

# Documento de Trabajo

Año 19 - Edición Nº 134 - 26 de Diciembre de 2013

## Una Argentina Competitiva, Productiva y Federal

### Financiando el crecimiento

Inés Butler

Edición y compaginación  
Karina Lignola y Silvia Ochoa

**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Resumen Ejecutivo

Los servicios de financiamiento permiten canalizar el ahorro de las familias hacia las empresas para financiar sus inversiones o el capital de trabajo. También es el canal que permite disociar la trayectoria de consumo de la de los ingresos de las familias, permitiéndole adelantar ingresos para financiar educación, bienes durables y otros consumos. Los servicios financieros incluyen, además de los servicios de crédito, el de seguros y tienen un rol clave como facilitadores de las transacciones de la economía. Un correcto funcionamiento de los servicios financieros, entonces, genera mejoras de bienestar en las familias y mayor inversión y productividad en el sector productivo.

Sin embargo, en muchos casos el sector se encuentra subdesarrollado, ya que su funcionamiento se encuentra sujeto a fallas de mercado, por externalidades, información incompleta, elevados costos de control y monitoreo.

Así, puede que las empresas no accedan a crédito externo, sino que opten por una estrategia de autofinanciamiento, con las limitantes que esto genera. En caso de tomar fondos externos, el financiamiento puede realizarse a través del mercado de capitales, sea bancario o mediante la emisión de títulos, o puede realizarse a través de mecanismos no de mercado, caso de los denominados bancos de desarrollo u alguna otra agencia gubernamental que provea financiamiento como parte de sus políticas de apoyo al sector productivo. El presente trabajo realiza una aproximación al funcionamiento de ambos mecanismos en Argentina.

El financiamiento de mercado va a depender estrechamente de las condiciones del propio mercado, tanto vinculadas con la demanda de financiamiento, y en consecuencia de la rentabilidad de los proyectos de inversión, como de la oferta, vinculada con la liquidez de la economía, las regulaciones sobre el sistema financiero en general y del entorno macroeconómico.

Algunos requisitos no excluyentes cuando se piensa en términos del financiamiento de la inversión son, entre otros: baja inflación, un riesgo país reducido, y mercados desregulados y/o con regulaciones aplicadas por agencias profesionales, en función de normas estables en el tiempo.

Por otra parte, las políticas de financiamiento establecidas a través de la existencia de una Banca de Desarrollo u otras Agencias Públicas dependerá del Presupuesto destinado a estas políticas y la definición sobre tipo de proyectos a financiar y alcance de dicho financiamiento.

Por motivos que se postulan en el presente trabajo, en la actual etapa quizás resulte más eficaz fortalecer gradualmente la estructura del financiamiento y el fondeo del

BICE, aunque manteniendo la preponderancia de la operatoria de “segundo piso”. Este financiamiento de segundo piso debe generar los incentivos adecuados para que el Sistema Financiero esté interesado en actuar como agente de primer piso y asigne el financiamiento siguiendo los lineamientos estratégicos. El diseño de instrumentos debe garantizar que el Banco tenga resultado superavitario, de modo tal de que sea sustentable en el mediano y largo plazo.

Dada la situación fiscal del país, para capitalizar en forma significativa al BICE habría que incrementar en paralelo la deuda bruta del sector público, por lo que esta acción requeriría un cuidadoso estudio de costos y beneficios.

Un banco de estas características debería focalizar primero en infraestructura, ya que es uno de los déficits más importantes de la economía argentina hoy y, al menos inicialmente, no es fácil que el capital privado realice cuantiosas inversiones en el sector. En paralelo, podría avanzarse en el impulso a instrumentos adecuados para el financiamiento Pyme (fondos de garantía, leasing, etc.).

## Contenido

Resumen Ejecutivo .....	2
El rol del financiamiento .....	5
Los canales del ahorro doméstico y ahorro externo .....	5
El financiamiento de la inversión .....	9
El financiamiento bancario .....	9
El crédito hipotecario .....	12
Recomendación créditos hipotecarios .....	13
El financiamiento a través del Mercado de capitales .....	16
El auto financiamiento .....	18
Financiamiento del Desarrollo .....	20
BNDES .....	21
Banco de Desarrollo de Corea .....	25
Banco de Inversión y Comercio Exterior de Argentina (BICE) .....	26
Algunas recomendaciones de Política .....	29
Inversión en Infraestructura en base a asociaciones público-privadas .....	30
Conclusiones .....	31
Bibliografía .....	33

## El rol del financiamiento

Los servicios de financiamiento permiten canalizar el ahorro de las familias hacia las empresas para financiar sus inversiones o el capital de trabajo. También es el canal que permite disociar la trayectoria de consumo de la de los ingresos de las familias, permitiéndole adelantar ingresos para financiar educación, bienes durables y otros consumos. Los servicios financieros incluyen, además de los servicios de crédito, el de seguros y tienen un rol clave como facilitadores de las transacciones de la economía. Un correcto funcionamiento de los servicios financieros, entonces, genera mejoras de bienestar en las familias y mayor inversión y productividad en el sector productivo (CAF, 2011; World Bank, 2003).

Sin embargo, en muchos casos el sector se encuentra subdesarrollado, ya que su funcionamiento se encuentra sujeto a fallas de mercado, por externalidades, información incompleta, elevados costos de control y monitoreo (CAF, 2011; World Bank, 2003).

Así, puede que las empresas no accedan a crédito externo, sino que opten por una estrategia de autofinanciamiento, con las limitantes que esto genera. En caso de tomar fondos externos, el financiamiento puede realizarse a través del mercado de capitales, sea bancario o mediante la emisión de títulos, o puede realizarse a través de mecanismos no de mercado, caso de los denominados bancos de desarrollo u alguna otra agencia gubernamental que provea financiamiento como parte de sus políticas de apoyo al sector productivo. El presente trabajo realiza una aproximación al funcionamiento de ambos mecanismos en Argentina.

El financiamiento de mercado va a depender estrechamente de las condiciones del propio mercado, tanto vinculadas con la demanda de financiamiento, y en consecuencia de la rentabilidad de los proyectos de inversión, como de la oferta, vinculada con la liquidez de la economía, las regulaciones sobre el sistema financiero en general y del entorno macroeconómico.

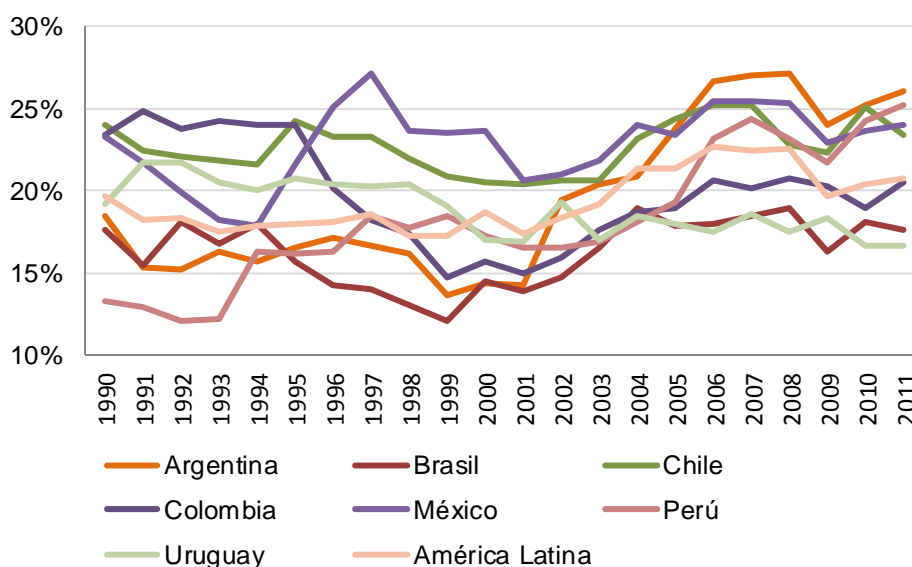
Por otra parte, las políticas de financiamiento establecidas a través de la existencia de una Banca de Desarrollo u otras Agencias Públicas dependerá del Presupuesto destinado a estas políticas y la definición sobre tipo de proyectos a financiar y alcance de dicho financiamiento.

## Los canales del ahorro doméstico y ahorro externo

La disponibilidad de liquidez doméstica depende de la tasa de ahorro de la economía. En Argentina, la tasa de ahorro desde 2003 es superior al 20% del PIB, alcanzando un máximo en 2008 con 27,2% del PIB. Esta trayectoria se encuentra por encima de la tasa de ahorro histórica de Argentina, pero también del promedio de la región, aunque claramente por debajo de las elevadísimas tasas de ahorro asiáticas, que superan el 50% del PIB en China o el 30% en Corea. Sin embargo, la tasa de ahorro fue

reduciéndose y en 2012 fue de 24% y a comienzos de 2013 bajó a 20%. De todas formas, el financiamiento de la inversión en la Argentina en el último quinquenio pareciera que no ha sufrido restricciones por el lado del ahorro nacional.

### Ahorro como % del PIB



Fuente: CEPAL

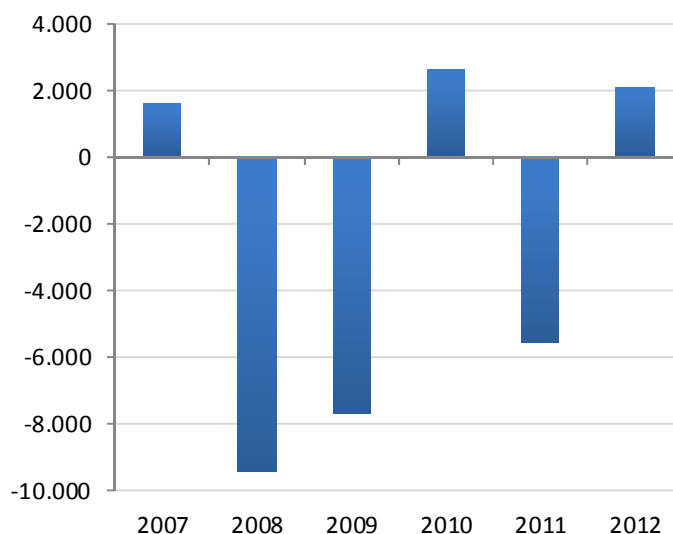
Lograr entonces un salto adicional en la tasa de inversión no requiere tanto de incentivar un mayor ahorro nacional, ni de masivos ingresos de capital extranjero, como es el caso de Brasil por ejemplo, sino de una canalización adecuada de los ahorros locales, para lo cual el rol del sistema financiero es crucial, y de un freno en la persistente fuga de capitales experimentada por el país, que debe enfrentarse con políticas que incrementen la confianza de los inversores.

Obsérvese que no se ha logrado generar un ingreso estable de divisas por parte del Sector Privado no financiero, sino más bien el balance externo muestra un resultado acumulado entre 2003 y 2012 que es deficitario, con varios años de importantes salidas de capitales y algunos años en los que el ingreso estuvo sostenido por factores puntuales. Así, en 2005 el ingreso estuvo sostenido por una caída en el stock activos externos, mientras que 2006 y 2007, por venta de activos financieros a no residentes. El ingreso de capitales de 2010 fue resultado de un incremento de las deudas de privados, tanto con casas matrices para Inversión Extranjera Directa como con proveedores y algo con bancos. El caso de 2012 es resultado exclusivo de los controles de capitales, que impidieron la salida de capitales a la vez que trataron de forzar la

reinversión de utilidades. El acumulado 2003 – 2012 registra una salida de US\$ 15.990 millones, que se suman a la salida de US\$12.855 millones de 2002.

### Fuga de capitales

*En millones de US\$*

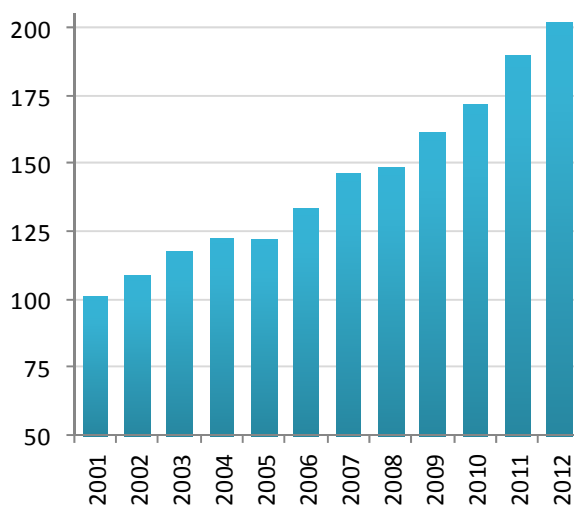


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Indec

Así, el stock de activos del Sector Privado en el exterior ha ido incrementándose año tras año hasta alcanzar un monto que, según las cifras del Indec, supera los US\$200.000 millones. Esto es, entre 2001 y 2012 el monto se duplicó, reflejando la falta de confianza en la economía. Sin embargo, el elevado valor de este activo también constituye un financiamiento potencial de la inversión doméstica en un contexto de mayor estabilidad y previsión.



### Stock de Activos externos del Sector Privado no Financiero



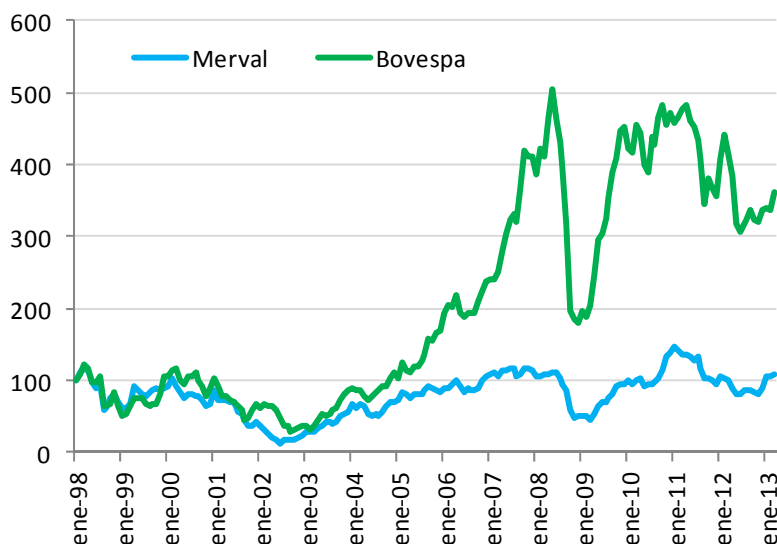
Fuente: Indec

Como contrapartida de la persistente fuga de capitales, el valor de los activos financieros en la Argentina ha seguido una trayectoria mucho más acotada que países vecinos. Obsérvese la diferencia en la trayectoria del índice Bovespa y el Merval, en ambos casos convertidos a dólares estadounidenses. La subvaluación de las empresas argentinas que cotizan en bolsa dificulta la emisión de nuevas acciones y/o la apertura de capital de firmas no cotizantes. Este fenómeno limita la capacidad de expandir inversiones de uno de los modos más genuinos, a través de inversores que asumen riesgo privado, como se analizará más adelante.



### Índices Merval y Bovespa en dólares\*

Base 100 = enero de 1998



\*Para Argentina se utiliza el tipo de cambio oficial

Fuente: YahooFinance

## El financiamiento de la inversión

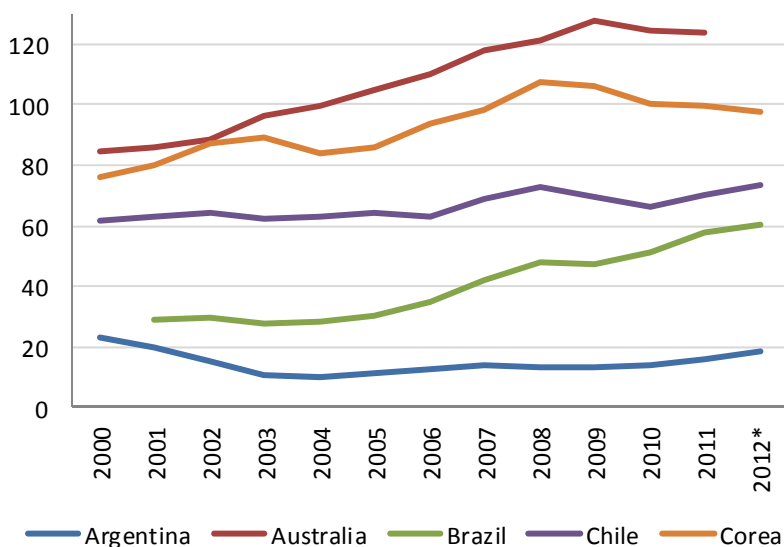
El sector privado puede financiar sus proyectos de inversión con fondos propios o, en la mayoría de los casos, con fondos externos. Los fondos externos pueden ser deuda, tomada tanto en el Sistema Financiero como en el Mercado de Capitales o pueden ser patrimonio, mediante la emisión de acciones en el mercado de capitales o participaciones societarias. La opción por una u otra forma de financiamiento va a depender de diversos factores, entre los que se encuentran decisiones estratégicas de la dirección de la firma, la disponibilidad de fondos, la facilidad y el costo de acceso al crédito y al mercado de capitales. Cualquier distorsión que afecte los mercados financieros alterará la estructura financiera óptima de las empresas, afectando así la eficiencia de la economía.

### El financiamiento bancario

La Argentina se caracterizó por tener una economía con bajo nivel de bancarización. La crisis bancaria de 2001/02 llevó a un notable proceso de achicamiento adicional de las variables del sistema financiero. A posteriori, depósitos y créditos se han recuperado parcialmente, pero la fuga de capitales ha impedido que esto ocurriera a un ritmo más satisfactorio. Obsérvese que el stock de crédito al sector privado en términos del PIB

aún no supera el 20%, guarismo que prácticamente se triplica para el caso brasileño y en el caso de Australia supera el 100%.

**Crédito al sector privado como % del PIB**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a WEO e IFS del FMI

Si además se tiene en cuenta que no todo el stock de crédito es productivo, el valor se reduce aún más, ya que los créditos a empresas son el 63% del stock. Si expresamos estos valores en relación a la inversión, se observa que sólo el 80% de la inversión podría financiarse con crédito si se toma el stock total, y el 50% si se toma el crédito a personas jurídicas.

Otra característica negativa radica en los plazos de financiamiento que otorga, que son muy cortos para ser compatibles con proyectos de inversión de largo plazo. El plazo promedio de los créditos a personas jurídicas es muy acotado, inferior a los 150 días. Así, el sector productivo se enfrenta no sólo con restricciones de acceso al crédito, sino que no pareciera existir adecuación entre las condiciones de financiamiento y las necesidades de inversión.

### Plazo promedio de préstamos

Personas jurídicas, en pesos

2010 III	128
2010 IV	128
2011 I	115
2011 II	134
2011 III	267
2011 IV	136
2012 I	130
2012 II	219
2012 III	151
2012 IV	185
2013 I	134

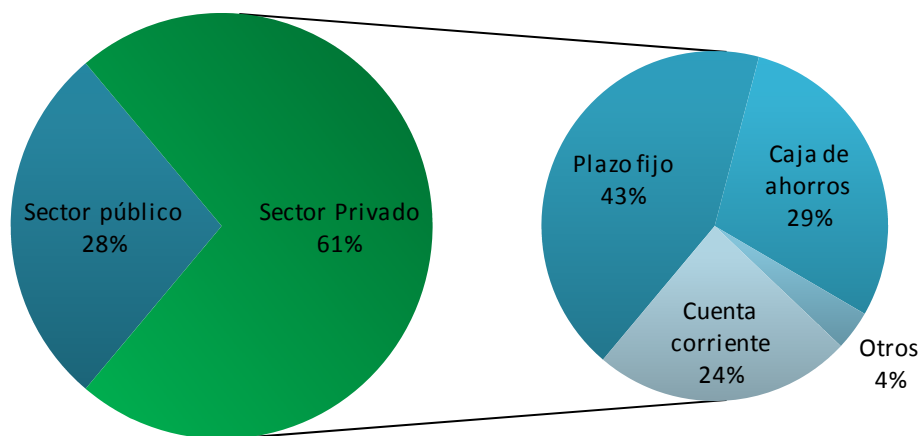
Fuente: IERAL de Fundación  
Mediterránea en base a BCRA

De hecho, la encuesta a empresas del Banco Mundial muestra que sólo el 13,9% de la inversión es financiada con préstamos bancarios, valor que se reduce a 11% para las firmas pequeñas. Este presenta indicios de que los créditos al sistema financiero se encuentran orientados a financiar capital de trabajo y otras necesidades de las firmas diferentes de la inversión de largo plazo.

Parte de la explicación se encuentra vinculada con el fondeo del sistema financiero, ya que más de la mitad de los depósitos del sector privado, que representan el 61% de los depósitos del sistema, son depósitos a la vista. Y, para los depósitos a plazo, el plazo promedio es muy bajo, con más de la mitad de los depósitos que tienen un plazo menor de 60 días y sólo un 1% con plazos superiores a 1 año.

### Depósitos del Sistema financiero según origen

Diciembre 2012

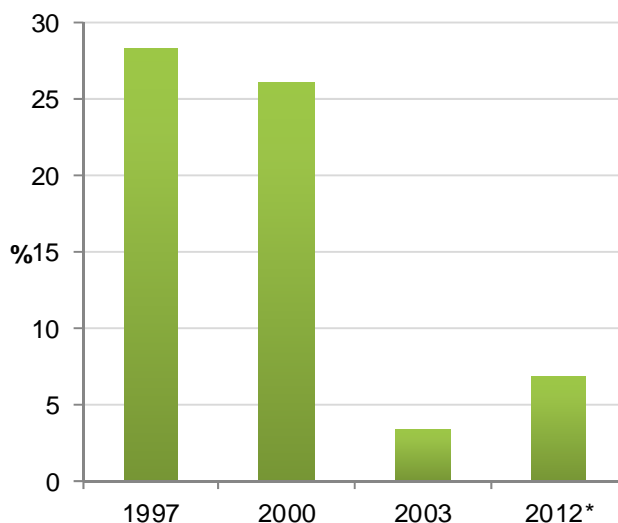


Fuente: BCRA

### El crédito hipotecario

Un caso particular dentro del financiamiento bancario de la inversión, pero de enorme significación, es el del crédito hipotecario a familias. Como se observa en el gráfico, el porcentaje de operaciones inmobiliarias que se realizan con el financiamiento de hipotecas es notablemente reducido. Para el caso de Capital Federal, en base al guarismo del Colegio de Escribanos, se tiene que en el último período sólo el 6,6% de las escrituras fueron financiadas. Este fenómeno limita el potencial de la demanda y, por ende, la trayectoria del sector construcciones, con todo lo que esto implica desde el punto de vista del efecto multiplicador y del empleo.

### Hipotecas / Escrituras



\*datos hasta mayo 2012

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Registro de la Propiedad Inmueble CABA

Las líneas de crédito hipotecario en vigencia lucen convenientes porque la tasa de interés puede ser incluso inferior a la tasa de inflación. Sin embargo el grueso de las familias no reúne los requisitos para poder acceder a ellos.

Esta restricción surge porque, pese a que las tasas de interés pueden ser negativas, son elevadas en términos nominales, lo que obliga al tomador de crédito a hacer una amortización acelerada (en términos reales) de la deuda.

### Recomendación créditos hipotecarios

La solución frente al problema de la amortización acelerada son los créditos ajustables. En el crédito ajustable el deudor paga el 100% de los intereses sobre saldos, pero en el esquema ajustable la devolución del capital va ocurriendo de un modo más gradual. Y la cuota resulta en un valor accesible a un universo mucho más amplio que en el otro esquema.

No se trata de generalizar la indexación. Se apunta a la creación de un instrumento financiero con el que cuentan economías estables como Estados Unidos y Chile. En el vecino país, justamente, existen créditos actualizables por la UF (Unidad de Fomento).

En la Argentina, por el actual nivel de riesgo país, estas líneas no podrían inicialmente fondearse en el mercado (habría que colocarlas con un descuento sustancial). Por ende, el puntapié inicial debería darlo un organismo como la Anses, que necesita invertir bien sus flujos de fondos, para afrontar las jubilaciones de las próximas décadas.

El actual programa PROCREAR del Gobierno Nacional constituye una iniciativa que subsidia créditos para vivienda, sin embargo, su diseño genera un subsidio que alcanza al 50% del valor del préstamo y, en consecuencia, no constituye una inversión de fondos públicos sino una erogación.

Los préstamos PROCREAR proyectan la entrega de 400 mil créditos hipotecarios para la construcción, ampliación, terminación y refacción de viviendas como así también para adquirir aquellas que son construidas por el Programa a través de desarrollos urbanísticos. Los plazos de los créditos son de entre 20 y 30 años, de montos de hasta \$400 mil, con tasas que van del 2% al 14% y una relación cuota-ingreso de hasta el 40%.<sup>1</sup>El otorgamiento es por sorteo.

Participan en el financiamiento del programa diferentes organismos públicos, entre ellos el ANSES y el Ministerio de Economía. También participan inversores privados interesados. El Tesoro nacional realiza el aporte inicial para conformar el Fondo Fiduciario, del que se realiza oferta pública de emisiones de deuda con garantía del Estado Nacional.

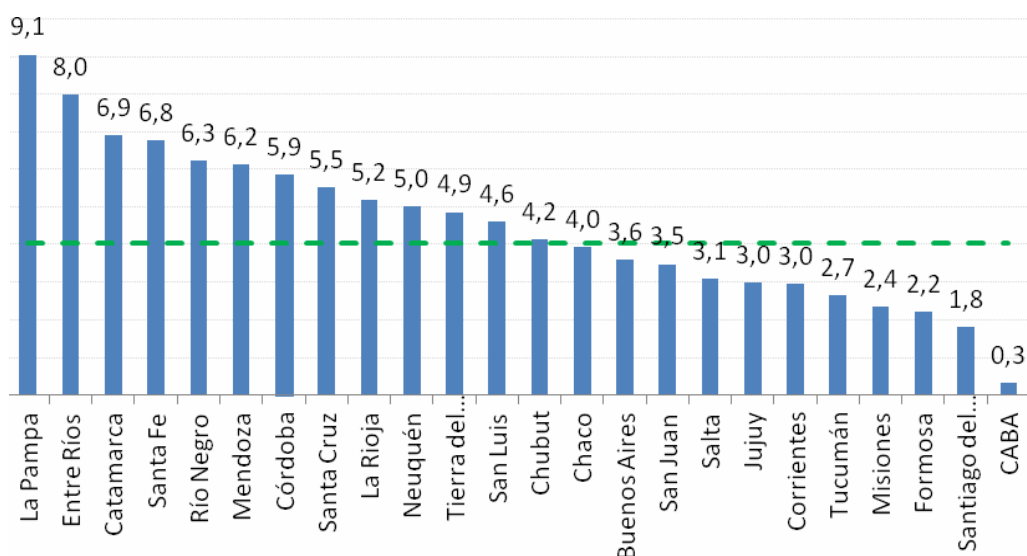
De la evolución de los préstamos hasta la actualidad, hay 309,6 mil personas sorteadas, 151,4 mil en la primera etapa y 158 mil en octubre de 2013, que podrían acceder a los créditos. El 93,5% de estos posibles créditos son para construcción o refacción y sólo el 6,5% (20.000) son para compra de vivienda. De este total, según datos del ANSES 49.174 créditos fueron otorgados a octubre 2013 (32% familias primera etapa).

### **Distribución de créditos PROCREAR hasta octubre de 2013**

---

<sup>1</sup> <http://procrear.anses.gob.ar>

*Créditos otorgados cada 1000 hogares*



El programa va cobrando impulso, lo que genera un volumen de fondos que ya tiene peso a nivel agregado. Cada 10.000 créditos otorgados, se generan un flujo de desembolsos por aproximadamente \$2.500 / \$3.000 millones, tomando un crédito promedio de entre \$250 mil y \$300 mil. Si se tiene en cuenta que el costo promedio de construcción se encuentra en \$4700 por metro cuadrado, este flujo permite construir entre 530 mil y 640 mil metros cuadrados. En los últimos años, el flujo anual de permisos construcción en CABA ha promediado los 740 mil m<sup>2</sup>. Es decir por cada 10.000 nuevos créditos que el PROCREAR logra generar, vuelca al mercado un volumen de fondos que equivale a entre el 70%-85% de los metros de construcción autorizados en Ciudad de Buenos Aires en todo un año.

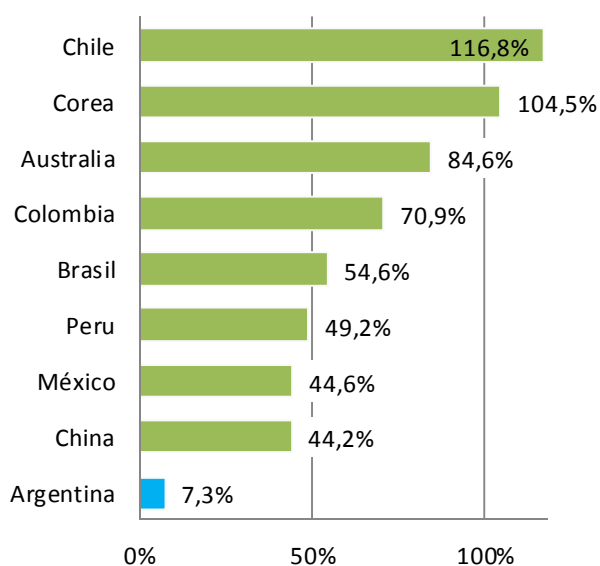
Sin embargo, el monto del subsidio que alcanza al 50% es un tema a considerar ya que una porción sustancial de los fondos provienen del ANSES que se descapitaliza para el pago futuro de jubilaciones. El desafío de política radica en empalmarlo o reconvertirlo en un plan sustentable, que utilice fondos públicos pero no comprometa el cumplimiento de los compromisos futuros. Un instrumento ajustable por salarios es óptimo para calzar riesgos, porque justamente las jubilaciones futuras habrán de estar asociadas a la evolución de los ingresos de los trabajadores.



### El financiamiento a través del Mercado de capitales

Por otra parte, el desarrollo del mercado de capitales en Argentina es muy bajo. El ratio de capitalización bursátil al PIB, esto es el valor de las empresas en bolsa, en 2012 fue de sólo 7,3%, mientras en Brasil alcanza el 54,6% y en Chile el 116,8%.

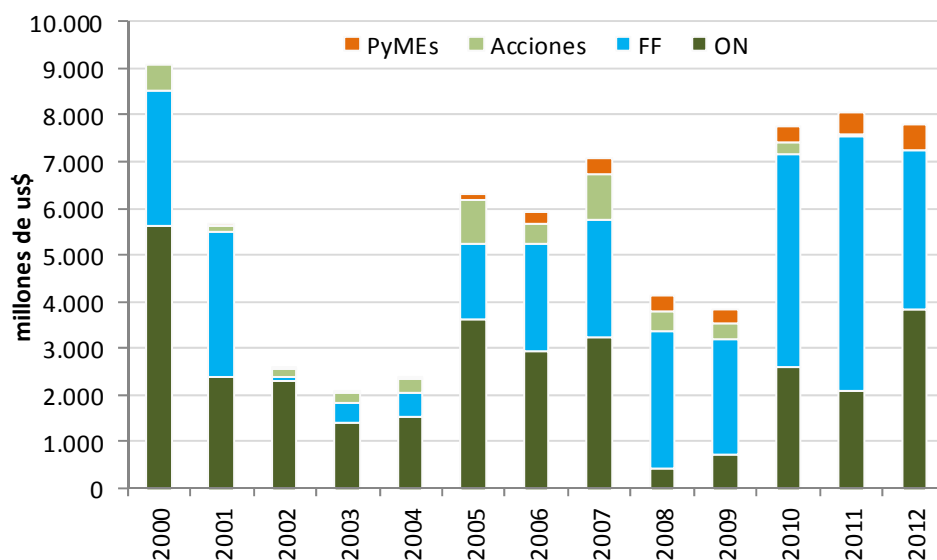
#### Ratio Capitalización / PIB: 2012



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a WorldDevelopmentIndicators, World Bank

Mientras que el monto de nuevas emisiones, incluyendo acciones, Obligaciones Negociables, Fondos Fiduciarios y financiamiento a Pymes (cheques de pago diferido) no logra superar los US\$8.000 millones/año.

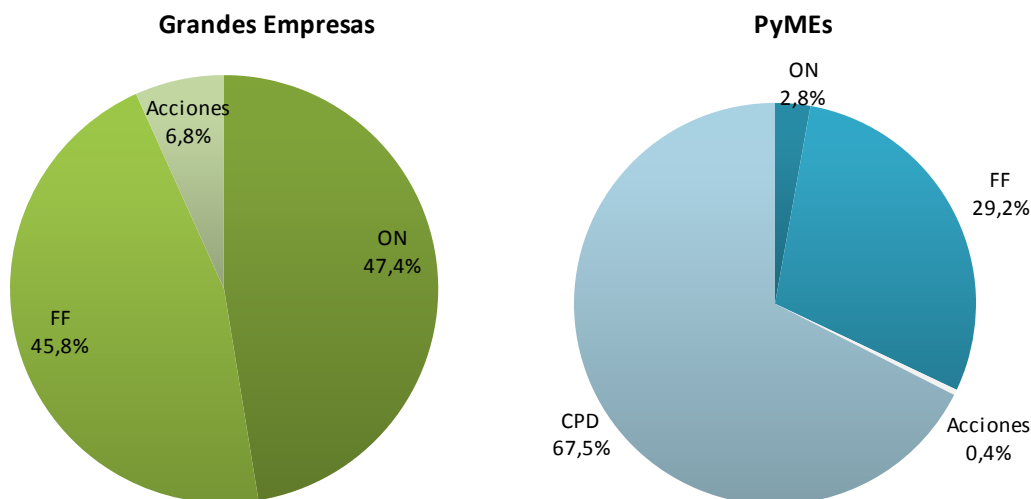
### Montos por instrumento



Fuente: IAMC

Además, no sólo es bajo el financiamiento en el mercado de capitales, sino que, de las emisiones nuevas de empresas para obtener fondos en el mercado de capitales, solo 6,8% se obtiene mediante emisión de acciones, en el caso de empresas grandes, y el resto de los fondos se obtienen con emisión de Obligaciones Negociables y fondos Fiduciarios. Para las Pymes, las Acciones y las ON no son relevantes, ya que las empresas más pequeñas obtienen la porción más relevante de su financiamiento, 67,5%, mediante cheques de plazo diferido.

### Participación por instrumento (2000-2012)



Fuente: IAMC

En síntesis, el financiamiento en el mercado de capitales es bajo y se instrumenta principalmente a través de deuda (Obligaciones Negociables y Fondos Fiduciarios) en el caso de las empresas grandes. Para las empresas pequeñas, el principal instrumento de financiamiento en el mercado de capitales son los cheques de pago diferido, por lo que se ven sujetas a plazos mucho más acotados.

### El auto financiamiento

Tanto las limitaciones del mercado de capitales como del sistema financiero afectaron sólo parcialmente la evolución de la tasa de inversión en los últimos años. Esto se explica por el hecho que el auto financiamiento de las empresas ha jugado un rol central.

En concreto, se estudió la evolución de una variable del balance contable de las empresas: el resultado operativo, a nivel agregado y midiendo su representación respecto del total facturado en cada periodo. De esta forma, se construyó un ratio, el de resultado operativo / facturación. Este ratio se utiliza como proxy para medir la evolución del nivel de liquidez o "caja" de las firmas.

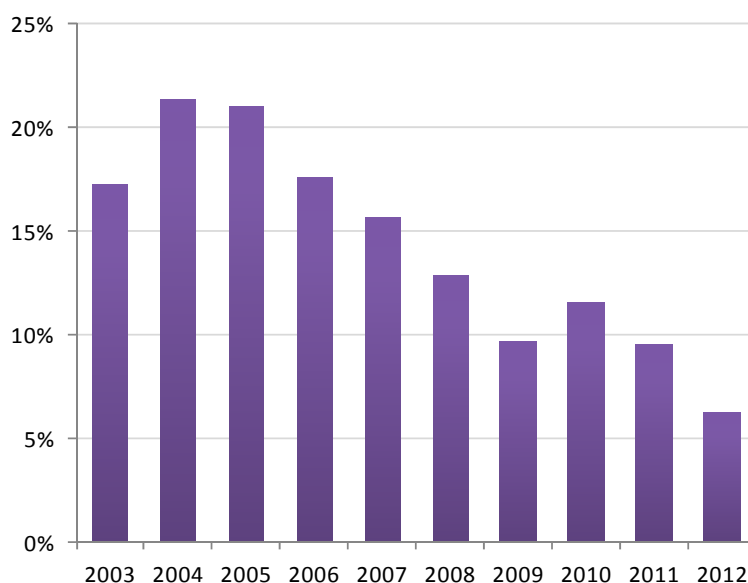
A comienzos de la década, este ratio registró valores elevados y crecientes, superando el 20% en 2004 y 2005. Sin embargo, la rentabilidad de las firmas ya no alcanza los niveles de años anteriores. Obsérvese que el ratio resultado operativo/facturación de

una muestra de firmas industriales que cotizan en bolsa registra una sostenida tendencia descendente desde el 2005/2006. A partir de aquellos años, la “caja” de este conjunto de firmas industriales ha ido mermando paulatinamente y hoy se bica en un piso del orden del 6%, un nivel inferior incluso al de 2009, un año de crisis internacional. Asimismo, este 6% se encuentra casi cinco puntos porcentuales por debajo del ratio promedio para la serie desde 2004 a la fecha. Además, cabe resaltar que este guarismo no logró consolidar la recuperación experimentada en 2010, cuando el ratio superó 10% luego de un convulsionado 2009.

Esta moderación en la rentabilidad de las empresas plantea la necesidad de que para lograr saltos adicionales en la tasa de inversión, tanto el mercado de capitales como el sistema financiero deberán jugar un rol más activo que en años anteriores.

### Ratio Resultado Operativo / Facturación

*Panel Fijo 26 empresas vinculadas con la Industria, acum 12 M*

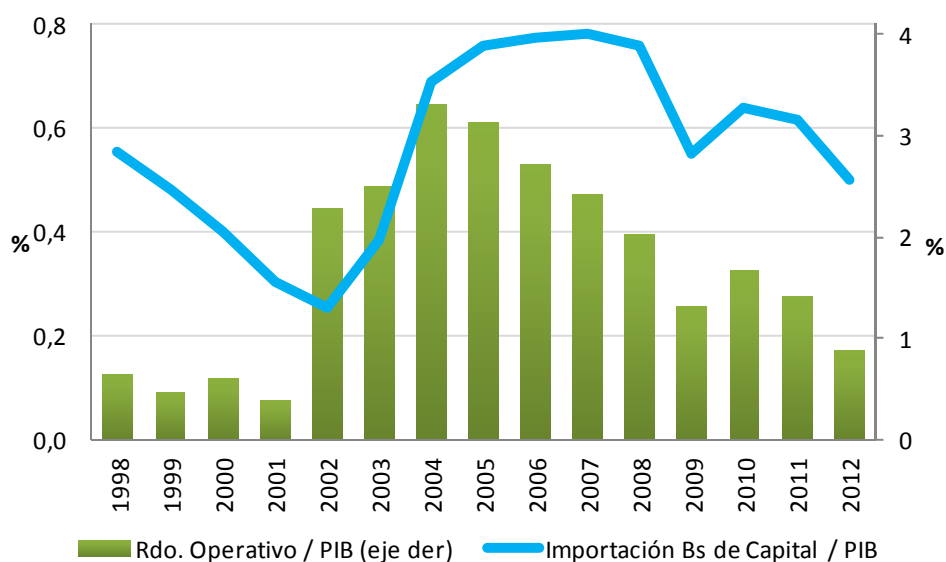


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos de Económica

Siguiendo la dinámica de este ratio, las importaciones de bienes de capital reflejan la caída en la Inversión que ocasiona la falta de fondos. Así, las importaciones de bienes de capital se redujeron de 4% del PIB a 2,5% en 2012.

### Importación de Bs de Capital vs Resultado Operativo

Como % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Indec y d/datos Económica

En un contexto de recuperación y elevada liquidez en el sector productivo, el problema de financiamiento pasa a un segundo plano. Sin embargo, además de ser un acceso a fondos coyuntural, se generan numerosos problemas asignativos originados en proyectos rentables que no disponen de fondos propios y no pueden realizarse, comprometiendo la eficiencia global de la economía.

### Financiamiento del Desarrollo

Cuando prevalecen fallas de mercado o se quiere fomentar sectores de manera estratégica, los canales de financiamiento que proporciona el mercado no son suficientes. La experiencia internacional nos muestra numerosos ejemplos en los que la Banca de Desarrollo jugó un rol crucial para el despegue de algunas actividades o la promoción de sectores. De todos modos, la adaptación de una institución de este tipo no es simple y exige evaluar no sólo las políticas que implementó sino también el desarrollo institucional entre otros factores. Con la intención de realizar comparaciones relevantes, se incluye a continuación la revisión de dos experiencias: el caso del BNDES, por la proximidad de Brasil, tanto geográfica como idiosincrática, y del Banco

de Desarrollo de Corea, por ser un caso emblemático de expansión de sectores exportadores.

## **BNDES<sup>2</sup>**

En Brasil, el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) es una empresa pública federal que canaliza la principal fuente de financiamiento de largo plazo para las inversiones en todos los sectores de la economía, incluyendo además de factores económicos, una dimensión social, regional y ambiental. El Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDE) fue establecido el 20 de junio de 1952 como una agencia gubernamental, con el objetivo de desarrollar y llevar a cabo las políticas nacionales de desarrollo económico. Posteriormente, el 21 de junio de 1971, el BNDE se convirtió en una empresa estatal de derecho privado, que se tradujo en una mayor flexibilidad para la captación y aplicación de recursos, además de menor interferencia política.

Inicialmente, el BNDE invirtió mucho en infraestructura, sin embargo, ya en los años 60, el sector agropecuario y las pequeñas y medianas empresas brasileñas pasaron a contar con líneas de financiamiento. En esta época, el BNDE comenzó a trabajar en asociación con una red de agentes financieros acreditados, distribuidos por todo Brasil. En 1974, estableció tres subsidiarias para actuar en el mercado de capitales y, de este modo, ampliar las formas de capitalización de las empresas brasileñas. Ellas se fusionaron, en 1982, en la BNDESPAR.

La integración de las preocupaciones sociales a la política de desarrollo, a inicios de los años 1980, se reflejó en el nombre del Banco, que, en 1982, pasó a llamarse Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES). Su misión es promover el desarrollo sostenible y competitivo de la economía brasileña, con generación de empleo y reducción de las desigualdades sociales y regionales.

Durante los años 1990, el BNDES enfatizó su actuación en la descentralización regional, con una mayor inversión en las regiones menos desarrolladas de Brasil, y con el apoyo a las exportaciones de las micro, pequeñas y medianas empresas. La preocupación con el medio ambiente también ganó fuerza, con la clasificación del riesgo ambiental de los proyectos.

En 2009, el Banco inauguró su oficina en América del Sur (Montevideo) y una nueva filial en Europa (Londres), con el propósito de buscar nuevas alternativas para el desarrollo en un mundo globalizado e interconectado.

Inicialmente, los fondos del BNDES eran originados en el Sector Público, y los trabajadores con aportes de la Seguridad Social y una parte del Fondo de Amparo al Trabajador. Actualmente, estos recursos han perdido significación, creciendo la importancia del mercado de capitales, con emisión de bonos a largo plazo y en reales. Las captaciones externas representan un porcentaje acotado. Los aportes del Tesoro

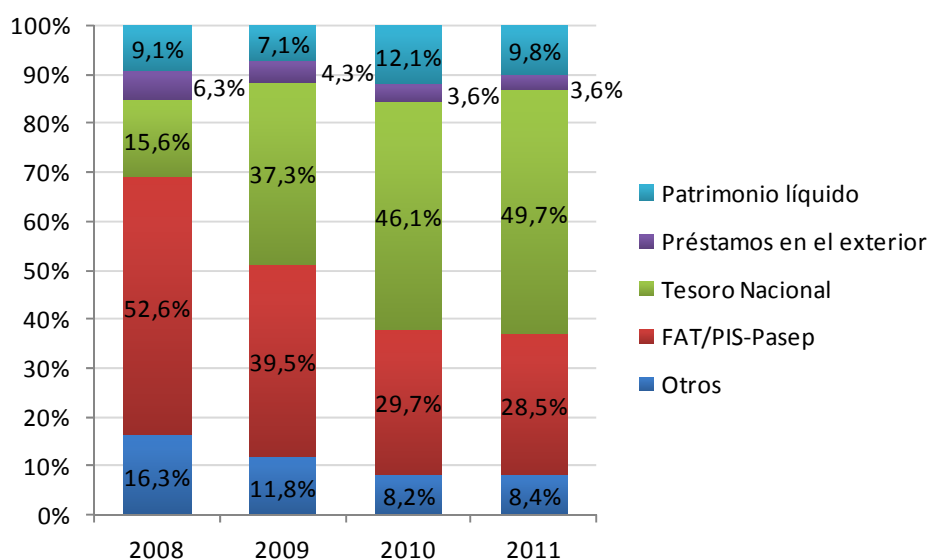
---

<sup>2</sup> Ver Informe Anual del BNDES 2011.

se incrementaron sustancialmente entre 2008 y 2009, como resultado de la aprobación de dos leyes, (11.805 de 2008 y 11.948 de 2009) que autorizaron la concesión de mayor crédito al BNDES con el objetivo de actuar como política contracíclica y, así, sostener la inversión. De este modo, los recursos del tesoro pasaron de R\$43.207 millones en 2008, 15,6% del total, a R\$144.213 millones en 2009, 37,3% del total. De todas formas, cabe resaltar que en el flujo de recursos, el retorno de las operaciones del BNDES representan el 75,6%.

### Sistema BNDES: Fuentes de recursos

*Saldo al 31 de diciembre*



Fuente: BNDES

El BNDES cuenta con tres subsidiarias integrales: FINAME (Fondo de Financiamiento para la Adquisición de Máquinas y Equipamientos), BNDESPAR (BNDES Participaciones SA) y BNDES Limited. Juntas, las cuatro empresas comprenden el llamado Sistema BNDES.

- FINAME destina sus recursos al financiamiento de operaciones de compra y venta y exportación de máquinas y equipamientos de producción brasileira, así como importación de bienes de la misma naturaleza producidos fuera del país. Sus actividades son desarrolladas bajo la responsabilidad y con la colaboración de BNDES. Pero la gestión de la agencia cabe a su Junta de Administración.



- BNDESPAR es una sociedad por acciones, constituida como subsidiaria integral del BNDES. Realiza operaciones de capitalización de emprendimientos controlados por grupos privados, con observancia de los planes y políticas del BNDES.
- BNDES Limited tiene sede en Londres y está orientada a ampliar el fondeo internacional y dar mayor asistencia financiera a las empresas brasileñas en el exterior.

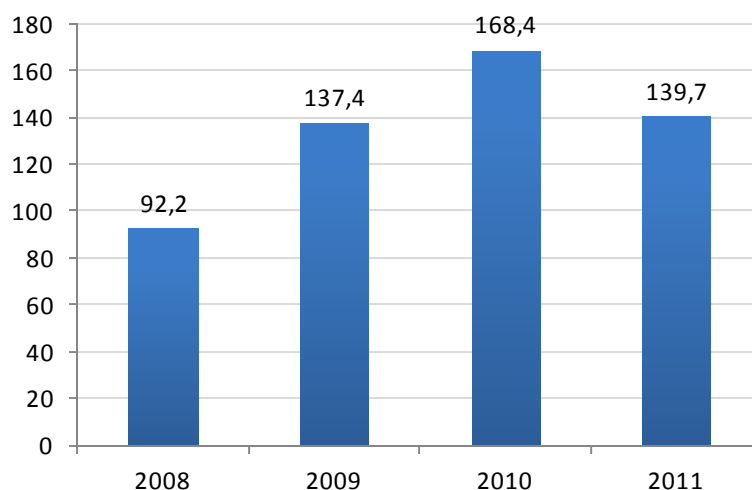
Las solicitudes pueden ser hechas de forma directa, cuando son realizadas directamente con el BNDES o con una institución mandataria. Sin embargo, como el BNDES no dispone de agencias, gran parte de las operaciones es realizada de forma indirecta, a través de la asociación con la red de instituciones financieras acreditadas que cubren todo Brasil. Esos agentes pueden ser bancos comerciales, públicos o privados, agencias de fomento o cooperativas. En las operaciones indirectas, el Banco repasa los recursos financieros a los agentes acreditados, que son responsables por el análisis y aprobación del crédito. También es posible la solicitud de apoyo de forma mixta, cuando hay una combinación de los dos modelos antes referidos.

Los financiamientos del BNDES pueden ser solicitados por empresas privadas, con sede y administración instaladas en Brasil, y empresarios individuales. Se financia también la Administración Pública y personas físicas, en casos específicos (transportadores de carga, productores rurales o microempresarios).

La institución financia el 20% del stock de crédito de Brasil, totalizando en 2011 R\$139.700 millones. De este total, el 64% corresponde a grandes empresas y 35% a Pymes y personas físicas. Una parte sustancial del financiamiento (40%) está orientada a obras de infraestructura y el 31% está orientado a la industria.

## Desembolsos

En miles de millones de R\$



Fuente: BNDES

La tasa de interés que se cobra por los créditos otorgados es levemente positiva en términos reales, y toma como referencia las metas de inflación del Banco Central. Así, el BNDES tiene ganancias netas, que para 2011 fueron del 23,1% del Patrimonio Neto o del 1,6% del valor de los activos, algo inferiores a las alcanzadas en 2010.

### Índices de Desempeño - Anualizado (en %)

<b>Retorno sobre patrimonio líquido</b>	33,2%	21,2%	25,5%	31,0%	23,1%
<b>Retorno sobre activos</b>	3,7%	2,2%	2,0%	2,2%	1,6%

Fuente: Informe Anual 2011, BNDES

Además de la rentabilidad positiva, otro indicador de éxito del BNDES son los casos concretos que se han logrado desarrollar con el apoyo del BNDES, como es el caso emblemático de EMBRAER, pero también empresas del sector TICS, petróleo, electricidad, entre otros.

### Banco de Desarrollo de Corea

En Corea, a partir de los años '50 se siguió una estrategia de financiamiento direccionado o selectivo muy activa que fue una herramienta sustancial en la política de desarrollo. Si bien las elevadas tasas de crecimiento alcanzadas fueron sustentadas por 'fundamentals' correctos, como estabilidad macroeconómica, elevadas tasas de inversión, estabilidad y seguridad en el sistema financiero, baja distorsión en los precios relativos y apertura a tecnología externa (World Bank, 2003), facilitar el acceso a financiamiento fue un factor esencial dado la falta de desarrollo de los mercados de bonos y de capitales y un contexto de represión financiera.

En este marco, fue fundado el Banco de Desarrollo de Corea, en abril de 1954, con el objetivo de financiar la reconstrucción luego de la guerra y ayudar a promover el desarrollo industrial estratégico y crecimiento económico. Junto con el Banco Agrícola representaban hacia 1960 el 71% del crédito bancario. Actuó como banco líder, siendo de propiedad 100% estatal, promoviendo el crecimiento del sector de servicios financieros, promoviendo el surgimiento de industrias con potencial de crecimiento futuro y favoreciendo un desarrollo regional balanceado. En 2009 inició un proceso de privatización.

Los mecanismos utilizados para la canalización selectiva de créditos fueron tanto tasas de redescuentos diferenciales por sector como también techos a las tasas que se cobraban a los créditos. También se aplicaron restricciones a los créditos mediante pre-aprobaciones crediticias hasta la reforma financiera de 1964. Luego se aplicaron controles selectivos de créditos, estableciendo bancos especializados para servir a áreas particulares: básica, química, industria pesada, Pymes, comercio internacional. Se establecieron prioridades: en primer lugar, los sectores que mejoran la Balanza de Pagos, luego los de primera necesidad, luego las industrias que más contribuyen al PIB y al empleo, luego aquellas de importancia estratégica (química pesada, armas, maquinaria) y finalmente, aquellas industrias que contribuyen a la racionalización de la industria y el desarrollo de alta tecnología. También se aplicaron regulaciones con requisitos de que el 30% de los créditos vayan a Pymes. En 1980, esa proporción se incrementó a 35% y de 40% a 55% para bancos locales.

A partir de abril de 1974 se establecieron reglas de trabajo para créditos selectivos, que en 1977 fueron reemplazadas por guías para crédito selectivo. Se establecían regulaciones sobre sectores a los que se les debía restringir los créditos y aquellos a los que se les debía prohibir. Se crearon fondos destinados al apoyo a las exportaciones, descuento de notas comerciales, fondos especiales de bajo interés para pymes y fondos para ahorro de energía. Fondo Nacional de Inversión fue establecido en 1973. Los bancos comerciales debían tener bonos y actuaban como agentes del NIF para otorgar créditos a sectores como maquinaria, construcción de barcos y exportación de plantas llave en mano.

Así, los diversos instrumentos de política financiera en Corea se transformaron en un sistema de apoyo selectivo para las exportaciones, la industria química, la industria pesada y las pymes. Los sectores financiados por el KDB fueron aquellos, que pese a tener restricciones de acceso al crédito poseían importantes economías de escala y/o etapas prolongadas de maduración de la inversión. La financiación se dirige a maquinaria, inversiones de capital y capital de trabajo, concentrándose en la industria, en particular en el sector petroquímico. También financia la ampliación de infraestructura económica y social vinculada a la industrialización. El destino de los fondos se divide en un 63% para préstamos (pymes 31%, grandes firmas 47%, otros 22%) y un 37% en securities. El crédito está especialmente dirigido a inversiones de largo plazo. El 70% de los préstamos en moneda local y el 85% en extranjera se aplicaron a la adquisición de equipamiento, mientras que el resto correspondió a capital de trabajo.

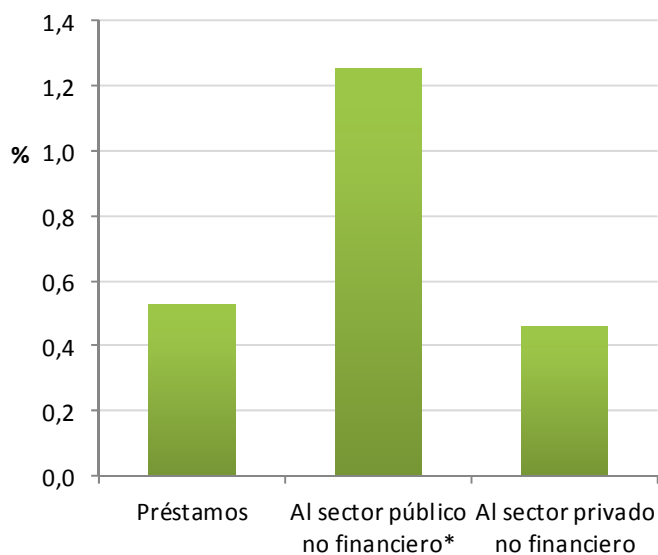
La principal fuente de fondeo es la emisión de los Industrial Finance Bonds, seguido de préstamos en moneda local (50% vía el Ministerio de Economía y Finanzas y el resto vía el Industrial Bank of Korea (IBK) y otras instituciones) y extranjera (contraídos con el AsianDevelopment Bank y el Banco Mundial. También está habilitado para captar depósitos, pero estos constituyen sólo una fuente marginal de fondeo. En gran medida, los préstamos en moneda extranjera constituyen préstamos de instituciones financieras al gobierno coreano, el cual utiliza al banco como canal institucional de recepción). El KDB también recibe aportes directos del gobierno, en forma de garantías, préstamos o capital adicional. El Banco Central le otorga créditos blandos, líneas de contingencia e incluso deposita a plazos específicos parte de sus reservas para financiar proyectos cuyos lapsos coincidan con el período del depósito.

### **Banco de Inversión y Comercio Exterior de Argentina (BICE)**

En Argentina, la banca de desarrollo no registra buenas experiencias (el caso del Banade). En los países sin Banca de Desarrollo, la Banca Pública funciona muchas veces como canalizador de las políticas de apoyo financiero a las empresas.

Desde 1992 se despliega un nuevo intento con el BICE. Este es un banco público cuyo único accionista es el Estado. Inicialmente, se pensó en un banco de segundo piso, aunque no logró grandes colocaciones. Ahora también otorga créditos de manera directa y representa el 0,5% del total de créditos del sistema, muy por debajo del 20% del BNDES.

### Préstamos directos del BICE como porcentaje del total de préstamos del sector financiero

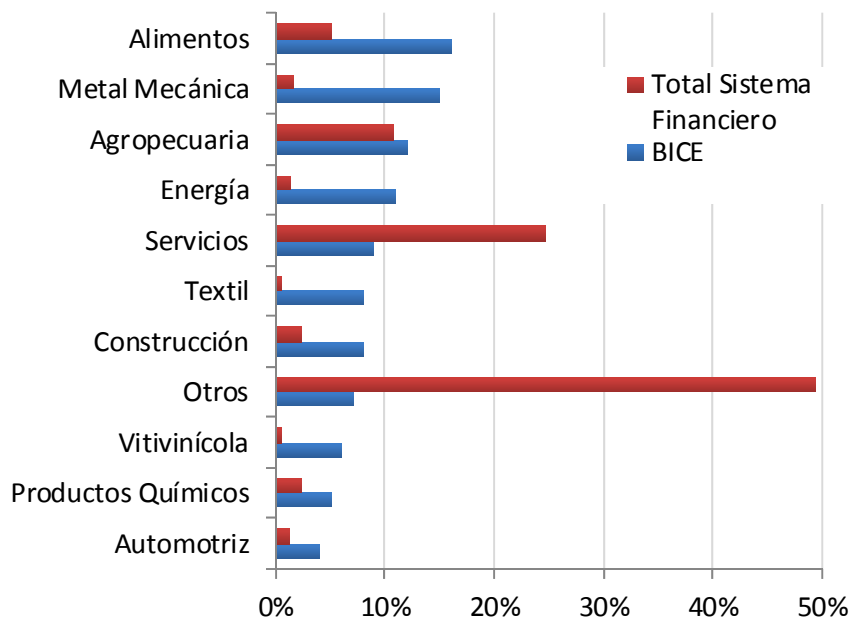


\*régimen de financiación de contratos y proyectos de leasing financiero

Fuente: BICE y BCRA

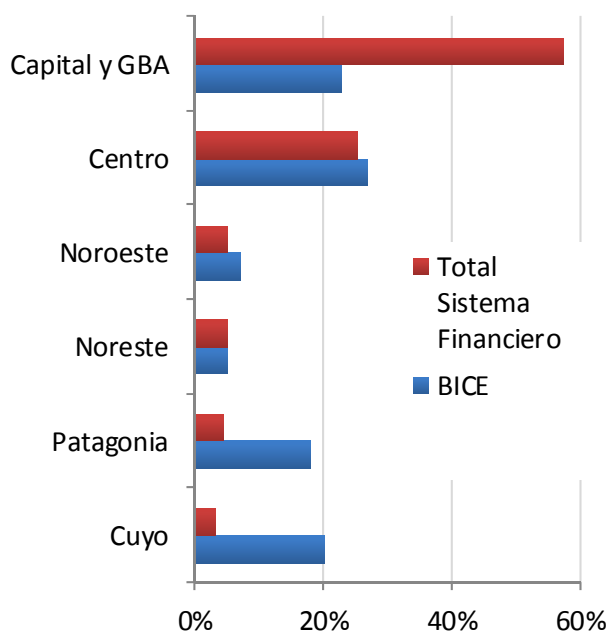
Una característica de los créditos BICE, si bien muy acotados, priorizan los sectores industriales frente a los de servicios, que para el total del Sistema financiero alcanzan el 25% mientras que en la cartera del BICE no llegan al 10%. Y, por otra parte, otorga una mayor proporción de créditos fuera de Capital Federal y GBA, distritos que para el total del Sistema Financiero explican casi el 60% de los créditos, mientras que el BICE coloca alrededor del 20% de sus créditos.

### Préstamos por sector productivo (2011)



Fuente: BICE y BCRA

### Préstamos por región (2011)



Fuente: BICE y BCRA

### Algunas recomendaciones de Política

Consideramos que el debate alrededor de un Banco de Desarrollo para la Argentina no es una cuestión de principios, por lo tanto debe enfocarse de un modo pragmático. En distintos documentos de trabajo, IERAL ha examinado la conveniencia y posibilidad de replicar en la Argentina la experiencia del Banco de Desarrollo de Brasil, el BNDES. Se ha subrayado la existencia de peculiaridades que deben tenerse en cuenta:

- La inexistencia (en Argentina) de un fondeo institucional como es el Fondo de Amparo al Trabajador
- La mala experiencia con instituciones de desarrollo en el pasado (BANADE)
- La necesidad de definir pautas objetivas para establecer una tasa de interés de largo plazo, que en el caso brasileño surge de las metas de inflación (4,5%) más el riesgo país (2 puntos porcentuales adicionales)
- Pese a su contribución al financiamiento de la inversión, el BNDES no ha dejado suficiente espacio para el financiamiento Pyme, una cuestión crucial para el desarrollo del país

Se considera que los factores de éxito de un Banco de Desarrollo son (CAF, 2011):

- El foco del mandato u objetivo estratégico, que otorga claridad sobre el rol de la entidad y permite diseñar métricas de evaluación.
- La calidad de las regulaciones específicas, que aseguren la viabilidad y transparencia del banco

Así, en la actual etapa quizás resulte más eficaz fortalecer gradualmente la estructura del financiamiento y el fondeo del BICE, aunque manteniendo la preponderancia de la operatoria de “segundo piso”. Este financiamiento de segundo piso debe generar los incentivos adecuados para que el Sistema Financiero esté interesado en actuar como agente de primer piso y asigne el financiamiento siguiendo los lineamientos estratégicos. El diseño de instrumentos debe garantizar que el Banco tenga resultado superavitario, de modo tal de que sea sustentable en el mediano y largo plazo.

Dada la situación fiscal del país, para capitalizar en forma significativa al BICE habría que incrementar en paralelo la deuda bruta del sector público, por lo que esta acción requeriría un cuidadoso estudio de costos y beneficios.

Un banco de estas características debería focalizar primero en infraestructura, ya que es uno de los déficits más importantes de la economía argentina hoy y, al menos inicialmente, no es fácil que el capital privado realice cuantiosas inversiones en el sector. En paralelo, podría avanzarse en el impulso a instrumentos adecuados para el financiamiento Pyme (fondos de garantía, leasing, etc.).



### Inversión en Infraestructura en base a asociaciones público-privadas

La inversión en infraestructura es uno de los principales déficits en que muestre la economía argentina. Dadas las restricciones fiscales existentes, debería contemplarse un impulso a las Asociaciones Público Privadas, esto es propiciar mecanismos mediante los cuales el sector privado invierta en infraestructura bajo figuras que le permitan captar el retorno de dichas inversiones. Estos mecanismos son particularmente viables para inversiones en rutas, pero también en otros medios de transporte que permitan cobrar un canon por el uso. Argentina registró un nivel muy acotado de inversiones de este tipo en el período 2001-2011 según datos del Banco Mundial.

#### Inversión en Infraestructura Público Privada

Transporte, 2004-2011

	En millones de US\$	% PIB	% Inversión
<b>Argentina</b>	1.412	0,07%	0,36%
<b>Brasil</b>	19.636	0,27%	1,44%
<b>Chile</b>	3.451	0,42%	1,78%
<b>China</b>	24.219	0,15%	0,33%
<b>Malasia</b>	2.561	0,26%	0,97%
<b>México</b>	15.787	0,31%	1,29%

Fuente: PPI World Bank Database

En un contexto de menor holgura fiscal sería interesante revertir esta situación y potenciar el uso de fondos públicos con fondos provenientes del sector Privado. Alcanzar un nivel similar al promedio de Chile, Brasil y México (0,33% del PIB) en inversiones canalizadas por asociaciones público-privadas permitiría dar un salto del orden de 1.300 millones de dólares/año, cálculo que no tiene en cuenta el nivel de "demanda insatisfecha" que registra el sector.

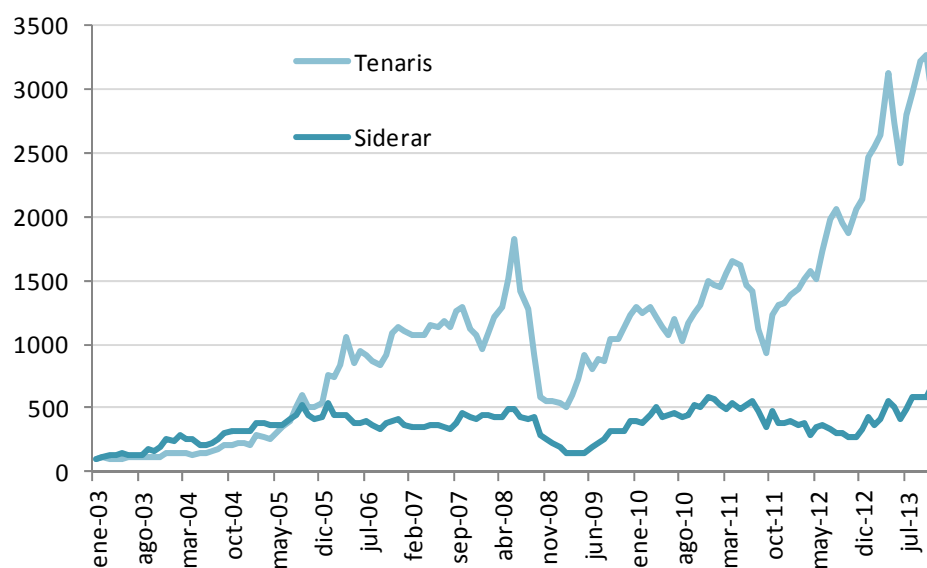
## Conclusiones

Debe subrayarse que ni las asociaciones público-privadas, ni instituciones como el BNDES, son sustitutos perfectos de mercados de capitales y financieros profundos y líquidos. Para ello, los requisitos no excluyentes cuando se piensa en términos del financiamiento de la inversión son, entre otros:

- Una baja inflación
- Un reducido riesgo país
- Mercados desregulados y/o con regulaciones aplicadas por agencias profesionales, en función de normas estables en el tiempo

### Cotización Tenaris y Siderar

*Base enero 2003=100*



Fuente: YahooFinance

Si la Argentina avanzara en esa dirección, posiblemente el impacto sería más rápido y significativo en el mercado de capitales ya que la baja cotización de muchas empresas obedece no tanto a un problema de rentabilidad sino a la exagerada tasa a la que se descuentan sus flujos de fondos. Esta elevada tasa surge del significativo riesgo país (3 veces mayor al de Brasil), y también de la falta de certeza acerca de la permanencia de reglas de juego en la cual esas empresas operan. De allí la diferencia de valuación de empresas comparables, según están o no expuestas al “riesgo argentino”

En cuanto al sistema financiero, aquellas condiciones necesarias se expresarían de un modo más gradual. En la experiencia de los agentes económicos de la Argentina abundan los casos de ruptura de reglas (Plan Bonex, congelamiento de depósitos bancarios, estatización de los fondos AFJPs). Como se sabe, la confianza lleva años para consolidarse, pero puede destruirse en un minuto. De todos modos, dado el nivel de la tasa de ahorro de la Argentina, si se avanza en esta dirección no hay dudas que podrá lograrse un sostenido aumento de la capacidad del sistema bancario de financiar la inversión. Es importante subrayar en este sentido que los indicadores de solvencia y liquidez son inmejorables.

## Bibliografía

World Bank, 1993, *The East Asian Miracle: Economic Growth and PublicPolicy*.

CAF, 2011, *Servicios financieros para el Desarrollo: promoviendo el acceso en América Latina*.

Latin American Economic Outlook, 2013, El papel de las instituciones financieras públicas en el financiamiento de las pymes, (<http://www.latameconomy.org/es/outlook/2013/financing-smes-in-latin-america/the-role-of-public-financial-institutions-in-financing-smes/>)

Mercosur ABC, 2009, Fondos previsionales como fondeo. El exitoso caso del BNDES de Brasil, (<http://www.mercosurabc.com.ar/nota.asp?IdNota=1986&IdSeccion=1>).