones muy robustas, sirve para comparar con lo que sucede en otras latitudes. La combinación de exigir un saldo mínimo en la cuenta y un costo por el mantenimiento de la misma, resulta siendo

extremadamente gravosa en relación a lo que cuesta un servicio similar en sistemas bancarios más desarrollados, afectando en especial a quienes pertenecen a los quintiles de más bajos ingresos. Esto incluye a la Argentina y sólo excluye a las cajas de ahorro en Brasil.

Hay señales de que la situación en Argentina ha ido cambiando a lo largo de estos últimos años. Se percibe una fuerte competencia entre las entidades financieras para ganar clientes, lo que debiera favorecer el acceso de la población a sus servicios. Por otra parte, la disminución de la desocupación y el empleo informal más algunas iniciativas gubernamentales estableciendo la obligación de ofrecer cuentas y transferencias gratuitas, junto con la activa participación de la banca pública en el mercado, son iniciativas que tienden a mejorar la situación. No obstante ello, no hay información que permita medir cuanto puede haber cambiado la situación.

INDICADORES ANUALIZADOS EN % DEL ACTIVO NETEADO PROMEDIO

| | 93-00 | 2009 | 2010 | I-10 | II-10 | I-11 |
|---|-------|------|------|------|-------|------|
| MARGEN FINANCIERO | 6,1 | 8,6 | 8,5 | 7,5 | 9,3 | 7,5 |
| Resultado por intereses | 4,9 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,2 |
| Ajustes CER y CVS | 0,0 | 0,4 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,3 |
| Resultado por títulos valores | 0,8 | 3,3 | 3,2 | 2,3 | 4,0 | 2,5 |
| Diferencias de cotización | 0,0 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Otros resultados financieros | 0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| RESULTADO POR SERVICIOS | 3,5 | 3,9 | 3,8 | 3,8 | 3,9 | 3,8 |
| GASTOS DE ADMINISTRACION | -6,7 | -6,7 | -6,9 | -6,9 | -6,9 | -6,6 |
| CARGOS POR INCOBRABILIDAD | -2,2 | -1,1 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,6 |
| EFFECTOS DE LA CRISIS 2001 - 2002 (*) | - | -0,3 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,1 |
| CARGAS IMPOSITIVAS | -0,5 | -1,0 | -1,0 | -0,9 | -1,0 | -1,0 |
| DIVERSOS | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| RESULTADO TOTAL ANTES DEL IMPUESTO A LAS GANANCIAS | 0,8 | 3,6 | 4,0 | 3,1 | 4,8 | 3,5 |
| IMPUESTO A LAS GANANCIAS | -0,3 | -1,3 | -1,2 | -0,8 | -1,5 | -1,0 |
| RESULTADO FINAL (ROA) | 0,5 | 2,3 | 2,8 | 2,3 | 3,3 | 2,5 |
| RESULTADO EN % DEL PN (ROE) | 3,4 | 19,2 | 24,4 | 19,1 | 29,2 | 23,3 |
| RESULTADO ANTES DEL IMP. A LAS GANANCIAS EN % DEL PN (ROE) | 5,2 | 29,5 | 34,5 | 25,7 | 42,7 | 32,4 |
| RESULTADO AJUSTADO (**) | - | 2,6 | 3,0 | 2,5 | 3,4 | 2,6 |

(*) Incluye amortización de amparos y ajustes de activos del sector público . (**) Excluyendo los efectos de la crisis 2001 - 2002

FUENTE BCRA

El aporte del Estado.

Durante los últimos años la política gubernamental se ha concentrado en el lanzamiento de diversas iniciativas, con el objeto de ampliar el acceso de la población a los servicios bancarios y facilitar el financiamiento de la inversión. Entre las primeras, cabe mencionar el lanzamiento de cuentas y transferencias gratuitas, la utilización de medios de pago bancarios para pagar subsidios, cierta flexibilización de las normas que rigen la apertura de sucursales, etc.. Respecto de las segundas, el Gobierno ha mantenido vigentes a lo largo de los últimos años varios programas de subsidio al financiamiento de las PyMEs que se canalizaron a través del sistema financiero público y privado. Estas iniciativas culminaron el año anterior con el lanzamiento del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario destinado a financiar nuevos proyectos de inversión orientados a la generación de empleo, la sustitución de importaciones y el aumento de la producción. La financiación de estos programas, con excepción del último, corre por cuenta de las entidades financieras quienes además deben evaluar y asumir el riesgo de crédito.

Paralelamente, el sector público cuenta con varias entidades que atienden las necesidades crediticias de las empresas en forma directa. La mayoría de ellas son bancos comerciales de primer piso con una actividad de carácter universal y sujetos a las mismas regulaciones que la banca comercial de capital privado. Con excepción del BICE, los bancos públicos no tienen un mandato específico de financiar la inversión, aunque estas entidades son las que canalizan la mayor parte de los recursos que se destinan a los programas de financiamiento estatal.

El BICE, a su vez, es un banco que nació

como entidad de segundo piso especializado en el financiamiento de la inversión y el comercio exterior y que está diseñado para canalizar financiamiento externo y recursos del mercado de capitales. Existen también en el ámbito público una serie de instituciones y fondos que otorgan garantías, aportes de capital, practican el factoring, administran registros de crédito, etc. orientadas a facilitar el acceso a los servicios financieros de las empresas pequeñas y las familias de menores recursos.

El BCRA, por su parte, ha implementado una serie de iniciativas para desarrollar mercados de futuros que permitan atenuar el riesgo de las fluctuaciones de la paridad cambiaria y las tasas de interés, al mismo tiempo que implementó líneas de crédito contingente tendientes a limitar el impacto de las fluctuaciones de los depósitos en la oferta de crédito. No obstante ello, el avance de estas iniciativas ha sido lento y escaso, de tal manera que no han tenido el desarrollo que se esperaba.

No obstante ello, desde la estatización de los fondos de pensión el Estado cuenta con otro organismo que administra el ahorro de los trabajadores para financiar la jubilación. Nada indica que el ANSES como organismo que sucedió a las administradoras privadas vaya a invertir inadecuadamente los recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, constituido para garantizar el pago de las jubilaciones y pensiones. Sin embargo, la administración pública de esos fondos facilita que sean utilizados para atender las necesidades corrientes del sector público en lugar del financiamiento de la inversión y la desaparición en los hechos de las cuentas de capitalización individual, significa un golpe a la posibilidad de que el ahorro previsional optativo de los argentinos se





canalice a través de los mercados financieros locales.

Además de los factores que son comunes a otros mercados financieros de la Región, en el sistema financiero argentino se presentan dos situaciones que afectan intensamente la disponibilidad de financiamiento bancario para invertir. El primero de ellos es el plazo extremadamente corto de los depósitos y las limitaciones que ofrece el mercado de capitales en la actualidad como fuente de financiamiento del crédito, lo que impide a los bancos financiar a largo plazo. La inestabilidad macroeconómica que ha presentado en forma crónica la economía argentina más las experiencias traumáticas derivadas de las crisis, parecen haber desarrollado en el ahorrista argentino una fuerte preferencia por el ahorro en instrumentos ya sea denominados en moneda extranjera o en bienes raíces - muchas veces radicados en el exterior- y, por ende, cierta resistencia a ahorrar a largo plazo en la moneda nacional. De hecho, el financiamiento bancario en Argentina está muy concentrado en el corto plazo, por lo que, en el actual estado de cosas, es un elemento totalmente secundario en el proceso de una decisión de inversión vinculada con la producción. Últimamente el Gobierno ha lanzado un conjunto de programas en condiciones subsidiadas cuyo alcance y resultados deberá esperarse para conocer.

El segundo factor es la inflación, cuya incidencia en la tasa de interés nominal introduce en el servicio de la deuda un componente que representa, en realidad, el ajuste inflacionario del capital correspondiente a ese período.

A la concurrencia de ambos fenómenos se suma la desconfianza que hoy generan los mecanismos de ajuste del capital, tanto en el tomador del crédito, por la dificultad en predecir su evolución y su impacto en los precios relativos, como en el ahorrista, hoy descreído de que su presencia pueda preservar el poder adquisitivo de sus ahorros en el tiempo. En ese marco, es de esperar que toda la actividad financiera resulte más onerosa para sus actores

y, más específicamente, un gran esfuerzo financiero para aquellos proyectos de inversión que maduran en el tiempo, porque la tasas de interés nominales en una economía inflacionaria incorporan de hecho un componente de esa naturaleza, que introduce una especie de amortización acelerada del capital adeudado en la parte correspondiente a los intereses del servicio de la deuda. De ese modo, el esfuerzo financiero y económico que debe encarar el tomador del crédito es mucho más exigente que el debiera hacer en una economía estable o con la vigencia de alguna suerte de ajuste de capital aceptable para todas las partes.

En este marco es muy explicable que escaseen las operaciones financieras a largo plazo, porque resulta muy difícil para los intermediarios financieros conseguir tanto ahorristas como tomadores de fondos interesados en instrumentos financieros ajustables y, al mismo tiempo, porque razones prudenciales y regulatorias vinculadas con el descalce de monedas hacen muy difícil canalizar la oferta excedente de ahorros en moneda extranjera a proyectos de inversión de desarrollo local que no sean productores de divisas.

Una cuestión adicional pero no trivial.

La economía argentina ha crecido en forma vigorosa durante los últimos años a pesar de las carencias que presenta su desarrollo financiero. Esta realidad obliga a preguntarse porqué en este caso no se ha presentado una conexión que tiene bases conceptuales razonablemente sólidas y está verificada empíricamente en muchas otras economías e incluso se presentaba en el caso de Argentina en el pasado. Cabe recordar que Dabós y Williams encontraron que la relación que se verificaba entre ambos procesos para el período 1961-1995, se diluía cuando el análisis se extendía hasta el año 2005. Asimismo, cabe preguntarse si construir un sendero de crecimiento sostenido en el largo plazo requerirá como condición necesaria superar las carencias que presenta el sistema financiero argentino en el plano de financiar la inversión, o la economía seguirá creciendo y, como ya han argumentado economistas de renombre, el desarrollo financiero es en realidad una consecuencia del crecimiento económico.

Para ello es necesario primero describir el perfil del crecimiento reciente de la economía argentina. En un trabajo de Ariel Coremberg¹³ publicado por la CEPAL en 2009, se estudia las fuentes de ese crecimiento entre 1990 y 2006 con el propósito de evaluar su sostenibilidad en el largo plazo. Cabe destacar que el período es excepcionalmente rico en información porque en ese lapso hubo cambios copernicanos en la política económica, enormes fluctuaciones de precios relativos y momentos de enorme inestabilidad macroeconómica, lo que permite distinguir más claramente el impacto que han producido en la productividad de la economía los fenómenos cíclicos y los cambios de política económica, de aquellos que se supone permanecerán en el largo plazo y darán un sustento permanente al crecimiento.

Luego de un trabajo muy exhaustivo, el autor concluye que así como durante la década del noventa, la economía presenta un perfil de crecimiento económico extensivo basado en la acumulación de capital, en el período posterior a la devaluación -2002 / 2004- presenta un perfil de crecimiento también extensivo, pero basado en la demanda de empleo. Ambas conclusiones se contraponen a la idea de que el perfil de crecimiento durante el período fue intensivo en el sentido de que surgió de una mejora sostenida de la productividad, tanto en el ciclo de la Convertibilidad como luego de la devaluación, idea que proviene de estimar la contribución de la productividad total de factores o PTF, no corrigiendo por la uso

efectivo que la economía hizo de cada factor productivo a lo largo de todo el período, es decir, no tomando en cuenta las horas trabajadas ni los cambios en la utilización del capital.

Esta conclusión puede explicar, aunque sea en parte, la relación positiva que se presentó entre expansión del sistema financiero y crecimiento sobre todo en una parte de la década de los noventa, y la posterior desconexión entre ambos elementos en la última parte del período. Parece razonable pensar que cuando la acumulación de capital es el factor más importante en el crecimiento, el sistema financiero juega un rol más intenso, mientras que, cuando se basa en la incorporación del factor trabajo, los actores principales son otros, especialmente en el caso de la economía argentina en la cual el proceso de acumulación de capital humano es normalmente auto-financiada y, por tanto, no necesariamente correlacionado con el desarrollo de la actividad del sistema financiero.

Por otra parte, el trabajo también provee indicios acerca de cómo puede evolucionar esta relación en el futuro, porque Coremberg sostiene que “si bien resulta innegable que las ganancias de competitividad de la economía argentina vía mejoras en la PTF aparente, generadas tanto a principios de la década del noventa, como en la recuperación post2002 son importantes, surgen dudas acerca de la capacidad de la economía argentina para generar las necesarias ganancias de productividad en el sentido estricto (independientes de los cambios en los precios relativos y las variaciones cíclicas en la utilización de los factores productivos) que permitan sustentar un sendero sostenible de crecimiento económico en el largo plazo. Argentina generó importantes mejoras en la calidad de sus factores productivos, especialmente TIC y capital humano, y mayor elasticidad de oferta de sus recursos naturales, así como importantes ganancias de PTF en sectores “dinámicos”. No obstante, estas mejoras no se reflejaron en suficientes ganancias de PTF agregada como consecuencia de la inestabilidad y amplitud del ciclo económico, así como de las inconsistencias de las políticas macroeconómicas -características de la economía argentina- lo que impidió generar una trayectoria de crecimiento económico continuado.”¹⁴

Todo indica que el proceso de crecimiento basado en la incorporación del factor trabajo está comenzando a generar tensiones en ese mercado, especialmente en aquellas actividades en las cuales la inmigración no puede abastecer el exceso de demanda que se

¹³ Coremberg, Ariel (2009). Midiendo las fuentes del crecimiento en una economía inestable: Argentina. Estudios y Perspectivas N° 41. Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

¹⁴ Coremberg (2009) pag. 136

Créditos Credicoop



créditos pyme

comercio exterior

créditos personales

créditos hipotecarios

Consulte en su Filial Credicoop más cercana.
Centro de Contacto Telefónico: 0810 888 0303
www.bancocredicoop.coop



La Banca Solidaria

está presentando y el hecho de cada vez más se requiere disponer de cierta dotación de capital humano, para contrarrestar las desventajas competitivas con que cuentan sistemas productivos basados en la gran escala y/o los bajos salarios. Por otra parte, los recursos propios que provinieron durante los últimos años de la reinversión de las utilidades y la inversión extranjera directa, probablemente tiendan a debilitarse en la medida que pierdan significación relativa las condiciones extraordinariamente favorables que se presentaron en los últimos años para producir en Argentina. Por último, es evidente que cualquier estrategia de crecimiento sostenido requerirá inversiones significativas en áreas intensivas en la utilización de capital, como es el caso de la infraestructura que requiere la producción de bienes y servicios para lograr los niveles de eficiencia que les permita competir y pagar buenos salarios.

Ya se ha dicho que las crisis económicas y financieras que asolaron la economía argentina junto con la inestabilidad y la incertidumbre están en la base del escaso desarrollo que tiene en el país el ahorro financiero de largo plazo y, por lo tanto, el financiamiento de la inversión. Asimismo, corresponde recordar también que de acuerdo con los hallazgos de quienes estudiaron la relación entre crecimiento económico de largo plazo y desarrollo financiero en el mundo, el primero se beneficia primariamente del segundo a través de la mejora de la productividad que se deriva de la reasignación de los recursos hacia actividades o firmas que disponen de buenos proyectos, pero padecen de cierto racionamiento de crédito. Cabe pensar entonces, que la superación de las carencias que exhibe el sistema financiero en el plano de financiar el crecimiento de largo plazo, contribuiría significativamente a un proceso que requiere aprovechar la dotación de recursos que exhibe la economía mejorando la productividad de largo plazo de los factores de producción, por una parte, y ampliando la misma en aquellos sectores que pueden actuar como cuellos de botella del proceso de crecimiento.

Conclusión

Como síntesis del material que se ha revisado en estas páginas, cabe concluir que lograr un perfil de crecimiento sostenible en el largo plazo requerirá de recursos financieros que en el futuro es muy probable que tengan que provenir en gran medida de los mercados internos. Para movilizar esos recursos ampliando la oferta de financiamiento a largo plazo y, al mismo tiempo, capitalizar los beneficios que se derivan del desarrollo financiero, es necesario que Argentina supere definitivamente la exigua profundidad que presenta su sistema financiero, como resultado de la escasa proporción del ahorro nacional que canaliza a través de sus instituciones y los bajos niveles de bancarización que registra la población. Una larga historia de inestabilidad y crisis cuyos hechos más recientes dejaron un resabio de desconfianza en las instituciones del sistema financiero y lo afectaron, profundizando los problemas de escala y generando nuevos costos regulatorios y tributarios, más la presencia ya crónica de la informalidad y el surgimiento de presiones inflacionarias que se extienden en el tiempo, aparecen como los obstáculos más importantes para captar el ahorro de la población y transformarlo en las fuentes del financiamiento que requiere una estrategia de crecimiento de largo plazo.

Durante los últimos años se ha trabajado mucho en la identificación de los

problemas que limitan el desarrollo de los sistemas financieros en la región. Se han difundido profusamente, además, las experiencias de países que han logrado avanzar en la solución de los mismos con sus ventajas y desventajas. Las autoridades en el país han lanzado también una serie de iniciativas orientadas a resolver las fallas y otras imperfecciones que afectan el funcionamiento del mercado financiero. Con esto se quiere significar que los caminos que hay que recorrer con sus ventajas y desventajas son conocidos y, en todo caso, habrá que adaptarlos a las condiciones particulares de cada caso.

Algunos de los problemas que han impedido que se haya avanzado significativamente en este plano no tienen una solución simple ni inmediata. No obstante ello, hay otros planos de la cuestión que deben ser abordados sin demora. El más importante es reducir la inflación, porque la presencia de la misma no sólo impide extender el horizonte de los ahorros sino que incentiva el ahorro en instrumentos que no aportan al financiamiento de la inversión en el país, impulsa niveles de tasas de interés nominales que resultan incompatibles con las posibilidades financieras de los proyectos de inversión y, adicionalmente, reduce la efectividad de cualquier esfuerzo que se haga en los ámbitos público y privado para mejorar el financiamiento de la inversión.



GENERAR NEGOCIOS, OPTIMIZAR RESULTADOS:

LO QUE TODO DUEÑO DE UNA PYME
TIENE QUE HACER.

Y POR QUÉ NO, CON LA AYUDA
DE SU BANCO.

EN BANCO COMAFI CONTAMOS CON UN EQUIPO DE EXPERTOS EN PYMES
PREPARADOS PARA BRINDARLE A TU EMPRESA SOLUCIONES A MEDIDA,
PARA QUE SIGA CRECIENDO.

FINANCIACIÓN A MEDIDA

- LEASING
- PRÉSTAMOS FINANCIEROS
- DESCUENTO DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO
- LÍNEAS PARA OPERACIONES DE COMERCIO EXTERIOR

TODOS LOS MEDIOS DE PAGO

- PAGO A PROVEEDORES
- PAGO DE SUELDOS Y HONORARIOS
- TARJETA DE CRÉDITO CORPORATIVA
- TRANSFERENCIAS ELECTRÓNICAS

COMERCIO EXTERIOR

- ASESORAMIENTO PERSONALIZADO SOBRE ASPECTOS TÉCNICOS Y FINANCIEROS
- GESTIÓN INMEDIATA DE SUS INSTRUCCIONES
- VISUALIZACIÓN INMEDIATA DE AVISOS, LIQUIDACIONES Y ESTADO DE LOS RÉGIMENES INFORMATIVOS A TRAVÉS DE NUESTRO eBANKING EMPRESAS O VÍA MAIL

ESPACIO IPYME

- SEMINARIOS Y CONGRESOS
- CAPACITACIONES
- EVENTOS
- NEWSLETTERS INFORMATIVOS

 0800-999-2662 (opción 2)  www.comafi.com.ar

BANCO COMAFI
Si te va bien, nos va bien.

