

S E R I E A P O R T E S

Financiamiento y políticas de desarrollo

Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino

Juan Cuattromo
Leandro A. Serino

Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino.

AUTORES:

Juan Cuattromo. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la República Argentina.
Leandro A Serino. Universidad Nacional de General Sarmiento, Argentina.

El presente documento fue elaborado sobre la base de los análisis y discusiones desarrollados en el marco del Seminario "Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino", organizado por la Asociación de Economía para el Desarrollo de la Argentina (AEDA) y la Fundación Friedrich Ebert (FES) el 6 de abril de 2010.

Impreso en Argentina, agosto 2010.

FUNDACION FRIEDRICH EBERT
Marcelo T de Alvear 883, 4º piso.
C1058AAK - Buenos Aires, Argentina.
E-mail: fes.argentina@fes.org.ar
www.fes.org.ar

Los artículos que publicamos son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no traducen necesariamente el pensamiento de la Fundación Friedrich Ebert. Se admite la reproducción total o parcial de sus trabajos como asimismo de sus ilustraciones, a condición de que se mencione la fuente y se haga llegar copia a la redacción.

DISEÑO DE PUBLICACIONES:
YUNQUE de Ildefonso Pereyra.
E-mail: yunquemm@yahoo.com.ar
Tel. Fax: 54 11 3980 5571
Tarija 3520 - CP1253
Buenos Aires, Argentina.

Introducción

5

Caracterización del Sistema Financiero Argentino

7

Identificación de los Principales Problemas

13

Hacia un Sistema Financiero para el Desarrollo

19

Comentarios finales

21



Desde mediados de 2002, la economía argentina inició un sendero de acelerado crecimiento económico (interrumpido sólo temporalmente por los coletazos de la crisis internacional), sustentando en gran medida por la fuerte expansión en la inversión productiva. Sin embargo, de modo algo paradójico, este proceso tuvo lugar en un contexto de escaso dinamismo en el crédito al sector privado. En el presente documento se considera que la baja profundidad financiera responde a deficiencias propias del marco institucional, a la historia económica reciente del país y al esquema de políticas monetaria y cambiaria actualmente vigentes. En tanto el financiamiento al sector privado es fundamental para continuar el sendero de desarrollo económico de Argentina, el documento resalta la necesidad avanzar en la construcción del marco institucional para un nuevo banco de desarrollo, pero al mismo tiempo utilizar todas las instituciones e instrumentos de política disponibles para expandir el financiamiento de las actividades productivas.

Introducción

INTRODUCCIÓN

Tras el colapso del modelo de convertibilidad y el período de crisis inmediatamente posterior, la economía argentina inició un proceso de fuerte expansión económica. El producto bruto creció ininterrumpidamente durante 26 trimestres a una tasa promedio del 8% anual entre la segunda mitad de 2002 y fines de 2008, cuando los efectos de la crisis financiera desencadenada en los países desarrollados adquirieron una dimensión global, y reinició su expansión a fines de 2009. Entre los pilares del proceso se destaca el dinamismo del proceso inversor¹. En efecto, el total de inversión (privada más pública) creció a un ritmo muy superior al de otros componentes de la demanda

¹ Los otros pilares fundamentales de la dinámica macroeconómica de los últimos años han sido los superávits de las cuentas públicas y externas.

agregada y alcanzó niveles récords en 2007 y 2008, promoviendo las condiciones para que el crecimiento económico se sostenga en el tiempo.

El comportamiento reciente de la inversión presenta dos aspectos que vale la pena destacar: uno es la relación entre ésta y el régimen macroeconómico, el otro es la paradójica independencia de la inversión de la intermediación financiera. Con relación al primer punto, debemos destacar que la inversión fue en gran medida incentivada por las políticas macroeconómicas, en tanto éstas promovieron la competitividad de la economía, la expansión de la demanda agregada y previnieron estrangulamientos en el frente externo. Notablemente, y a diferencia de lo acontecido durante los 1990s cuando el esquema macroeconómico se concentró en la búsqueda de financiamiento externo, la política de tipo de cambio competitivo y el sostenimiento de superávits fiscales y externos no sólo promovieron significativas oportunidades de inversión sino también el ahorro doméstico necesario para su financiamiento, tal cual por ejemplo sugieren las tasas de inversión y ahorro en 2008 del 25% y 26% respectivamente.

Paradójicamente, la expansión del ahorro doméstico no fue acompañada por una mayor intermediación financiera ni por una creciente importancia del crédito bancario doméstico como impulsor de la inversión y el crecimiento económico. Si bien en años recientes fue posible crecer con bajos niveles de intermediación financiera –lo cual además permitió morigerar los efectos de la crisis internacional–, existen múltiples vías por las cuales el crédito al sector privado puede generar y sustentar proceso de crecimiento económico. Es posible identificar al menos tres canales que ilustran su importancia para el desarrollo económico.

Primero, la intermediación financiera mejora la eficiencia estática y puede constituir un elemento central para el crecimiento económico y la mejora del bienestar social. Ello es así porque el crédito no solo contribuye a suavizar y mejorar la asignación de recursos, sino porque también reduce las tenencias innecesarias de liquidez y permite la distribución de riesgos entre diferentes actores económicos y estados de la naturaleza.

Segundo, el crédito resulta fundamental para llevar adelante ampliaciones de la capacidad instalada de magnitud. Si bien, como se mencionó, la inversión y el producto crecieron en ausencia de crédito, la expansión de la escala en las actividades productivas y el futuro crecimiento económico pueden verse condicionados si la falta de financiamiento restringe la expansión de las firmas, particularmente las de tamaño pequeño y mediano.

Tercero, el sistema financiero puede ayudar a mejorar la eficiencia dinámica y contribuir al cambio estructural. La transformación productiva requiere la reasignación de recursos y factores de producción hacia los sectores más productivos (Cimoli, 2005). En ausencia de un sistema financiero que permita reasignar recursos hacia nuevos proyectos y sectores más dinámicos, el crecimiento tenderá a estar sesgado hacia las actividades tradicionales (muchas de ellas con ventajas naturales) y las transformaciones con implicancias positivas para la dinámica económica estarán en gran medida supeditadas a la presencia de shocks externo positivos.

Con el propósito de avanzar en la definición de políticas públicas que apunten en la promoción de un sistema financiero que contribuya al desarrollo, el presente documento expone las visiones que

distintos especialistas argentinos y extranjeros expusieron en el Seminario "Financiamiento y políticas de desarrollo" organizado Asociación de Economía para el Desarrollo de la Argentina (AEDA) y Fundación Friedrich Ebert (FES) en abril de 2010².

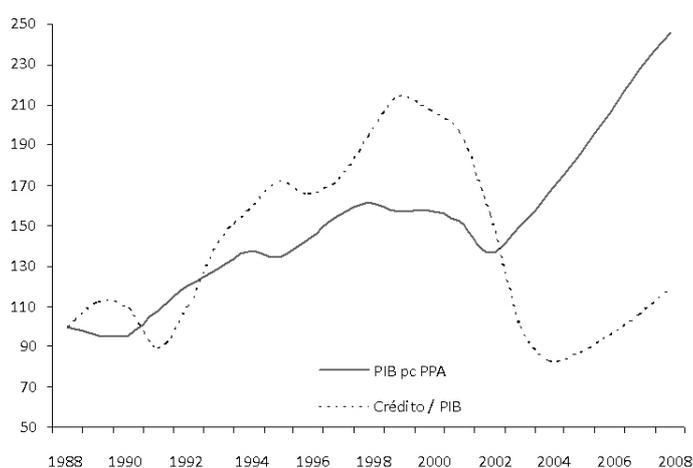
El documento se ordena de la siguiente manera. En la sección 2 se analizan los principales rasgos y limitaciones que presenta el Sistema Financiero Argentino (SFA). En base a esta caracterización, la tercera sección del documento identifica la naturaleza de los problemas que aquejan al SFA, distinguiendo los que responden a deficiencias regulatorias y los que se deben a factores estructurales. A modo de conclusión, la cuarta sección discute propuestas alternativas para promover el crédito productivo. Si bien lo ideal sería contar con un banco especializado en cuestiones de desarrollo, las discusiones mostraron que es igualmente factible expandir el crédito productivo en base a un mejor aprovechamiento de las instituciones y regulación vigentes.

Caracterización

■ CARACTERIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO ■ del Sistema Financiero Argentino

Las características del Sistema Financiero Argentino (SFA) son marcadamente diferentes a la de los países desarrollados (cuya complejidad y profundidad, según Kregel (2010c), son una de las causas de la crisis financiera internacional). Como sugirió Fortino (2010), el proceso de expansión en el producto iniciado a la salida del modelo de convertibilidad se dio junto con muy bajos niveles de intermediación del sistema financiero en una tendencia que parece divergir en el tiempo.

GRÁFICO 1 - Crédito al Sector Privado y PIB pc PPA Base 1988 = 100

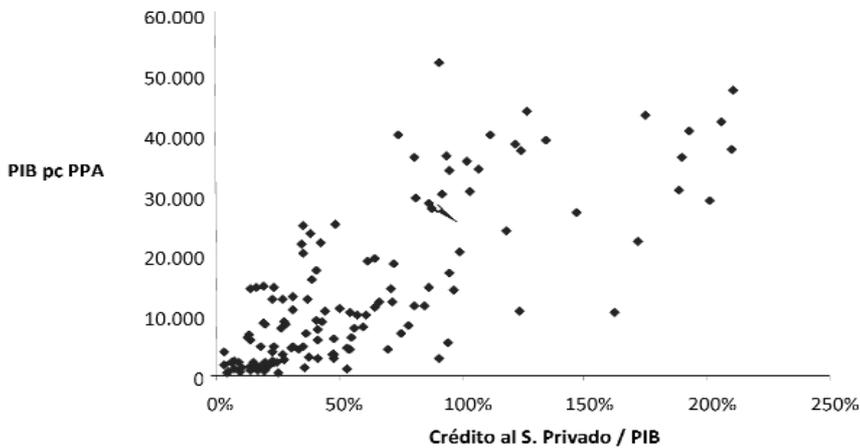


Fuente: Financial Structure Database y FMI

² En dicho seminario realizaron diversas exposiciones Jan Kregel, Mario Tonveronachi, Elisabetta Montanaro, Luis Fortino, Estela del Pino y Matías Kulfas.

Si bien los bajos niveles de apalancamiento bancario de Argentina redujeron la vulnerabilidad de la economía y del sistema financiero frente a la crisis, la evidencia empírica sugiere que a nivel global los mayores niveles de producto por habitante guardan una correlación positiva con mayores niveles de profundidad financiera³ (Gráfico 2).

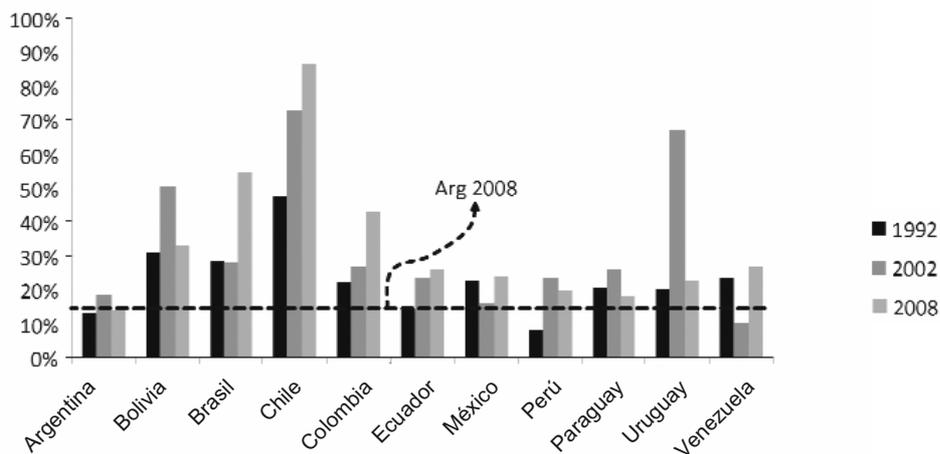
GRÁFICO 2 - Crédito al Sector Privado y PIB pc PPA



Fuente: Financial Structure Database y FMI

Respecto del SFA debe notarse que su baja profundidad es una característica estructural, presente en al menos los últimos 15 años. En igual sentido, esta realidad se verifica si realizamos la comparación con otros países de Latinoamérica, donde se resalta que para 2008 (último dato disponible) Argentina presenta la relación crédito al sector privado sobre PIB más baja: 14%. Por el contrario, para Brasil este ratio se ubica en 54,5%, mientras que en Chile supera el 86.

GRÁFICO 3 - Crédito Bancario. Como % del PIB



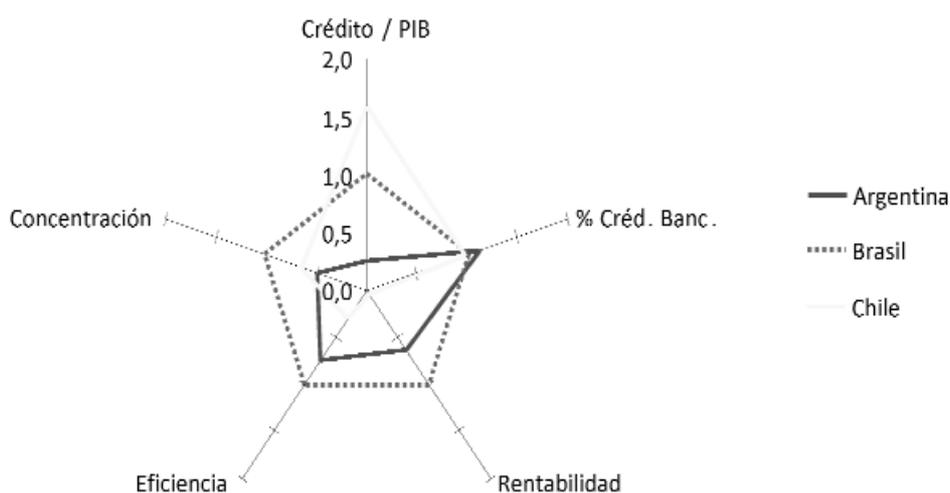
Fuente: Financial Structure Database

³ Por supuesto, esta evidencia puede tomarse solo como indicativa, ya que no es clara ni evidente cual es la relación de causalidad (si la hay) entre las variables. Bebuck y otros (2010) encuentran que el crédito al sector privado no causa (económicamente) el crecimiento del producto, mientras que contrariamente Levine (2004) resalta que el desarrollo de sistema financiero importa para el crecimiento. Por otra parte, Fortino (2010) muestra que los países que más sufrieron los efectos de la crisis presentaban una elevada profundidad financiera.

Por otra parte, el SFA muestra una estructura poco compleja (Fortino, 2010). Nuevamente, esta realidad se confirma si comparamos con Chile y Brasil: en el primero el 15% del crédito se realiza por fuera de las instituciones bancarias y para el segundo este valor se ubica cerca del 9%, mientras que para Argentina es de apenas el 0,6% del total.

Asimismo, tanto los sistemas financieros de Argentina como el de Chile presentan una menor concentración y rentabilidad junto con una mayor eficiencia respecto de lo observado en Brasil. Vale aquí destacar que para Chile se observan los mayores niveles de profundidad financiera pero menor rentabilidad y mayor eficiencia. Si se toma la participación de los tres primeros bancos sobre el total de activos del sistema financiero como medida de concentración bancaria, Argentina presenta la estructura menos concentrada de los tres países (Gráfico 4).

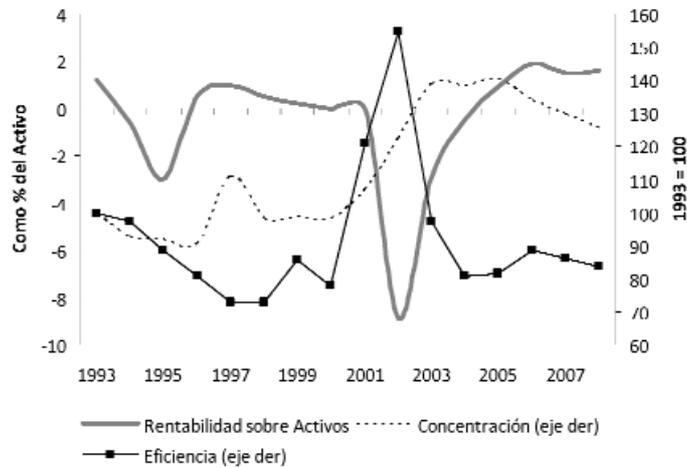
GRÁFICO 4 – Indicadores del Sistema Financiero - Como % de Brasil



Fuente: Financial Structure Database

El Gráfico 5 muestra otros rasgos característicos del SFA. Se observa que en la actualidad la rentabilidad sobre activos del sistema es la más alta desde 1993, justamente cuanto menor es el grado de financiación al sector privado. Por otra parte, la concentración del sistema se incrementó luego del colapso de la convertibilidad y los niveles de eficiencia operativa no parecen presentar cambios significativos respecto del último lustro de la década del noventa.

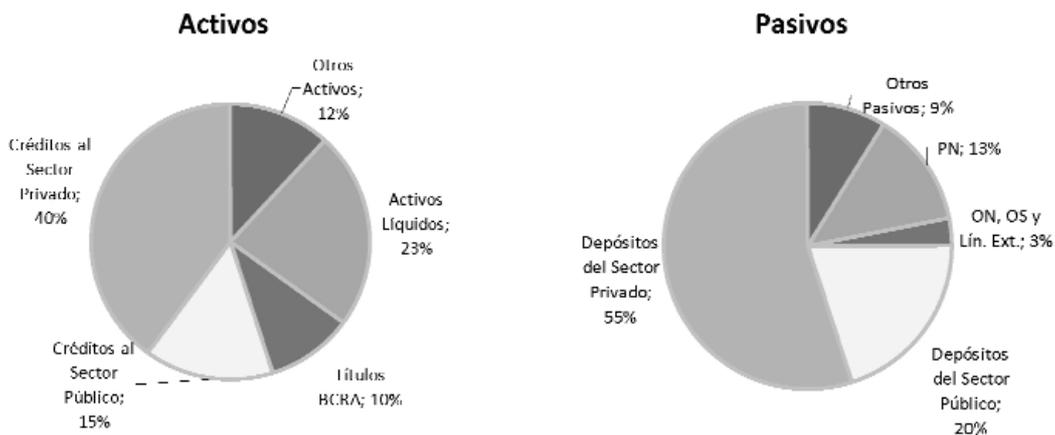
GRÁFICO 5 – Indicadores del Sistema Financiero Argentino



Fuente: Financial Structure Database y FMI

El análisis de la situación patrimonial del sistema financiero muestra algunos de los factores que determinan esta realidad. Según el Gráfico 6, sólo el 40% del activo del SFA se destina en financiamiento al sector privado no financiero, aún cuando éste aporta un monto equivalente al 55% del mismo. Ello no se debe necesariamente a que el sector público desplaza al privado en la captación de fondos (ya que la relación entre depósitos y créditos del sector público es positiva en 5 puntos porcentuales del activo).

GRÁFICO 6 – Estructural Patrimonial del Sistema Financiero Argentino
Como % del Activo / Activos Pasivos

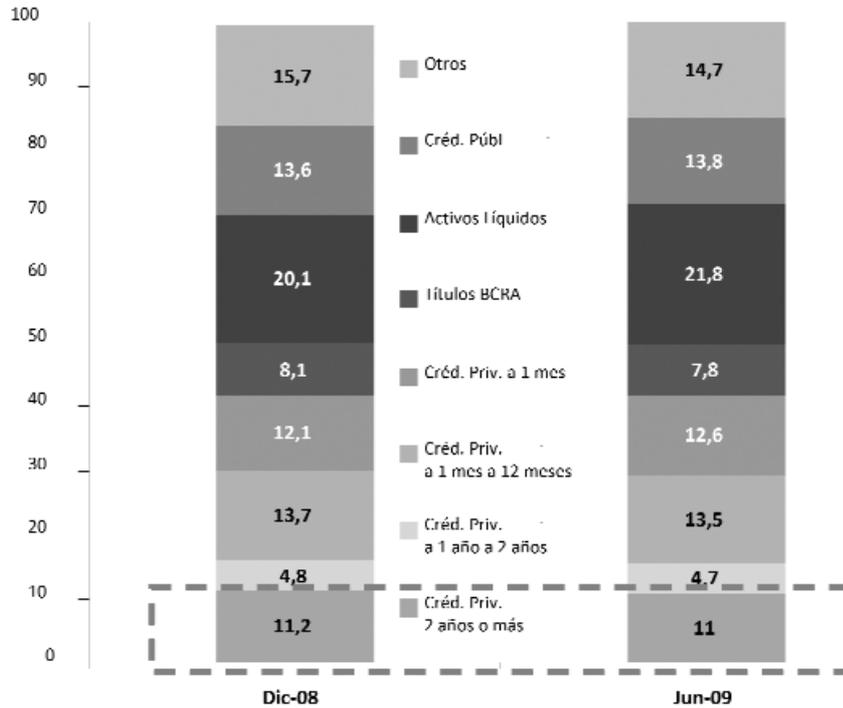


Fuente: Fortino (2010)

Si concentramos nuestra atención sobre el lado del activo en la hoja de balance de los bancos, puede observarse que una muy pequeña parte del mismo tiene como destino el financiamiento de mediano y largo plazo. En efecto, sólo el 11% del total se destina en líneas de crédito con un plazo residual que supera los 2 años (Gráfico 7). Nótese por otra parte que la suma de activos líquidos (en

gran parte Pasivos Pasivos contra el BCRA) y títulos de la autoridad monetaria en poder de los bancos (Letras ó Notas) acapara no menos del 28% de ese mismo activo.

Gráfico 7 – Activos del Sistema Financiero
Como % del Activo Neteado – por plazo residual

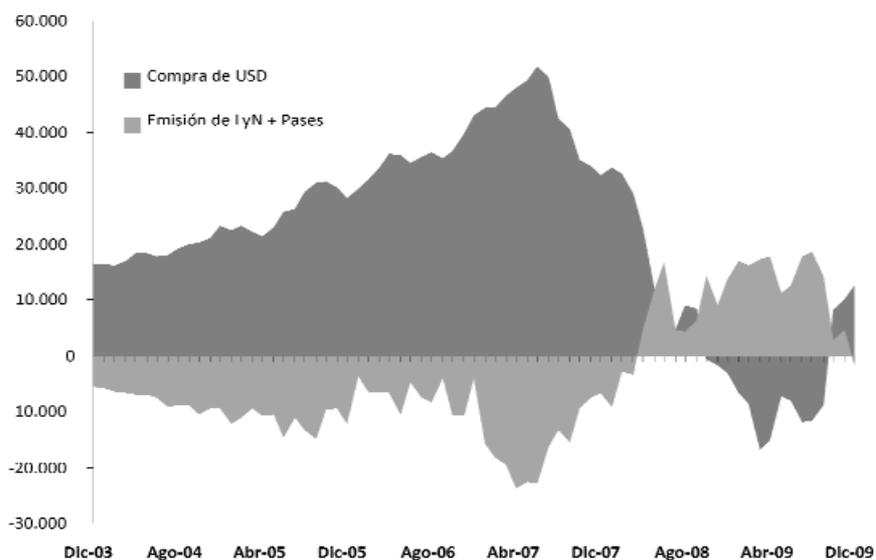


Fuente: Fortino (2010)

El elevado peso de los instrumentos que tienen como contrapartida al BCRA tienen su explicación en el esquema monetario y cambiario aplicado en el país desde la salida del modelo convertible (véase Frenkel y Rapetti, 2010). El nuevo régimen establece una meta implícita para el tipo de cambio real (y por lo tanto, el nominal) y al mismo tiempo, controla mediante un programa monetario el crecimiento en la cantidad de dinero de forma de evitar que desequilibrio en el mercado monetario deriven en posibles presiones inflacionarias.

Tal como se observa en el Gráfico 8, hasta inicios de la crisis internacional la expansión de la base monetaria asociada a la dinámica de las cuentas externas se expandió aceleradamente, y ello demandó (dado el esquema monetario definido por las autoridades) una expansión, también creciente, de la emisión de instrumentos financieros del BCRA para esterilizar los aumentos de la oferta de dinero y su acumulación por parte de las instituciones financieras privadas.

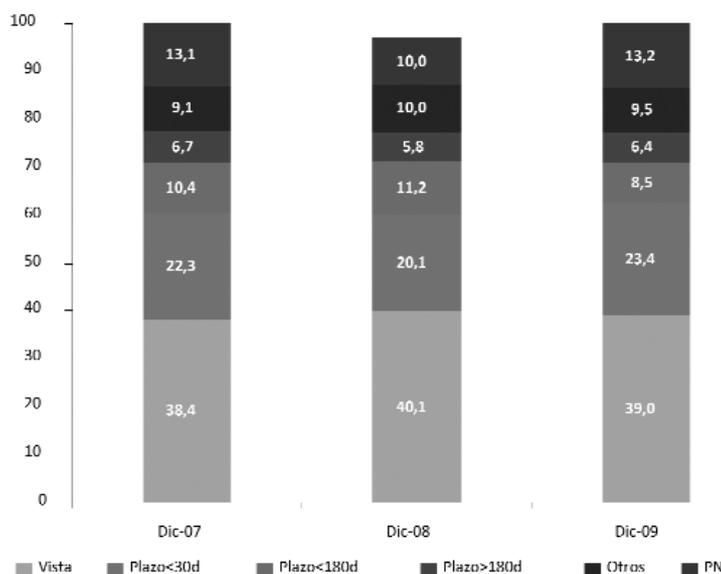
Gráfico 8 – Factores de Explicación de Base Monetaria
En Millones de Pesos – Acumulado 12 Meses



Fuente: BCRA

Fortino (2010) enfatiza por su parte que el escaso financiamiento productivo y de largo plazo, así como las posibilidades para crear una banca de desarrollo, también se debe a las características de los pasivos del SFA. Según el Gráfico 9, la mayor parte de las colocaciones privadas son a plazo de menos de 180 días, con un claro predominio de las líneas a la vista.

Por último, Kulfas (2010) incorpora una nueva dimensión al análisis: el tamaño de las firmas. Como se mencionó, las características del financiamiento de las empresas varían según su tamaño, y muestran las limitaciones del SFA para generar instrumentos crediticios adecuados para las distintas empresas y/o sectores económicos. Por caso, Kulfas señala que: i - las **grandes empresas** se financian con recursos propios, en el mercado de capitales (pocas emisiones) y con crédito bancario; ii - las **empresas medianas** utilizan fondos propios y crédito bancario a corto plazo y, en algunos coyunturas favorables, obtiene crédito a mediano plazo (generalmente de no más de 5 años), y iii- las **empresas pequeñas** se financian con fondos propios, por medio del descuento de cheques y adelantos en cuenta corriente (y muy excepcionalmente obtienen crédito a corto y mediano plazo).

Gráfico 9 – Pasivos del Sistema Financiero - Como % del Pasivo Total

Fuente: Fortino (2010)

A estos factores, debe sumarse que la historia y la dinámica nominal reciente, la rotura generalizada de contratos y el elevado nivel de volatilidad micro y macro económica también contribuyen a explicar las características del SFA. Sin horizontes nominales estables de mediano plazo es poco probable esperar un incremento en la demanda de activos de maduración larga en moneda nacional.

Identificación

IDENTIFICACIÓN DE LOS PRINCIPALES PROBLEMAS de los Principales Problemas

Las exposiciones de los panelistas que hemos reseñado en el punto anterior permitieron mostrar el reducido tamaño del SFA y el rol marginal de la intermediación financiera en la asignación de recursos. Si bien esto es en parte una característica histórica del SFA, la crisis de 2001-2002 la profundizó, y en 2008 la relación crédito a PIB de Argentina es la más baja de todo el continente latinoamericano.

Tres tipos de explicaciones contribuyen a explicar las características del SFA actual. Por caso, se destacan: ciertas debilidades de los marcos regulatorios, aspectos históricos-institucionales y la historia de volatilidad macroeconómica de Argentina.

A - Debilidades en el Marco Regulatorio

La tendencia a la integración comercial y financiera de las últimas décadas ha limitado los espacios sobre los cuáles pueden operar los marcos regulatorios de cada país o región particular. Esto es así porque a medida que se desarrollan normas y estándares de alcance global, el espacio de autodeterminación de cada país queda reducido en función de un "piso mínimo" que impone el contexto global. Vale aclarar que las normas globales no son diseñadas de manera consensuada por los países participantes de las finanzas globales; de hecho, el lugar central que ocupan los países avanzados en los foros internacionales ha sido determinante para imponer el paradigma del *Laissez Faire*, en el cual la autorregulación de las instituciones reemplaza a las normas y el control de parte de las agencias de los estados, e incluso las instituciones financieras internacionales.

Sin dudas, la "imposición" de estándares internacionales sobre la arquitectura financiera doméstica (AFD) de cada país tiene su máxima expresión en las normas desarrolladas por el comité de Basilea (en sus diferentes versiones). Tal como explican Wierzba y otros (2008), aún cuando las reglamentaciones que emanan de este organismo carecen de carácter legal, su lógica de funcionamiento y el peso decisivo de los países desarrollados, "generó las condiciones para obligar de hecho a que la implementación de las disposiciones que el Comité recomienda se extendiera a todas las naciones de la economía mundial".

Una de las principales preocupaciones del Comité de Basilea fue asegurar que la base de capital de las entidades no se deteriore de modo secular, buscando evitar de este modo problemas de liquidez y solvencia generalizados en las instituciones financieras. Si bien los estándares y métodos de medición de los requisitos de capital tendieron a modificarse con el paso del tiempo, el acuerdo conocido como Basilea II (la máxima expresión del paradigma de la autorregulación) dispuso que cada entidad podía desarrollar modelos propios de valuación de riesgo (aprobados por la correspondiente autoridad gubernamental), y en base a ellos determinar los requisitos de capital necesarios para cubrir su exposición⁴.

Para Wierzba y otros (2008) "los estándares de Basilea representan la clase de requerimientos prudenciales que son ampliamente aceptados por los partidarios de la liberalización. Esta regulación se sustenta en la creencia de que las fuerzas de mercado operando libremente en la asignación de créditos, lo hacen eficiente y óptimamente".

La evaluación de requisitos de liquidez en función del riesgo percibido propios de Basilea II introduce un componente altamente procíclico en la regulación financiera. Esto es así porque las restricciones de crédito que se generalizan al desarrollarse crisis financieras es uno de los mecanismos de propagación más poderosos por los cuáles las tendencias recesivas se contagian al conjunto de la economía. La venta de activos en situaciones de estrés financiero (*distress sell*), asociados a alguna perturbación particular, genera una poderosa externalidad negativa sobre el conjunto del sistema financiero que profundiza las restricciones de financiamiento al sector productivo y lleva a tenencias subóptimas de liquidez.

⁴ La aplicación de métodos propios de valuación de riesgo es optativos para las entidades. En caso de no tomar esta opción, Basilea II desarrolla un estándar mínimo que debe cumplimentarse, aunque tampoco incorpora el riesgo de tipo estructural.

Más importante aún es que la caída en el precio de los activos utilizados como colaterales por el sector productivo no sólo tiene efectos de propagación contemporáneos sino también un poderoso multiplicador intertemporal. Ello se debe a que el incremento en el riesgo percibido aumenta la persistencia y magnitud del shock original al forzar la liquidación de colaterales que componen el activo de los bancos. Así, el marco regulatorio propuesto por Basilea II, al permitir que los bancos determinen sus requisitos de capital en función de su exposición individual genera mecanismos de creación y amplificación de las crisis financieras.

Aún cuando la regulación de Basilea II carece de poder legal, su implementación por parte de las economías de menor desarrollo relativo es tomada como un requisito para ingresar en la arquitectura financiera internacional (AFI)⁵. Sin embargo, la aplicación de tales medidas no es suficiente para la construcción de una AFD en economías emergentes, las cuales encuentran fuertes limitaciones vinculadas con las propias características e historia de tales economías.

Fanelli (2005) señala que la reforma financiera es un ejercicio de desarrollo de instituciones donde las condiciones iniciales importan. En casos de elevada volatilidad macroeconómica y un marco institucional débil, se promoverán procesos de integración financiera deficientes. Dadas estas condiciones iniciales, las estructuras de gobierno de las economías en desarrollo son débiles y limitan el nivel de profundidad financiera, reduciendo la capacidad de manejar la incertidumbre y el riesgo, elementos claves en el marco de Basilea II. Dicho de otro modo, si la regulación de Basilea se develó poco eficiente en los sistemas financieros donde se desarrolló, más aún lo será en sistemas menos profundos y complejos.

La crisis financiera que atraviesa el mundo desde 2007 ha puesto en el centro del debate la necesidad de repensar y reformular la AFI en un marco de mayor participación global y con una creciente regulación estatal de la actividad financiera. Sin embargo, Tonveronachi y Montanaro (2010) postulan que la ampliación reciente de los foros internacionales y las discusiones que se dan en el ámbito del G-20 no sugieren que existen transformaciones profundas en los presupuestos sobre los que se asienta la institucionalidad de las finanzas globales.

Estos autores afirman que el debate en torno a las reformas, cambios y regulaciones del sistema financiero debe considerar que éste depende de factores institucionales que determinan el funcionamiento de la sociedad en su conjunto; de ahí que la reconfiguración del sistema financiero excede los alcances específicos de los cambios legislativos, dado que su espacio de influencia queda acotado al campo legal-formal. Los autores sostienen que

“(...) la confianza, que es un elemento crítico de las finanzas, depende de factores que van más allá del sector financiero. El interés por los modelos de reglamentación y de supervisión deriva del hecho que ellos influyen, en manera activa o pasiva, positiva o negativa, sobre la morfología y la evolución del sistema financiero, entonces en su eficiencia y estabilidad. Pero, modificaciones al solo cuadro reglamentario pueden tener una eficacia limitada”.

⁵ Aún cuando estas normativas se han desarrollado por y para los sistemas financieros de economías desarrolladas.

A su vez, los autores plantean la necesidad de regular la morfología de los mercados financieros para superar las fallas de mercado que generan exclusiones geográficas y sociales, la ausencia de financiamiento de largo plazo en proyectos de infraestructura y, en términos más generales, de financiamiento para el desarrollo económico.

En este sentido, se destaca que el punto de partida para analizar las regulaciones sobre el sistema financiero debe ser la siguiente premisa: el andamiaje institucional del sistema financiero abarca a la totalidad de las relaciones, creencias, tradiciones, etc. del conjunto de la sociedad, por lo que su aproximación es un trabajo sumamente complejo. Dado esto último, el estudio requiere bajos niveles de abstracción y el abandono de "soluciones" de validez global en función de la elevada heterogeneidad entre países.

Respecto de este punto, Del Pino (2010) muestra que la regulación del SFA posee elementos de diversa índole, de tipo estructurales (que tienen por objetivo influir sobre la estructura del sistema financiero), y de tipo prudencial (dirigidas a limitar los riesgos que asumen las entidades), sobre los cuales se adicionaron un elevado conjunto de regulaciones establecidas por el BCRA en respuesta a la crisis de 2001 con el objetivo central de garantizar la estabilidad del sistema financiero.

Wierzba y otros (2008) explican que dentro de los instrumentos de regulación estructural se encuentran la generación de barreras a la entrada de capitales especulativos, el control de las tasas de interés y las acciones administrativas que pueden tener efectos sobre el accionar de la política monetaria (por ejemplo, encajes diferenciales). Por su parte, las regulaciones prudenciales están dirigidas a limitar los riesgos asumidos por los bancos.

Por último, Kregel (2010c) postula que la regulación estructural determina (en términos legales) la morfología de mercado más eficiente para cada país y contexto particular. En cambio, la regulación prudencial no incide sobre la morfología del mercado y deja que éste sea el ámbito de decisión, pero se concentra en la delimitación del riesgo que se asumen las instituciones financieras.

B – Aspectos Histórico-Institucionales

En referencia al caso Argentino, Tonveronachi y Montanaro (2010) destacan que los bajos niveles de intermediación financiera (tanto en la comparación histórica como internacional) se dieron en un contexto de elevados niveles ahorro doméstico, rentabilidad y estabilidad sistémica. A su entender, la poca importancia del sector financiero no responde únicamente al marco regulatorio vigente, si no que refleja también problemas estructurales e institucionales de mayor profundidad.

En igual sentido, los autores entienden que (en parte) la baja dinámica del ahorro bancario a largo plazo en moneda doméstica⁶, el peso significativo de los tramos en moneda extranjera y los

⁶ Cabe aclarar que los autores aclaran que el ahorro a plazo en los sistemas financieros siempre es a corto plazo para cada colocación en particular. La clave del ahorro bancario a largo plazo es la relación entre la institución financiera y el ahorrista, en el sentido que la consolidación de la misma valida la renovación de los depósitos y transforma imposiciones de corto en mediano/largo plazo.

excesivos niveles de liquidez y capitalización que presentan los bancos, responden a cuestiones históricas y a la dinámica macroeconómica general del país, antes de que a cuestiones institucionales.

Fortino (2010) presenta un detallado resumen de las principales limitaciones que encuentra en la actualidad el sistema financiero doméstico reseñados en la sección previa de este trabajo. Uno de los puntos destacados es el elevado porcentaje del ahorro bancario destinado a la compra de títulos públicos (del Tesoro y del BCRA), y por ende la limitada capacidad prestable de los bancos en un contexto de alta demanda insatisfecha de financiamiento por parte de las empresas. Ello podría deberse en parte a dos factores. Por un lado los recurrentes episodios de crisis financieras y de rotura de contratos que tuvieron lugar en la historia reciente del sistema financiero argentino⁷. Por otro lado, las características del SFA recién mencionadas están también asociadas a la existencia de prolongados períodos de elevada nominalidad, los cuales desincentivan el establecimiento de contratos de mediano plazo en moneda doméstica.

C – CONSECUENCIAS DEL ESQUEMA MACROECONÓMICO

El régimen cambiario y las características de la política monetaria son el tercer factor que limita la expansión del crédito. La existencia de metas cuantitativas sobre el crecimiento en la cantidad de dinero requieren establecer límites sobre el crecimiento del crédito al sector privado. Si a las metas monetarias se añade la política de tipo de cambio competitivo y el resultado superavitario del balance de pagos, las limitaciones sobre la expansión del crédito bancario se acentúan.

Esto último se explica de modo intuitivo: la contrapartida de un exceso de oferta de divisas, al tipo de cambio meta determinado por el BCRA, es una expansión de los saldos en moneda doméstica. Si la expansión de base monetaria excede los límites autoimpuestos por el BCRA, la autoridad monetaria debe esterilizar todo ese excedente de pesos mediante la colocación de títulos al sistema financiero en una magnitud consistente con su programa monetario.

Como corolario de lo anterior, las entidades financieras destinan sus recursos prestables a la compra de instrumentos de esterilización del BCRA y por lo tanto, limitan su oferta de financiamiento al sector privado. O dicho de un modo más directo, en un esquema de metas para el tipo de cambio y de metas monetarias, la expansión del crédito queda siempre endógenamente determinada.

Cabe aquí mencionar que esta determinación sobre el monto total de crédito puede ser consistente con diferentes teorías monetarias. Para las teorías económicas tradicionales, una política como la antes descrita tiene su efecto mediante el control del multiplicador de la oferta monetaria como

7 Durante la crisis financiera internacional iniciada en 2007, el sistema financiero Argentino experimentó una solidez y solvencia novedosa. En efecto, entre fines de 2007 y mediados de 2009, a pesar de que los depósitos en moneda doméstica experimentaron contracciones recurrentes, los bancos han sostenido elevados niveles de liquidez, alta rentabilidad y baja morosidad en su cartera de crédito privada, sin que existieran cuestionamientos serios sobre la sostenibilidad de esta trayectoria. Sin embargo, esta "fortaleza" se explica fundamentalmente por los bajos niveles de intermediación, ilustrando una situación poco eficiente de estabilidad sin crédito.

instrumento que inhibe la expansión del crédito por el lado de la oferta (Walsh, 2010)⁸.

Sin embargo, teorías alternativas (véase por ejemplo Lavoie 2006) sostienen que el monto total del crédito esta determinado por la interacción entre la demanda de crédito de las firmas (y hogares), la solidez de su hoja de balance y las preferencias de liquidez de las entidades financieras.

Así, la aplicación de políticas monetarias “no convencionales” (en el sentido otorgado por Borio y Disyatat (2009), políticas que no operan sobre la tasa de interés) relacionadas con las hojas de balance de las instituciones financieras⁹ pueden interpretarse como intentos de la autoridad monetaria para afectar las preferencias de liquidez de los bancos y modificar su financiamiento al sector privado.

Nótese que si bien ambas teorías pueden utilizarse para explicar la vinculación entre política monetaria y crédito a la salida de la convertibilidad, cada una de ellas posee implicancias diferentes a la hora de evaluar cambios en este esquema. Por caso, para las teorías tradicionales que concentran su atención del lado de la oferta, si el BCRA deja de esterilizar el excedente de pesos mediante las colocaciones de activos al sistema financiero dejando libre el crecimiento de la base monetaria, el multiplicador induciría una mayor oferta de crédito aumentando así el volumen total de financiaciones.

Por el contrario, si se admite que además de las preferencias de los bancos, es central la importancia de la demanda de crédito como principal impulsor del mercado de crédito, cambios en los niveles de esterilización no necesariamente modificarían el financiamiento bancario tal como lo predice la teoría estándar. Los bancos determinarían su liquidez y la demanda de distintos activos en función de sus preferencias.

Debe notarse aquí el rol central que juega en el mercado de crédito la solvencia potencial de los tomadores de crédito. En efecto, la necesidad de contar con colaterales sólidos y hojas de balance transparentes puede generar un poderoso efecto negativo sobre el mercado de créditos. Más aún, cuando la normativa de la autoridad monetaria procura evitar a toda costa situaciones de inestabilidad financiera pueden generarse estrangulamientos en el mercado de créditos, cuya naturaleza implica la toma de riesgo en función de potenciales ganancias.

En conjunto, y aún sin negar el rol central de la legislación en la morfología de el sistema financiero, los expositores han destacado que la caracterización de las limitaciones a la expansión del crédito en Argentina responde a problemas de índole estructural, cuya resolución escapa al ámbito formal y las políticas públicas orientadas exclusivamente al corto plazo.

8 La aceptación de esta premisa dista de ser evidente aún dentro de las corrientes principales del pensamiento económico tradicional. Más bien, por el contrario la inestabilidad del multiplicador de la base monetaria y la incapacidad del banco central de controlar de modo efectivo la oferta total de dinero son las formulaciones de mayor aceptación. Esto marcaría lo paradójico del programa monetario vigente en el país, ya que su objetivo inicial era tender hacia un esquema de metas de inflación, cuyo principal basamento es que la oferta de dinero no es de control exclusivo o pleno del banco central (Walsh, 2010).

9 Las licitaciones de letras y notas o la profundización del mercado de Pases, son políticas de la autoridad monetaria que buscan alterar la composición en la hoja de balance de los bancos y forman parte central de su esquema de política monetaria. Aún cuando este tipo de instrumentos forman parte del conjunto usual de herramientas del que disponen prácticamente todos los bancos centrales, su incorporación en el análisis teórico suele estar ausente. Borio y Disyatat (2009) presentan un detallado análisis sobre este punto.

Hacia un Sistema Financiero

HACIA UN SISTEMA FINANCIERO PARA EL DESARROLLO

para el Desarrollo

A lo largo de las jornadas, se plantearon tres propuestas alternativas para incentivar el financiamiento productivo y contribuir al desarrollo económico. La primera es la construcción de una banca de desarrollo, la segunda implica una mayor coordinación de las políticas actualmente vigentes y la tercera plantea utilizar las instituciones del SFA para asignar fondos provistos por el estado. A continuación se discute cada una de las opciones.

La banca para el desarrollo puede ser entendida como aquella institución o conjunto de instituciones de control público destinadas a la promoción de inversiones en sectores productivos estratégicos, mediante el desarrollo de un mercado de crédito de largo plazo en moneda nacional con impacto económico significativo (Golombek, 2008, Golombek y Sevilla, 2008).

La ingeniería institucional que dé soporte legal a esta banca dista de ser única. Por el contrario, Golombek y Sevilla (2008) encuentran en base a un análisis histórico-comparativo de diversas experiencias, que “las estrategias de financiamiento y los instrumentos desarrollados a tal fin –jurídicos, institucionales y políticos- tuvieron una estrecha correlación con “contextos históricos específicos” de cada sociedad.

De este modo, el desempeño exitoso de una banca de desarrollo para el país debe incorporar en su formulación y diseño los elementos idiosincráticos que caracterizan al sistema financiero y al funcionamiento económico general del país. Debe notarse también que la ausencia de confianza en determinadas instituciones monetarias, y las limitaciones que esta impone a la hora de realizar contratos de mediano plazo denominados en moneda doméstica, no pueden por su propia naturaleza resolverse de modo efectivo solo con cambios en el marco legal.

En igual sentido, la baja densidad y complejidad del sistema financiero doméstico, en un contexto de elevada incertidumbre estructural respecto de la evolución a mediano plazo de la moneda doméstica y de la solvencia de diversos actores institucionales, requieren definir políticas públicas específicas que consideren el marco institucional en el que operan las instituciones financieras. Solo así, será posible establecer y dinamizar un mercado de financiamiento fundamental para el desarrollo productivo y social del país.

De las diversas experiencias internacionales, surgen al menos tres alternativas que pueden dar sustento institucional a una banca de desarrollo:

- Creación de una nueva institución pública destinada a tal fin,
- Generar una plataforma a partir de la coordinación de la institucionalidad existente: Banco

- Nación, Banco de Inversión y Comercio Exterior, recursos previsionales en manos de ANSES, programas públicos (subsidios de tasa, etc.),
- (también complementaria de la opción anterior): direccionamiento de liquidez hacia la banca y mercado de capitales con claros y objetivos y fuerte monitoreo, mediante al selección de proyectos y sectores mediante un comité creado a tal fin (vgr. Banca de Proyectos).

La creación de una nueva institución supone que, dadas las especificidades implícitas en una banca de desarrollo y la estructura institucional vigente en el sistema financiero doméstico, las políticas de financiamiento de mediano y largo plazo deben quedar suscriptas dentro de la órbita de una institución pública (típicamente, autárquica) abocada exclusivamente a este fin.

Debemos notar que este tipo de instituciones no es en absoluto una novedad para el país (véase Golonbek, 2008 para un estudio detallado). El Banco Nacional de Desarrollo (Banade), fue creado en 1970 como una entidad autárquica del Estado, cuyo objetivo debería ser la obtención y canalización de recursos para llevar a cabo programas de desarrollo económico y regional de acuerdo a las directivas del Gobierno nacional en esta materia.

Sin embargo, en 1993 en medio de una profunda crisis financiera, luego de años de severa inestabilidad macroeconómica, en medio de un discurso evidentemente privatizador y frente a un quebranto generalizado en sus líneas de crédito, el Gobierno argentino optó por liquidar el banco. La historia de esta institución, no está exenta de controversias respecto del tipo de créditos que otorgaba y más fundamentalmente, de la legalidad de gran parte de sus operaciones (Golonbek, 2008).

Como contraste frente esta historia de quebrantos y estafas (y aún en contexto de elevada volatilidad macroeconómica) debe mencionarse la experiencia de Brasil. A través del Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), y desde hace más de 55 años, el socio mayor del MERCOSUR ha promovido el financiamiento productivo a largo plazo, la cual ha sido fundamental para la expansión y extranjerización de empresas y sectores estratégicos.

Es de vital importancia reconocer el tiempo implicado en la construcción de las capacidades administrativas y operativas que la constitución de una nueva institución requiere. En igual sentido, la historia argentina impone la necesidad de preservar la transparencia en la gestión de las entidades financieras, por medio de prácticas que eviten la captación de entes por parte del sector privado.

Asimismo, el modo en el cuál este tipo de bancos obtienen su fondeo, difiere entre países e instituciones. Por ejemplo, en el caso de Alemania, el *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfD) recibe la mayor parte de sus fondos de los reintegros provenientes de créditos otorgados durante el Plan Marshall, mientras que en el caso de Brasil un parte central de sus fondos provienen del Fondo de Asistencia al Trabajador (FAT) que se compone de un descuento del 1% sobre la plantilla de sueldos de las empresas registradas (Golonbek y Sevilla, 2008).

La *segunda de las opciones* está asociada a la profundización de las políticas actualmente aplicadas, pero apuntalando y perfeccionando la coordinación entre los diferentes niveles institucionales, e incrementando de modo significativo los volúmenes implicados en su operatoria. Nótese que este

mecanismo para promover el financiamiento del desarrollo requiere, de modo fundamental, mejorar la capacidad de coordinación entre los diferentes organismos y reparticiones del sector público.

En igual sentido, la efectividad de esta opción requiere del desarrollo de nuevas herramientas e instrumentos financieros (swaps de tasas y de monedas, fondeo inicial, etc.), pero siempre dentro del marco regulatorio que la autoridad monetaria determina para el conjunto de la banca comercial. Hemos mencionado ya, pero vale repetir, que si las políticas de estabilidad financiera son altamente restrictivas, el margen para la expansión del financiamiento para el desarrollo quedará evidentemente reducido.

Finalmente, la *tercera de las opciones* discutidas en el seminario, es la utilización del sistema financiero doméstico (público, privado o cooperativo) para la afectación de líneas de financiamiento específico a con fondos provistos por el Estado. En la práctica, esta opción *terceriza* de hecho las actividades de evaluación, seguimiento y administración de las líneas de crédito, dejando estas actividades en manos de los bancos comerciales.

Desde el punto de vista operativo, este tipo de banca de desarrollo suele licitar fondos de aplicación específica al sistema financiero que luego de aplicarlos a los fines previamente especificados. Como mencionamos, esta opción también puede ser concebida como un banco de proyectos, donde un comité externo define sector, prioridades y fondos, dejando al actual sistema financiero la gestión de los créditos.

Comentarios

COMENTARIOS FINALES

Finales

Las jornadas sobre financiamiento del desarrollo en Argentina organizadas por AEDA y FES han permitido realizar una evaluación del SFA y la definición de políticas o estrategias para expandir el financiamiento de las actividades productivas. La "paradójica" fuerte expansión de la inversión en Argentina por fuera de las instituciones financieras refleja problemas de naturaleza normativa y de tipo histórico institucional, pero es también un reflejo del esquema macroeconómico implementado en Argentina en años recientes.

Dos puntos particularmente relevantes son, por un lado, las limitaciones al financiamiento de largo plazo producto de la manera en que las elevadas volatilidad y nominalidad de la macroeconomía argentina inciden sobre la estructura de las hojas de balance de las instituciones financieras. Y por el otro, las restricciones a la expansión del crédito que impone la combinación de una política de metas monetarias y la promoción de un tipo de cambio competitivo.

Sin embargo, a pesar de estas limitaciones estructurales el debate permitió identificar alternativas institucionales y de política crediticia para promover el financiamiento productivo. En particular, se señaló si bien sería deseable contar con una banca especializada en el financiamiento de largo plazo, existe igualmente margen para mejorar y ampliar la coordinación entre las instituciones públicas, privadas y cooperativas existentes, tanto para incrementar los montos (de las instituciones) destinados al crédito productivo, como para canalizar recursos públicos para el financiamiento del desarrollo.

BIBLIOGRAFÍA

Bebczuk R., T. Burdisso, J. Carrera y M. Sangiácomo (2010): "A new look into credit procyclicality: International panel evidence". Presentación preparada para la Conferencia BIS CCA "Systemic risk, bank behaviour and regulation over the business cycle" Buenos Aires, Marzo.

Borio C. y P. Disyatat (2009): "Unconventional monetary policies: an appraisal". BIS Working Paper N° 292, November.

Cimoli M. -editor- (2005): "Heterogeneidad estructural, asimetrías tecnológicas y crecimiento en América Latina". CEPAL-BID, Santiago de Chile. Noviembre.

Del Pino E. (2010): "El paradigma dominante en materia de regulación bancaria y sus implicancias en una economía en desarrollo". Presentación realizada en el Seminario *Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino*, organizado por AEDA y Fundación Friedrich Ebert, 5 y 6 de Abril, Buenos Aires.

Fanelli J. (2005): "Macro volatility and financial institutions". Mimeo.

Fortino L. (2010): "Caracterización del Sistema Financiero Argentino". Presentación realizada en el Seminario *Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino*, organizado por AEDA y Fundación Friedrich Ebert, 5 y 6 de Abril, Buenos Aires.

Frenkel R. y M. Rapetti (2010): "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America". Buenos Aires, Cedes. 58 p. (Nuevos Documentos Cedes, 67)

Golombek C. (2008): "*Banca de Desarrollo en Argentina. Breve historia y agenda para el debate*". Documento de Trabajo N° 21, CEFID-AR. Septiembre.

Golombek C. y E. Sevilla (2008): "*Un Estudio de Casos Sobre Banca de Desarrollo y Agencias de Fomento*". Documento de Trabajo N° 20, CEFID-AR. Mayo.

Kregel J. (2009): "Observations on the problem of "Too big too fail/save/resolve". Policy Note 2009/11. The Levy Economics Institute of Bard College. Noviembre.

Kregel J. (2010a): "No Going Back: Why We Cannot Restore Glass-Steagall's Segregation of Banking and Finance". Public Policy Brief, N° 107. The Levy Economics Institute of Bard College. Enero.

Kregel J. (2010b): "Is This a Minsky Moment for Reform of Financial Regulation?". Working Paper N° 586. The Levy Economics Institute of Bard College. Febrero.

Kregel J. (2010c): "The Minsky Alternative to Financial Reform to Finance Development". Presentación realizada en el Seminario *Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino*, organizado por AEDA y Fundación Friedrich Ebert, 5 y 6 de Abril, Buenos Aires.

Kulfas M. (2010): "El debate acerca de la necesidad de un banco de desarrollo en Argentina". Presentación realizada en el Seminario *Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino*, organizado por AEDA y Fundación Friedrich Ebert, 5 y 6 de Abril, Buenos Aires.

Levine R. (2004): "Financer and Growth: Theory and Evidence". NBER Working Paper 10766. September.

Lovie M. (2006): "Introduction to Post-Keynesian Economics". Palgrave Macmillan, Estados Unidos.

Tonveronachi M. y E. Montanaro (2010): "Finanza, instituciones y desarrollo". Presentación realizada en el Seminario *Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino*, organizado por AEDA y Fundación Friedrich Ebert, 5 y 6 de Abril, Buenos Aires.

Walsh C. (2010): "Monetary theory and policy". 3rd Edition, The MIT Press, Estados Unidos.

Wierzba G., E. del Pino, R. Kupelian y R. Lopéz (2008): "La regulación financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma". Documento de Trabajo N° 22, CEFID-AR. Noviembre.