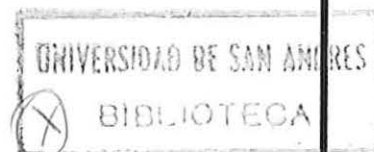


**Financiamiento de infraestructura
en la Argentina:
Problemas y perspectivas de la
post - privatización. (*)**

**Carlos Melconian (M&S Consultores)
Enrique A. Bour (UBA - BCRA)**

Abril de 1993

Trabajo presentado al Workshop sobre Financiamiento de la Inversión Privada en Sectores de Infraestructura, organizado por FIEL y Banco Mundial, Buenos Aires, 26 y 27 de abril de 1993.



0. Síntesis

Argentina está implementando un programa de estabilización y reforma económica. Junto con la desregulación y libertad de mercados, la privatización de empresas de infraestructura ha sido uno de los pilares de la reforma económica. Por su parte, la estabilización de la economía se centra en una **estrategia de equilibrio fiscal de caja**, donde el sector público ha estado además amortizando deuda en términos netos. El gobierno tiene la intención de continuar el rescate de deuda pública, ya sea con fondos del superávit operativo y/o los ingresos de nuevas privatizaciones, lo cual redundará en una ulterior reducción del coeficiente de riesgo país evidenciado desde el plan de convertibilidad.

Un aspecto importante de la economía argentina es el bimonetarismo, donde el peso y el dólar conviven en sus papeles de dinero. En términos macroeconómicos, dado que una importante masa de títulos públicos en dólares está en manos de residentes, la necesidad de fondos del gobierno plantea básicamente una cuestión de índole fiscal más que de disponibilidad de divisas.

La necesidad de inversión de las empresas recientemente privatizadas, asciende a casi un promedio de u\$s 4.000 M. por año (por arriba de esta cifra en el período 1993/95), en un escenario conservador donde apenas es superior al promedio histórico realizado en el pasado por el Estado argentino con presupuesto federal, endeudamiento y financiamiento inflacionario.

A su vez, el sector privado necesitará refinanciar al menos parte del endeudamiento contraído y el sector público tiene los vencimientos rutinarios de deuda externa. Si agregamos a esta cifra la necesidad de fondos por la colocación de acciones de empresas privatizadas que aún conserva el Estado, y las privatizaciones faltantes, la demanda total de ahorros globales de la economía en los próximos años está en el orden promedio de los u\$s 10.000 M. anuales (ver cuadro 1). Esta cifra presupone además que existen otras fuentes de financiamiento para emisiones del sector público (por ejemplo para cubrir el futuro bache en el sistema de previsión social) y otras inversiones corrientes del sector privado.

Ante semejante cambio, surge nítidamente la pregunta sobre la capacidad y el acceso al financiamiento, fundamentalmente para el sector privado y especialmente para obra de infraestructura.

El presente trabajo intenta plantear los ejes principales de una respuesta. A tal efecto se postula i) un escenario macroeconómico local que se consolida, sin

problemas adicionales a los mencionados, y uno internacional que se desarrolla en las actuales condiciones y ii) la hipótesis de que **globalización** significa para Argentina una mayor sensibilidad con relación al resto del mundo y en menor medida a las reformas que faltan introducir localmente. En este contexto, avanzar en la respuesta a la anterior pregunta es el elemento central de discusión de este documento. En los próximos puntos de esta sección resumimos las principales conclusiones de la investigación realizada.

a) **Financiamiento interno:** el sistema financiero argentino se ha estado recuperando rápidamente desde su abrupta caída registrada a inicios de 1990, luego de la transformación forzosa de los depósitos en pesos por Bonos dolarizados del gobierno (Plan Bonex) y los costos de dos hiperinflaciones. Con mayor fuerza, desde el programa de convertibilidad de marzo de 1991, **el sistema financiero ha multiplicado su volumen de depósitos intermediado en moneda local y en moneda extranjera por más de tres veces, pasando de un equivalente a u\$s 8.544 M. a u\$s 29.942 M. (ver cuadro 2).** En el mismo sentido, la capacidad prestable al sector privado ha aumentado en mayor medida tanto porque el sector público no aparece como demandante directo de fondos y ha amortizado deuda pública que el sistema financiero tenía entre sus activos, como porque el Banco Central ha reducido lentamente los efectivos mínimos y no demanda fondos siquiera de corto plazo.

La tasa de interés pasiva que ha ido declinando a lo largo del programa de convertibilidad, ha resultado, ex post, muy positiva en términos de dólar.

b) Sin embargo, **el sistema financiero no aparece como un potencial oferente de financiamiento a largo plazo a costos razonables.** En primer lugar, como consecuencia de la estabilidad se produjo un notable crecimiento de la demanda de crédito de corto plazo que abrió negocios rentables para el sistema financiero a un riesgo relativamente bajo y diversificado. El financiamiento al consumo, inexistente por la decadencia de Argentina hasta la estabilidad, se multiplicó vía tarjetas de crédito, préstamos colateralizados con prendas de autos, hipotecas, etc. El sistema financiero, mirando su "cuenta de resultados", priorizó las estrategias de corto plazo. A su vez, la demanda de créditos por parte de empresas para capital de trabajo, que también es de plazo corto, rotatorio y costoso, y que ha crecido geométricamente a causa de la reactivación y de la extensión del crédito comercial ocupa un lugar de preponderancia en el destino del crédito local.

c) Por su parte, **el fondeo del sistema financiero está todavía concentrado en plazos cortos y sujetos a potencial inestabilidad.** Hasta que en febrero de 1993 el Banco Central prohibió los depósitos a plazo fijo a menos de treinta días, los depósitos

en pesos exhibían un plazo promedio de 20 días. A su vez, los depósitos con baja tasa de rotación desde un punto de vista actuarial todavía tienen baja proporción en la cartera pasiva de las entidades financieras. Los depósitos a plazo fijo en dólares registran un plazo promedio de 90 días.

Este hecho objetivo más la propia **volatilidad** de los depósitos correlacionados directamente con la suerte del programa económico, ha generado desde la óptica bancaria, una amplia liquidez de corto plazo, pero dificultades para emprender proyectos de financiamiento a plazos mayores. No existen fondos a largo plazo con destino a proyectos de infraestructura.

d) Han existido expectativas positivas sobre un crecimiento del mercado de capitales local. Sin embargo, deben distinguirse diferentes temas. La Bolsa de Valores sigue cotizando con altas volatilidades en sus precios y en la capitalización bursátil. Por lo tanto, **el financiamiento vía equity sigue siendo un instrumento poco desarrollado**. La experiencia argentina muestra que muchas empresas argentinas están dispuestas a abrir su capital accionario y financiarse mediante este mecanismo solamente cuando el costo del capital implícito en los price/earnings es suficientemente competitivo. De otra manera, **a price/earnings muy bajos, las empresas argentinas han preferido el financiamiento mediante títulos de deuda, a pesar de que esto compromete cash flows negativos por pago de intereses que muchas veces no existen con el financiamiento mediante equity, ya que son pocas las empresas argentinas que abonan dividendos en efectivo**. Por otra parte, existe la genuina preocupación de los inversores de que faltan "hacer varios deberes" por parte de las empresas, en cuanto a dividendos en efectivo, transparencia, defensa del inversor minorista, etc.. Tampoco se brinda a los papeles suficiente asistencia en la negociación secundaria.

e) A su vez, **la posibilidad de que las empresas privatizadas decidan emitir nuevas acciones para financiarse en el mercado local está afectada por varios motivos**, entre ellos la poca predisposición de los accionistas a seguir "abriendo" la empresa. Las compañías creen que aún pueden afrontar eventuales riesgos respecto a interferencias del gobierno fuera de los contratos. La característica de sector de servicios públicos con monopolios naturales y demanda cautiva con fuerte incremento en la rentabilidad esperada producto de mejoras de la eficiencia, constituye un fuerte incentivo a no financiarse vía equity sino a través de endeudamiento. Por otra parte, el mercado todavía no ha terminado de asimilar la mala performance que experimentaron los inversores que adquirieron acciones de Telecom, y que llevó prácticamente a una virtual paralización de esta operatoria en el mercado argentino.

f) Este último es un factor importante y serio en la Argentina. **Existe un comportamiento hacia el ahorro de los individuos en el que se destaca una carencia de asunción de riesgos y por consiguiente de espíritu inversor**, como producto de que el ahorrista ha actuado por años a la defensiva, sin red de seguridad, y donde prácticamente la inversión en equity es un tema desconocido. El concepto corto y especulativo, cada vez en menor medida, sigue todavía primando sobre el de permanencia estable en el ahorro. En la Argentina todavía van clientes a las entidades financieras, no inversores. Es indudable que parte de la suerte del financiamiento en discusión en este documento se juega en la probabilidad futura de inversión de individuos en equity, pero éste será un conflicto claro y casi insalvable en la transición.

g) El mercado de certificados de deuda privada (obligaciones negociables) colocadas en el mercado local registró un importante crecimiento en los últimos años (ver cuadro 3). Las empresas y los bancos han emitido obligaciones negociables no convertibles por más de u\$s 850 M., prácticamente todas pagaderas en dólares, a tasa flotante, a tasa Libor más un spread y a plazos promedios de 3 y 4 años, aunque con vencimientos de capital periódicos (no son bullets).

La experiencia muestra que una gran parte de las obligaciones negociables colocadas por empresas tuvieron como destino la refinanciación de deudas. Los bancos colocaron obligaciones negociables para financiar créditos para consumo o para pequeñas y medianas empresas, operación en las cuales el spread era del orden de doce puntos anuales. En algunos casos, algunos bancos vendieron sus ON a clientes propios de argendólares, reciclando fondos que incluso estaban a costos más baratos.

En síntesis, se aprecia que cualquier emisión de deuda a un monto superior a los u\$s 75 M. está virtualmente incapacitada para ser colocada en los mercados locales en las condiciones actuales. No vemos a las empresas de infraestructura pudiendo colocar certificados de deuda por montos importantes en los mercados locales (con excepción de los fondos de pensión que comentaremos en el próximo punto).

h) Uno de los problemas de la inexistencia de financiamiento de mediano plazo en los mercados locales proviene de la **falta de inversores institucionales** que actúen con horizontes más largos. En este sentido, hay muchas expectativas sobre el proyecto de reforma previsional que el Poder Ejecutivo ha enviado al Congreso. Desde un punto de vista macroeconómico estático, **una reforma previsional no necesariamente eleva la tasa de ahorro global de una economía**. Es cierto que aumenta la tasa de ahorro del sector privado en la magnitud del impuesto previsional que se elimina y

que es ahorrado en las administradoras de fondos de jubilación y pensión (AFJP). Pero la contrapartida de este mayor ahorro privado es un desahorro público (menor superávit operativo fiscal). Se hace necesario analizar la actitud del gobierno ante esta realidad, si reduce el gasto, si aumenta los impuestos (y cuáles), si se endeuda en el mercado de capitales, etc.

i) Sin embargo, aún en el caso en que la tasa de ahorro global no aumente, la **aparición de inversores institucionales podrá significar una importante oferta de fondos para financiamiento de mediano plazo que descomprimiría notablemente el escenario de necesidades futuras.** Nuestras estimaciones apuntan a que en los primeros años las AFJP podrían estar dispuestas a invertir en bonos de empresas privadas por un monto aproximado de u\$s 500 M. (ver cuadro 4). **Los proyectos de infraestructura se convierten en los candidatos más importantes para abastecer esta oferta de financiamiento.**

j) En síntesis, surge poco probable que las empresas de infraestructura puedan obtener financiamiento de largo plazo en los mercados locales, tanto el sistema bancario local como mercados de capitales (deuda y equity). **La mayor posibilidad se abriría con el surgimiento de inversores institucionales tipo fondos de pensión.**

k) **Financiamiento internacional:** este también ha experimentado un importante crecimiento desde el programa de convertibilidad y fundamentalmente a partir de la vuelta del sector público al financiamiento externo voluntario. **El gobierno nacional ha realizado a la fecha cinco emisiones de eurobonos por un monto total de u\$s 1.020 M.** a una tasa inicialmente alta y plazos cortos (República 1 al 11% a dos años, con una put option) y luego a plazos mayores y a tasas más bajas (República 3 al 8,25% a cinco años) (ver cuadro 5). Recientemente una colocación directa a uno y dos años por un monto de 270 M. fue efectuada a 7.46% y 8.09% respectivamente. Este último caso, comparativamente con la primera colocación de Argentina muestra tanto una caída de tasa (1.25 puntos) como de spread (1.75 puntos).

l) **El sector privado ha acudido intensamente al mercado internacional de crédito a tasas más bajas que las reinantes en los mercados locales exclusivamente con instrumentos a tasa fija.** Entre empresas y bancos han colocado deuda, principalmente obligaciones negociables no convertibles, por un monto superior a u\$s 3.000 M. Los plazos oscilan entre tres y cinco años, en su mayoría a tasa fija (ver cuadro 5).

A modo de ejemplo, una obligación negociable a 3 años de plazo de una compañía de primera línea argentina cotiza en los mercados internacionales con un rendimiento

del 7,57% anual. Esto significa un spread por encima de la tasa de un bono de los EE.UU de 350 puntos básicos, que puede dividirse en un riesgo país de 300 puntos y un riesgo comercial de aproximadamente 50 puntos básicos. El costo al momento de colocación para la compañía estaba por encima de los 400 puntos básicos. (ver cuadro 6).

La mayoría de los instrumentos de deuda no están colateralizados por ningún tipo de activo o flujo de ingresos. Por otra parte, debe notarse que gran parte de la deuda flotada en los mercados internacionales **está concentrada en cuatro empresas** (Telefónica, Telecom, Pérez Companc, Astra) y **cinco bancos** (Nación, Río, Galicia, Crédito Argentino y Roberts). Algunas de las empresas usaron los fondos obtenidos para adquirir participaciones en empresas privatizadas.

m) Para colocar papeles en los mercados internacionales, **las empresas enfrentan la competencia de otros títulos de deuda con riesgo argentino**. Pueden distinguirse diferentes "yield curves" de los títulos argentinos. En primer lugar, están los eurobonos colocados por la República Argentina que cotizan entre 270 y 415 puntos básicos "over Treasury", dependiendo de su vida promedio. Inmediatamente por arriba, hay una curva de rendimiento de los "Corporate Eurobonds" de empresas de primera línea, que para una misma vida promedio están alrededor de 100 puntos básicos arriba de los de la República. (ver gráfico 1).

Un escalón más arriba están los títulos de deuda pública que tuvieron origen en refinanciamientos o colocaciones compulsivas. El mercado distingue en primer lugar a los Bonex (en sus diferentes series) y en segundo lugar a los Bote (que se entregaron originalmente por deudas con exportadores). En los primeros meses de 1993 se produjo un acortamiento de la distancia entre las diferentes curvas de rendimiento, donde las sobretasas de riesgo de los bonos con origen compulsivo (Bonex y Bote) cayeron notablemente aunque sin cotizar por debajo de los riesgos de los "Corporate Eurobonds". Empero, la evolución de los spreads está determinada también en amplia medida por la situación internacional de liquidez y el comportamiento de otras economías emergentes.

n) Las compañías privadas de infraestructura presentan buenos resultados de gestión, perspectivas de crecimiento y muy buenos cash flows dado la alta participación del rubro amortizaciones en su estructura de costos. En la evaluación sobre perspectivas, **existe en términos generales, la opinión de que la necesidad de financiamiento de las utilities de Argentina en mercados internacionales no tiene grandes limitaciones, no es un problema grave y hay un mercado de fondos natural para este sector de Argentina**. Habrá sí una discusión razonable y civilizada sobre

costo de capital y plazo, pero menos de volumen. El pasivo asumido por algún endeudamiento para la compra o concesión del activo público es muy bajo, ya que las adquisiciones fueron básicamente mediante equity. Tampoco preocupa demasiado el repago de pasivos asumidos (por ejemplo en gas) ya que su repago está pensado con utilidades retenidas.

o) En este sentido existe el convencimiento general de que el próximo paso es intentar conseguir financiamiento a 5 o más años que todavía prácticamente no ha aparecido. Ello está dependiendo entre varios factores de: i) la **recalificación de Argentina** a través de algún evaluador de riesgo de prestigio internacional, ii) la consolidación y el asentamiento de los procesos de privatización; en este sentido las privatizaciones de las compañías de electricidad y gas han sido mucho más prolijas, competitivas y a precios razonables que las anteriores, iii) el track record de las compañías privatizadas (en este campo las de teléfonos corren con ventajas), y la acumulación de experiencia y estabilidad en el campo regulatorio, y, iv) la continuidad y vigencia de la política económica de Argentina más allá de los resultados electorales futuros.

p) Concretamente en sectores como **telecomunicaciones y gas**, las hipótesis de trabajo sobre el financiamiento del programa de inversiones futura que en algunos casos excede al comprometido con el gobierno en los pliegos de venta, está basado mayoritariamente (muy por arriba del 50%) en autogeneración, y en mucha menor medida en endeudamiento en fuentes del exterior, y con probabilidad casi cero de colocación vía equity. Cabe agregar que un porcentaje del 50% de financiación vía utilidades retenidas no resulta un indicador excesivo atento a la experiencia internacional, con excepción de países como Estados Unidos, con una amplia experiencia y estabilidad regulatoria, en que la financiación mediante deuda resulta más importante. Adicionalmente existen programas de inversión, no en activos físicos ni capital de trabajo, que son directamente compras de insumos y equipo, muy probablemente en el exterior, con financiamiento comercial gestionado a partir de los dueños extranjeros. **Las posibilidades de acceder a nuevo financiamiento con un costo de capital competitivo son en general buenas.**

q) El sector eléctrico presenta un panorama diferente pero no traumático. Es a diferencia de los anteriores un sector con cash flow negativo (aunque en distribución no así en generación) en sus primeros años. Ha necesitado inicialmente completar su capital de trabajo y es internacionalmente el sector con menos background respecto a los demás. Sin embargo, su posibilidad de acceder a financiamiento externo de mediano plazo en los próximos meses no es baja. Tiene necesidades de importación para la cual tiene crédito, y está en condiciones de acceder a colocación de deuda en

condiciones algo menos ventajosas en plazo, costo y volumen, pero no es un problema. Es un sector de bajo ratio deuda/patrimonio respecto a otras utilities similares del resto del mundo.

r) Por el contrario, la visión del sector financiero es algo diferente. Existe una cuota de mayor escepticismo respecto a las posibilidades de acceder a importantes volúmenes de financiamiento a esos costos no descartándose la posibilidad de algún cuello de botella futuro. La percepción es la de una demanda en el euromercado complicada y saturada, en donde la excepción la constituyen empresas con muy buena calificación y antecedente, con historia acumulada, por lo que la calificación y un buen rating comienza a percibirse como una necesidad ineludible para intentar ingresar en mercados más competitivos y exigentes.

s) Mayoritariamente, hay acuerdo sobre el cambio y las nuevas modalidades del negocio. Ha finalizado la función de prestamista de última instancia por el préstamo mismo. Sin que ello implique excluir el rol de las sindicaciones de préstamos, existe conciencia de que el banquero es hoy más partner que lender participando en el riesgo y en las ganancias o que constituye un intermediario financiero intentando atar la pretensión de inversores institucionales con la necesidad del prestatario. Prácticas como securitization o project financing están todavía no maduras, pero asomando incipientemente y ocuparán un lugar central como técnica relevante más allá de 1995, con mayor riesgo pero con la posibilidad de mayor rentabilidad. Pero hoy el énfasis está más puesto en otras cuestiones que pasan fundamentalmente por las restricciones y posibilidades respecto al plazo de las obligaciones, aún más que el propio costo del capital. Concretamente, la colocación de comercial papers hasta un año no es un problema. Tres y hasta cuatro años de plazo para la flotación de deuda de empresas de Argentina ha empezado a generalizarse y se ve como un plazo natural y razonable. Pero existe amplio consenso respecto a la imposibilidad a acceder a financiamiento de más de cinco años de plazo.

t) Por su parte, la colocación de acciones en los mercados internacionales ha sido un instrumento muy poco usado por las empresas argentinas. La mejor carta de presentación en ese tipo de mercados la tienen hoy los sectores recientemente privatizados, pero más que por su track record, que está en proceso de formación, esto descansa en su condición de utilities. En este sentido, el Estado argentino colocó las acciones en su poder de las compañías Telefónica y Telecom mediante ADR por un monto total de u\$s 622 M.. Sin embargo, a partir del derrumbe bursátil del año 1992 ha debido postergar la venta de las acciones en su poder de las compañías eléctricas y de gas privatizadas, situación que se extendió al resto de empresas con interés de utilizar este tipo de mecanismo. La experiencia ha dejado en claro, que los

riesgos de esta modalidad de financiamiento, por la "contaminación" que genera una sobre o sub valuación están latentes y no han sido eliminados en el mercado argentino, a lo que debe agregarse el muy escaso interés de la generalidad de empresas privadas en abrir su capital para acceder a este financiamiento.

u) Nuestra impresión final es que existe una sensación de necesidad de fondos que luce como exagerada ex-ante y que, en lo que a infraestructura se refiere, tiene por el lado de la demanda una dosis mayúscula de **financiación vía utilidades retenidas**. Asimismo, tenemos la impresión de que por el lado de la oferta de fondos, también asistimos a una exageración de lo que podría terminar siendo un cuello de botella respecto al "quantum" de los fondos, aunque con problemas de alto costo de capital y plazo reducido que serán relativamente importantes en el proceso de transición, que podrían ser enfrentadas mediante una mayor presencia de organismos internacionales y donde **la selectividad irá imponiéndose a la ansiedad**. Cabría esperar que el costo del capital bajo los supuestos mencionados al comienzo de estas conclusiones continúe descendiendo y en un contexto fluido oferta y demanda de fondos se irán equilibrando sin saltos espectaculares y menos traumáticamente de lo pensado.

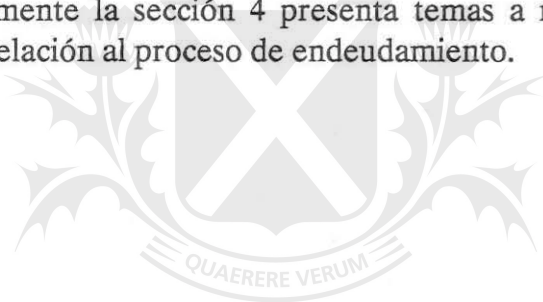
v) Habrá que prestarle mucha atención a las mediciones internacionales de riesgo país, que tienen en cuenta los coeficientes tradicionales del sector externo de la macroeconomía (deuda externa/exportaciones, déficit de la cuenta corriente/PBI, etc.). Argentina está en un proceso donde hay equilibrio fiscal, el sector público amortiza deuda y **el sector privado está financiando con repatriación de capitales y endeudamiento el aumento del gasto interno en consumo e inversión**. En particular, el sector privado está aumentando su deuda externa para financiar inversiones en sectores que producen bienes internos, no exportables y que no generarán de manera directa divisas.

Será importante que tanto desde el sector público y privado se haga un esfuerzo para aumentar la competitividad y el volumen de las exportaciones. Esta será la mejor manera de no entrar en un sendero donde la percepción del riesgo país crezca y donde primero aumente el costo del endeudamiento y luego eventualmente se interrumpa el financiamiento.

w) Finalmente, los organismos multilaterales de crédito pueden tener un rol creciente en la financiación de la inversión de infraestructura en el sector privado. Mecanismos tradicionales como la inversión en equity o la sindicación de préstamos por la Compañía Financiera Internacional (CFI) del Banco Mundial están recibiendo una considerable demanda de apoyo por parte de empresas del sector y se estima que

en el bienio 1993/4 la CFI podría duplicar la cifra de su portfolio en Argentina (teniendo en cuenta asimismo las sindicaciones). Empero, la CFI probablemente acompañará en esta evolución el comportamiento que tengan los créditos externos a las industrias. Otros mecanismos como los préstamos directos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) requieren una mejora en la calificación crediticia de la Argentina. Finalmente, cabe mencionar mecanismos como el Expanded Cofinancing Operations (ECO) del BM que permiten cubrir el riesgo regulatorio. Estas innovaciones serán descriptas en presentaciones separadas a cargo del grupo Banco Mundial.

El resto del trabajo explica con mayor detalle los puntos centrales a tener en cuenta en esta cuestión. La sección 1 presenta el contexto macroeconómico reciente y actual en el cual se mueve la economía argentina. La sección 2 investiga potenciales fuentes de financiamiento local. La sección 3 explora las fuentes externas de financiamiento. Finalmente la sección 4 presenta temas a monitorear y algunas recomendaciones en relación al proceso de endeudamiento.



Universidad de
San Andrés

1. Introducción: el contexto macroeconómico

La performance económica de la Argentina en la década del 80 fue muy pobre. El estancamiento del producto bruto adquirió características dramáticas en un contexto macroeconómico inestable, con persistentes procesos inflacionarios que culminaron en una hiperinflación en 1989. La destrucción del valor de la moneda local derivó en una **fuerte dolarización y fuga de los portafolios privados**.

La **contrapartida financiera** de este proceso de fuga de capitales fue un tipo de cambio real récord, necesario para generar un superávit comercial (u\$s 5.379 M. en 1989, alrededor de 7% del PBI) y una oferta de divisas de magnitud que pudieran satisfacer la demanda de divisas de los portafolios. La **contrapartida real** del superávit comercial fue lógicamente una caída del gasto interno respecto al producto bruto, concentrado casi únicamente en una **reducción de los niveles de inversión productiva**. O sea, mientras la inestabilidad financiera y monetaria generaba altísimos tipos de cambios reales, **la contrapartida no fue una mayor proporción de inversión en sectores de exportación sino una fuga de capitales financieros y dolarización de los portafolios privados**.

La nueva administración de gobierno surgida de las elecciones que se realizaron en mayo de 1989 anunció su propósito de transformar las reglas de juego de la economía y de instaurar una "economía popular de mercado". **Privatizaciones, apertura y desregulación** se transformaron en los pilares de la estrategia económica del gobierno. El Congreso aprobó importantes leyes que constituirían el marco jurídico de muchas acciones futuras (Reforma del Estado, de Emergencia Económica). Sin embargo, estas ideas fueron inicialmente instrumentadas simultáneamente con **estrategias macroeconómicas inestables, que descuidaron la salud de las cuentas fiscales y la importancia de la estabilidad monetaria**. El primer programa "anti" inflacionario del nuevo gobierno fracasó estrepitosamente al sexto mes de lanzado.

A fines de 1989, en reemplazo de este programa fallido se instrumentó un segundo programa, consistente en la liberación de las variables (precios, tipo de cambio) y la **transformación forzosa de (aproximadamente la mitad de) los depósitos a plazo fijo en moneda nacional del público en el sistema financiero local por Bonos del gobierno en dólares a diez años de plazo (Bonex 89) lamentablemente en un contexto de desprecio por los "fundamentals" fiscales**.

El llamado plan Bonex persiguió el doble objetivo de evitar el vencimiento semanal de una importante masa de depósitos a plazo fijo en pesos, que requerían altas tasas de interés para evitar su transformación en dólares (dolarización de portafolios y el consiguiente peligro hiperinflacionario) y al mismo tiempo **reprogramar y dolarizar la deuda pública interna** que el sector público había colocado compulsivamente en el sistema financiero como manera de financiar su déficit fiscal.

La incertidumbre originada en el déficit fiscal llevó a la "otra mitad" de los fondos que no habían sido transformados en Bónex a huir del peso hacia el dólar. Un nuevo salto hiperinflacionario azotó a la economía argentina entre diciembre de 1989 y marzo de 1990, que hicieron a muchos dudar de la estrategia económica de largo plazo del gobierno.

En marzo de 1990, el gobierno entendió la importancia de la austeridad fiscal como punto de partida de cualquier estrategia económica. Una **severa política fiscal de caja y de restricción monetaria** revirtieron las expectativas adversas y al haber llegado a un mínimo las tenencias monetarias, la hiperinflación frenó bruscamente.

En parte por la confirmación del rumbo económico de largo plazo, y en parte por la restricción monetaria que dieron lugar a altísimas tasas de interés en términos reales, **la fuga de capitales también se frenó**. El mercado cambiario privado se situó entonces con una situación de oferta excedente de divisas, pues el superávit comercial (u\$s 8.274 M.) no encontraba contrapartida en demanda de divisas financieras. **El tipo de cambio real cayó a niveles mínimos históricos como consecuencia de la oferta excedente de divisas** y el Banco Central aprovechó la remonetización de la economía para recomponer sus alicaídas reservas internacionales.

En forma quizás simplificada, podemos decir que 1989 fue el año donde el superávit comercial tuvo como contrapartida una fuga de capitales del sector privado y que en 1990, al morigerarse la dolarización de los portafolios, la contrapartida del superávit comercial fue la recomposición de las reservas internacionales del Banco Central.

El agotamiento del esquema fiscal de caja terminó con turbulencias cambiarias y monetarias en enero de 1991 que fueron relativamente controladas por el gobierno, a partir de la sólida posición de reservas internacionales del BCRA. Sin embargo quedó claro que el gradualismo como política anti hiper-inflacionaria estaba agotado.

En abril de 1991 el Congreso de la Nación aprobó un proyecto del Poder Ejecutivo de "**convertibilidad de la moneda**". Esta ley, en tan sólo 14 artículos, sentó las bases para la estabilización de la economía argentina. Podemos distinguir cuatro puntos fundamentales:

- **Equilibrio fiscal**, por la obligación impuesta al Banco Central de mantener reservas de libre disponibilidad equivalentes a por lo menos el 100% de la base monetaria. Esta medida implicó una verdadera revolución fiscal pues **prohibió al Banco Central financiar los desequilibrios del sector público o del sector privado** mediante la emisión de base monetaria o mediante el uso de sus reservas internacionales. Estas pasaban a constituir la contrapartida de la base monetaria, inembargables y aplicables exclusivamente a los fines previstos en esta ley.

- **Tipo de cambio fijo**, por la obligación impuesta al Banco Central a vender las divisas que le sean requeridas a una relación de un peso (10 mil australes) por dólar.

- **Convertibilidad bimonetaria**, por la reforma al código civil que virtualmente autorizó la pactación de contratos en moneda extranjera, de manera que sólo se cumple una obligación contraída en determinada especie, dando la especie designada.

- **Desindexación**, por la prohibición de toda indexación por precios, actualización monetaria, repotenciación de deudas o variación de costos, en un contexto de libertad de precios y de contratación.

A dos años de programa el balance es satisfactorio, porque la importancia y cantidad de "**aspectos positivos**" es superior a la importancia y cantidad de "**aspectos negativos**". Como resultados positivos destacamos:

- una tendencia por parte del poder político y de la población en general a apoyar las medidas adoptadas.

- la **previsibilidad** como eje de filosofía general de política económica.

- el **equilibrio fiscal global**, primero en un sentido de caja e incipientemente en un sentido patrimonial intertemporal. Los ingresos cash por privatizaciones y la reforma tributaria (del sistema y de su administración) fueron el corazón del programa fiscal.

- el **ingreso de capitales**, la **remonetización en el sistema financiero** y la **acumulación de reservas por parte del BCRA**.

- la reactivación de la economía y el fuerte crecimiento de la economía por segundo año consecutivo.

Como temas pendientes con balances insatisfactorios, debemos señalar:

- la incapacidad para mejorar la eficiencia en el gasto público y su asignación, a nivel nacional y provincial (en este último caso también en sus respectivos esquemas tributarios).

- las dudas sobre el sendero que seguirán las exportaciones globales y sectoriales en el mediano plazo, dada la fijación del tipo de cambio, la aparente irreversibilidad del tipo de cambio real y las dificultades para reducir los costos internos.

- las volatilidades e imperfecciones en los mercados de capitales que siguen sin constituir una fuente razonable de inversión a mediano plazo de las inversiones reproductivas.

Muchos de estos temas están íntimamente relacionados con el objetivo del trabajo y los traeremos a colación en varias oportunidades.



Universidad de
San Andrés

2. Las privatizaciones y las necesidades de inversión

Habíamos señalado que la privatización de (todas) las empresas públicas era uno de los puntales de la estrategia económica del gobierno. Al momento de escribir este documento, han sido privatizadas las antiguas compañías públicas de: teléfonos, aviación, electricidad, gas, obras sanitarias, siderurgia, participaciones en áreas petroleras primarias y secundarias, ramales de ferrocarriles, del área de Defensa, estaciones de radio y televisión y otras empresas de menor magnitud. Quedan pendientes la transferencia de otra compañía eléctrica del sur del país (Hidronor), de Correos, centrales termo e hidroeléctricas, áreas petroleras y gasíferas y finalmente la privatización de la compañía estatal de petróleo (YPF). Al mismo tiempo, el gobierno tiene planeado la venta de acciones remanentes de empresas privatizadas que quedaron en manos del Estado.

A tres años vista, uno puede distinguir tres etapas dentro del programa de privatizaciones encarado. En una primera etapa (1989-90), en medio de la inestabilidad macroeconómica interna, las privatizaciones perseguían el objetivo de enviar una **señal al mundo** en el sentido de que el rumbo económico elegido era definitivo. Al mismo tiempo, se priorizaba la "**privatización del management**", de manera tal que una gestión privada de las empresas derivara en inversiones y cambios administrativos que mejoraran la calidad y cantidad de los servicios, que la administración estatal había demostrado incapacidad para realizar. En esta etapa fueron vendidos el 60% de las acciones de la compañía de Teléfonos Entel y el 85% de Aerolíneas Argentinas.

En ambos casos, los socios adjudicatarios abonaron la mayor parte de la compra con **títulos de la deuda externa** que en esos momentos cotizaban a paridades inferiores al 15% de su valor nominal. El Estado recaudó por ambas empresas u\$s 361 M. en efectivo, u\$s 6.079 M. de papeles de deuda externa a valor nominal y documentos a plazo por u\$s 522 M. (ver cuadro 7). Entre los socios compradores figuran bancos acreedores externos que usaron parte de sus tenencias de deuda argentina para "swapearla" por "equities" de la empresa argentina. De esta manera, **pudo encararse estas privatizaciones en un contexto de alto riesgo país, que impedía la formación de un mercado de capitales donde se financiara la operación.**

En una segunda etapa, dadas las **necesidades fiscales del plan de convertibilidad**, vino la etapa que priorizó el "**selling**". Se vendieron los activos públicos que más rápidamente podían ser transferidos y por los cuales el Estado nacional podía obtener **recursos en efectivo**. Por participaciones en áreas petroleras primarias y secundarias que fueron licitadas a operadores privados nacionales y extranjeros, el gobierno

nacional se hizo de recursos en efectivo por u\$s 1.766 M.. Además, por la venta del 30% restante de las acciones de las empresas Telecom y Telefónica, que ya contaban con management privado y que fueron ofrecidas a los mercados locales e internacionales, el gobierno obtuvo u\$s 2.065 M. cash. Estos ingresos constituyeron indudablemente el **corazón fiscal del programa de convertibilidad**. Como veremos, algunos de estas operaciones fueron realizadas a través de los mercados locales de capitales.

A partir de abril de 1992, luego de la venta de las acciones de Telecom, los avances logrados en materia de recaudación tributaria permitieron al gobierno lograr un **genuino superávit operativo** (antes de privatizaciones) con los cuales podía cumplir con los postulados de la convertibilidad. Se inició entonces la **tercera etapa** del programa de privatizaciones, por las cuales se vendían las **empresas que mejor marco regulatorio requerían por su relevancia en los costos de producción** (Electricidad, Gas, Obras Sanitarias) y donde los adjudicatarios debían abonar principalmente con **títulos de la deuda pública** (interna y externa por mitades), no porque no hubiera compradores dispuestos a pagar en efectivo sino porque el gobierno no necesitaba estos recursos (apenas recaudó en efectivo u\$s 767 M.). De esta manera, el gobierno intentaba cumplir con una norma financiera sana, que es **destinar la venta de un activo a cancelar un pasivo**, de manera de **no dañar el patrimonio y asegurar la solvencia intertemporal del Estado**. El estado recuperó títulos de deuda (externa e interna) por u\$s 5.091 M. y transfirió pasivos de las empresas (muchos de ellos contra el propio sector público) por u\$s 1.884 M.

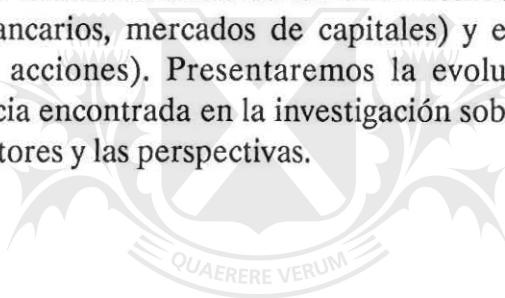
Se eligió una estrategia caso por caso. En el caso de la empresas de electricidad y gas, se decidió fijar un esquema regulatorio y tarifario que armonizara: **i) la pretensión del Estado por obtener un precio igual al valor presente neto de las utilidades de la empresa; ii) asegurar condiciones de competencia**, por ejemplo en la generación de electricidad o con la liberación del precio del gas en boca de pozo; **iii) la regulación en los tramos potencialmente monopólicos** (transporte y distribución) y **iv) no imponer tarifas** excesivamente altas que perjudicaran al sector productivo local. En el caso de Obras Sanitarias, el déficit en materia de inversiones hizo que el Estado prefiriera adjudicar la empresa en concesión, sin percibir recursos en efectivo ni en deuda pública, sino que a cambio se determinaron **fuertes compromisos de inversión** por parte de la adjudicataria. La adjudicación se realizó a través del sistema de menor tarifa, un mecanismo que permite la regulación del monopolio natural.

De esta manera, los grupos que adquirieron las empresas privatizadas se enfrentaron con empresas con malos sistemas de gestión, problemas de mantenimientos, niveles de inversión por debajo de sus conveniencias, excesos de

personal empleado, buenos niveles tarifarios, mercados monopólicos y demandas crecientes (e insatisfechas) dado la reactivación de la economía. Con este contexto, las empresas rápidamente pudieron mostrar resultados de gestión superavitarios (telefónicas) o expectativas de ganancias futuras, al mismo tiempo que la participación de importantes grupos empresarios nacionales asociados con operadores internacionales otorgan un respaldo patrimonial importante.

Al mismo tiempo, la caída del tipo de cambio real que muestra la economía por los motivos antes comentados hace que las empresas privatizadas puedan exhibir **buenos rendimientos expresados en dólares**, y por lo tanto como retornos sobre sus inversiones.

En este contexto, surge nítidamente como relevante el tema sobre el "Financiamiento al Sector Privado de las Obras de Infraestructura". En lo que resta del Documento, nos concentraremos en las diferentes fuentes de financiamiento, internas (sistema bancarios, mercados de capitales) y externas (instrumentos de deuda, emisión de acciones). Presentaremos la evolución verificada en estos mercados, la evidencia encontrada en la investigación sobre las estrategias seguidas por los diferentes actores y las perspectivas.



Universidad de
San Andrés

3. Las fuentes internas de financiamiento

a) **el sistema financiero:** el primer candidato lógico para proveer financiamiento para inversiones sería el sistema bancario. Como hemos dicho, el sistema bancario había sufrido en 1989-90 las consecuencias de que la **dolarización** de los portafolios privados implicó también la **desinstitucionalización** del ahorro privado y del plan Bonex que llevó a un mínimo el volumen intermediado por el sistema. Muchas entidades financieras lograron subsistir (e incluso crecer) mediante las operaciones "especulativas" diarias (especialmente con títulos públicos), altos spreads y negocios con el Estado.

Hasta el plan Bonex, la intermediación financiera en **moneda local** tenía como destinatario principal al Estado que mediante instrumentos compulsivos (altos encajes, depósitos indisponibles, etc.) se había apropiado de recursos por los cuales abonaba altas tasas de interés. El detenimiento de la fuga de capitales en 1990 permitió la **remonetización** del sistema en moneda local. Dada la relativa mejora fiscal que se obtuvo en ese año, el BCRA pudo reducir el encaje medio de la economía y aumentar levemente la capacidad prestable del sistema.

Al mismo tiempo, hasta 1990 el sistema financiero captaba **depósitos de residentes en moneda extranjera en el sistema financiero local "por cuenta y orden del Banco Central"**, quien mantenía dichos fondos captados dentro de sus "reservas internacionales". Una ley aprobada por el Congreso creó un nuevo sistema "**privado de depósitos en dólares**", que las entidades podían captar por su cuenta y orden y destinarlos a préstamos al sector privado. Merced a cierta garantía jurídica que la ley otorgaba el volumen intermediado en este mercado creció rápidamente.

Pero indiscutiblemente, **la fuerte remonetización (en ambas monedas) del sistema financiero se produjo con la estabilización y la convertibilidad de 1991.** Como se aprecia en el cuadro 2, el total de depósitos captados por el sistema financiero, en pesos y en dólares, ha crecido en forma sustancial. Luego del plan Bonex, en marzo de 1990 no sólo el volumen de depósitos era ínfimo (u\$s 3.339 M., apenas el 3,1% del PBI) sino que dichos fondos tenían como destino principal encajes y títulos públicos. En marzo de 1991, al inicio de la convertibilidad, el volumen de depósitos captados ascendía a \$ 8.544 M..

Tres años después del plan Bonex, en marzo de 1993, el total de pasivos monetarios del sistema financiero ascendía a \$ 29,9 mil M., de los cuales \$ 16,6 mil M. eran en moneda nacional y u\$s 13,3 mil M. en dólares. Del lado de los activos

monetarios (excluyendo los fondeados con capital propio), si se deducen las disponibilidades en efectivo y las tenencias de títulos públicos, la capacidad prestable asciende a \$ 21,9 mil M., con un crecimiento del 358% en términos nominales respecto al inicio de la convertibilidad.

El crecimiento fue espectacular. Sin embargo, en términos proporcionales el volumen intermediado por el sistema financiero sigue siendo bajo, alrededor de 19% del PBI.

Las tasas de interés pasivas en pesos han ido declinando a lo largo del programa. La "yield curve" ha tenido pendiente positiva (ver gráfico 2), donde las entidades financieras ofrecían un premio alto por captar depósitos a plazos largos (90 días o más), en parte también por diferenciales de encaje que reducían el costo de captación de los plazos más largos vis a vis los más cortos.

En términos de plazos, el subsistema en pesos operó hasta febrero de 1992 con una alta proporción (si bien declinante) de depósitos a plazo fijo captados a siete días. El plazo promedio osciló entre los 15 y 20 días. Sin embargo, el aumento de los saldos en depósitos en cuenta corriente y en cajas de ahorro debe ser analizado con atención. Si bien son depósitos "a la vista", desde un punto de vista actuarial han demostrado una velocidad de rotación relativamente baja, lo que pudo haberse constituido en una fuente de financiamiento a largo plazo. Sin embargo, la mayoría de las entidades optó por cargar un premio elevado al riesgo de descalce de plazos y de tasas de interés (en parte por la alta volatilidad de las tasas de interés y por los altos encajes que pesan sobre los depósitos en cuenta corriente) y priorizó el corto plazo.

El plazo promedio de los depósitos en dólares se ubicó en 90 días. A pesar de la muy baja proporción de depósitos a la vista y en caja de ahorro, el plazo promedio de los préstamos en dólares fue más largo que en pesos. La menor volatilidad de la tasa de interés en dólares contribuyó a este hecho.

En estos dos años, el Banco Central ha ido disminuyendo gradualmente los requerimientos de encajes y la tesorería ha ido pagando mensualmente intereses y amortizaciones de los títulos públicos que las entidades mantienen, sin colocaciones voluntarias ni compulsivas de nuevas emisiones. Por lo tanto, **el aumento de la capacidad prestable al sector privado ha sido aún mayor y digno de resaltar.**

No obstante, a pesar de este crecimiento exponencial de la capacidad prestable, **los bancos locales no aparecen como actores importantes a la hora de proveer financiamiento de mediano plazo para obras de infraestructura.**

El sistema financiero está destinando el aumento de su capacidad prestable con el principal objetivo de **maximizar sus ganancias de corto plazo**, prestando menor atención a consideraciones de riesgo crediticio. La estabilidad y la reactivación generada a partir de la convertibilidad generó una doble demanda de crédito dispuesta a abonar altas tasas activas de interés.

En primer lugar, **la demanda de crédito para consumo** aumentó considerablemente ya sea bajo la forma de financiamiento vía tarjetas de crédito, activos titularizados (securitization como créditos prendarios en autos, bienes durables, incipientemente hipotecarios, etc.). La novedad del crédito en cuotas fijas y a plazos gradualmente crecientes generó un mercado muy rentable para el sistema financiero. Si bien existen problemas de riesgo crediticio, en parte por la inexistencia de un "Credit Bureau" que permita a las entidades cruzar información respecto a sus deudores, es indudable que los altos spreads hicieron atractivo la incursión de los riesgos. Además, el riesgo se esparce entre una gran cantidad de pequeños clientes.

En segundo lugar, **la demanda de crédito de las empresas para capital de giro** también experimentó un fuerte crecimiento por tres motivos: i) porque luego de los episodios hiperinflacionarios, **las empresas se encontraban descapitalizadas**, ii) **la reactivación aumentó notablemente las necesidades financieras de las empresas** y iii) la estabilidad llevó a muchas empresas a **alargar el plazo del crédito comercial que otorgan a sus clientes**, lo que refuerza las necesidades financieras de corto plazo.

Incluso, algunas entidades financieras locales han estado destinando los fondos obtenidos mediante colocaciones de obligaciones negociables en el exterior (y en algunos casos en el mercado local, con fondos que incluso estaban depositados en argendólares) a tasas relativamente bajas a financiar a las empresas medianas y pequeñas, a tasas más altas y spreads rentables. En muchos de los casos, dichos préstamos tuvieron colateralización en hipotecas (un mercado en crecimiento tras la eliminación del impuesto a los sellos).

En síntesis, la mayoría del sistema financiero se encuentra abocado a negocios de corto plazo, con buenos retornos y dispersión del riesgo. **La tasa activa de interés en pesos ha estado sistemáticamente por encima del 23-25%** (ver gráfico 3). No creemos en el corto y mediano plazo que el sistema financiero local se constituya en una fuente importante de financiamiento de las inversiones de infraestructura.

b) **el mercado de capitales**: a partir de la sanción de la ley de obligaciones negociables en 1990, algunas empresas y bancos comenzaron a colocar certificados de deuda (obligaciones negociables) en el mercado local. Este proceso tuvo un

crecimiento importante desde 1991. Por parte de empresas, la colocación supera a los u\$s 800 M. y por parte de bancos supera los u\$s 150 M.

Sin embargo, la información recabada muestra que la colocación de estas obligaciones negociables tuvo dos destinos casi exclusivos: primero, **la refinanciación de deudas de las empresas**, por la cual simplificada un banco que tenía otorgado un préstamo a una empresa recibe la ON de la empresa como cancelación del préstamo y posteriormente intenta su colocación en un mercado secundario. Esto ocurrió en parte porque la ley era muy estricta en cuanto a que los fondos debían tener como destino exclusivo constituir capital de trabajo, la refinanciación de pasivos o la compra de activos. Muchos de los pasivos refinanciados se habían originado en préstamos puentes de las entidades que fueron cancelados al momento de la colocación.

El segundo motivo fue directamente la **constitución del capital de trabajo de la compañía**. Muy poco financiamiento tuvo como destino final la inversión en equipamiento.

Como se aprecia, la mayoría de las colocaciones en el mercado local fueron por montos pequeños o medianos. La experiencia muestra que toda colocación por más de u\$s 75 M. no tiene posibilidades concretas de colocación en el mercado local. Por este motivo, **tampoco vemos que el mercado de capitales local vaya a constituirse en una fuente importante de financiamiento de obras de infraestructura.**

c) **mercado de acciones:** la colocación de acciones fue un instrumento apoyado desde el gobierno como forma de financiamiento de las empresas. Este procedimiento alentó esperanzas a partir de la fuerte valorización de las acciones que se verificó desde agosto de 1991. En diciembre, el gobierno logró colocar mediante licitación (por sistema holandés) el 3 0% de las acciones remanentes de la empresa Telefónica de Argentina. La colocación fue un éxito tanto desde el punto de vista fiscal como en el "**día después**". La acción fue colocada a un precio de u\$s 2,40 la acción, que reflejaba en ese momento un "Price/Earning" ratio (sobre las ganancias esperadas) de alrededor de 21. "El día después" también fue positivo pues las acciones nunca cotizaban por debajo del precio de corte y experimentaron una importante valorización.

En marzo de 1991, el gobierno nacional vendió el 30% de las acciones en su poder de la empresa Telecom, a un precio de u\$s 4,20 por acción (75% superior al de Telefónica) y a un "price/earning" estimado de 26.

De manera simplificada, puede decirse que una parte de los fondos abonados por los compradores de las acciones de ambas empresas provinieron del exterior (patrimonios de argentinos), otra parte (fundamentalmente del sector minorista) provino de fondos que los residentes locales mantenían líquidos en dólares ("dólares del colchón"). Y en el caso de la colocación de Telecom una parte importante fue financiada con crédito que el sistema financiero otorgó a los compradores ("leveraging"), colateralizados con las mismas acciones y un aforo (colateral) adicional del orden del 25%.

Luego de la venta de las acciones de Telecom, se anunció el ingreso de la Argentina al plan Brady y los precios de las acciones experimentaron una fuerte valorización adicional.

En ese período (abril-junio de 1991) tres empresas privadas (Decker, Sevel y Baesa) vendieron parte de sus tenencias accionarias al mercado. El monto accionario colocado fue relativamente importante, a price/earnings del orden de 63, 27 y 14 respectivamente, en un mercado con un price/earning promedio de 22 en ese momento (ver cuadro 8). Alrededor de 11 empresas tenían preparada colocación de acciones en el mercado como fuente de financiamiento.

Aún más que en el resto del mundo, "equity" es otra historia porque representa el componente del costo del capital más difícil de evaluar. Por eso, como hemos visto la mayoría de los títulos de deuda no eran convertibles en acciones (convertible bonds, warrants).

La virtual hecatombe de la bolsa argentina verificada desde junio de 1991 (en cuatro meses registró una caída superior al 60%) paralizó todas las colocaciones de acciones. La extrema volatilidad del precio de las acciones (y consecuentemente del valor bursátil de las empresas) desalentó tanto a las empresas potencialmente colocadoras como a los potenciales inversores. El mismo estado nacional tuvo que postergar la planeada venta de las acciones remanentes de la compañía eléctrica.

La experiencia muestra que muchas empresas solamente quieren colocar acciones cuando el costo del capital implícito en la financiación les compensa la apertura del capital societario. A costos de financiación más altos, las empresas prefieren la colocación de deuda (y la obligación de afrontar los pagos de intereses y amortizaciones de la misma) antes que financiarse mediante "equity" (a pesar de que la mayoría de las compañías no están pagando dividendos en efectivo. Recién a partir del segundo trimestre de 1993, tras una relativa estabilidad en los precios de las acciones, algunas empresas locales vuelven a mostrar interés en la colocación de

acciones como instrumento de financiación. Por otro lado, durante el período de tenencia de acciones por parte del Estado, es improbable que los inversores institucionales vuelquen fondos adicionales para capitalizarlas, en la medida que subsistan incógnitas sobre la política de colocación de acciones por parte de aquel.

Por estos motivos, **no creemos que la emisión de acciones se constituya en una fuente relevante de obtención de fondos por parte de las empresas privatizadas para financiar obras de infraestructura.**

d) los fondos de pensión: una de las características de la inestabilidad macroeconómica fue la inexistencia de inversores institucionales de largo plazo. El gobierno argentino ha enviado al Congreso un proyecto de reforma previsional que (al momento de escribir este documento) está siendo analizado. Analizaremos las consecuencias de una virtual aprobación de la reforma tal como se envió al Congreso.

Resumidamente, la reforma previsional implica que los diez puntos porcentuales de aportes de las personas (en función de su salario o ingreso, que se elevará a 11%) dejan de ser percibidos por el Sistema Previsional Estatal y pasan acumularse en la cuenta individual administrada por sociedades específicas (privadas o públicas).

Esta reforma ha generado una **fuerte expectativa como base del desarrollo de un mercado de capitales y de fondos para financiar la inversión.** Empero, esta idea debe ser analizada con detalle.

Desde un punto de vista macroeconómico estático, una reforma previsional de este tipo **no necesariamente eleva la tasa de ahorro de la economía.** Sí aumenta el ahorro del sector privado, a quien le aumenta su ingreso disponible al no tener que pagar el impuesto previsional al estado y **todo ese adicional es (compulsivamente) ahorrado en el nuevo sistema previsional.** Sin embargo, **la contrapartida de este mayor ahorro privado es un menor ahorro público** quien, caeteris paribus, pasa a tener un menor superávit operativo fiscal de caja. El ejemplo extremo donde el sector público financia todo su desequilibrio fiscal inicial de caja colocando deuda pública en las administradoras de pensión muestra el hecho de que no necesariamente la tasa de ahorro de la economía crece: no habría fondos disponibles para el financiamiento del sector privado.

En la dinámica de la reforma, esta situación puede cambiar. Si por ejemplo, el gobierno compensara ese desahorro con una reducción proporcional de su gasto corriente, claramente la tasa de ahorro global de la economía estaría subiendo. **Este supuesto es muy improbable de verificarse en la realidad.** Si la reducción del

desahorro viniera por una mayor recaudación tributaria, ahí deberíamos ver el comportamiento del sector privado que ve disminuido su ingreso disponible: si reduce el consumo, si reduce su ahorro o ambas cosas a la vez. Es imposible dar una respuesta definitiva a esta cuestión, máxime si no se especifica a través de qué impuestos el gobierno aumentaría su recaudación y si se produciría vía mayores alícuotas o una mejor administración de impuestos preexistentes o por la creación de nuevos impuestos.

Sin embargo, el hecho de que la tasa de ahorro global de la economía pueda no crecer (significativamente), no elimina el hecho de que **la reforma previsional implicará la aparición de inversores institucionales de largo plazo**. O sea, aún cuando en un caso extremo el ahorro no crezca, sí aumentará notablemente el plazo promedio y la estabilidad del mismo, **abriendo las puertas a un financiamiento local de largo plazo, hoy inexistente**.

Nuestras proyecciones macroeconómicas más probables muestran que el estado nacional recurrirá parcialmente al endeudamiento mientras que otra parte de la compensación del desahorro fiscal deberá venir de una mejor administración de los impuestos previsionales (menor evasión), ver cuadro 4. El Sistema Previsional estatal pasará de un superávit de caja de \$ 1.044 M. a un déficit del orden de \$ 1.780 M. por año (ver cuadro 9).

De esta manera se puede estimar el flujo anual de fondos destinados a la capitalización individual (deducidos costos del seguro de salud y comisiones). Teniendo en cuenta las necesidades fiscales del gobierno para 1993 y la experiencia chilena en materia de inversiones, hemos hecho una simulación sobre una posible cartera de activos de las AFJP.

Estimamos que durante el primer año, las AFJP podrán estar dispuestas a invertir alrededor de u\$s 553 M. en bonos a corto y largo plazo de empresas privadas (ver cuadro 4). Dada la importancia que estos inversores institucionales le dan a la calidad de los activos, es muy probable que las empresas privadas del sector de infraestructura estén en primer lugar en el ranking de emisores.

A su vez, las entidades financieras podrán otorgar cierto financiamiento de mediano plazo, calzado contra colocaciones financieras originadas en fondos de pensión. Estimamos que el primer año este mercado puede sumar \$ 263 M.

Por estos motivos, **estimamos que la aparición de los fondos de pensión constituye la fuente interna más probable de financiamiento al sector privado de**

mediano y largo plazo para obras de infraestructura. Respecto a los instrumentos, estimamos que, en primer lugar, la emisión de certificados de deuda privada (obligaciones negociables) y, en menor medida, el crédito bancario de largo plazo fondeado en depósitos a plazo fijo de las entidades, a bajos spreads y donde los bancos cumplan más una función de prestadora de servicios que de intermediación financiera.

e) Reforma de las regulaciones: Desde 1991 el mercado de capitales argentino ha sido testigo de una transformación evidenciada, entre otros aspectos, por la aparición de nuevas empresas cotizantes en la Bolsa, el crecimiento de los capitales cotizados, los montos de las transacciones de emisiones de bonos. Modificaciones en las regulaciones y las normas legales han acompañado este proceso: la Comisión Nacional de Valores dictó un considerable número de normas regulando la transparencia en el ámbito de la oferta pública, take-overs, publicidad de las operaciones, unificación de procedimientos de autorización de oferta pública y cotización en bolsa, definición de los requisitos para la emisión de instrumentos de deuda de corto plazo, autorizaciones de oferta pública de títulos valores de emisores extranjeros. Asimismo se estableció para la empresas privatizadas la posibilidad del ingreso a oferta pública cumplimentando un régimen especial de información contable, simplificándose la presentación de los estados contables en los casos de oferta pública adecuándola a normas internacionales. Fue regulado el rol de las entidades calificadoras de riesgo.

En materia de legislación cabe mencionar la reforma de la ley de obligaciones negociables (agosto de 1991) que eximió a estos instrumentos de diversos impuestos, y el posterior decreto de desregulación que eximió a la negociación de acciones del impuesto a los sellos, derogó el impuesto a la transmisión de títulos valores. Una importante medida de desregulación de la actividad bursátil se adoptó al dejarse sin efecto el sistema de aranceles vigente.

Todas las medidas han contribuido a la apertura financiera de la economía, pero es evidente que quedan deberes pendientes para facilitar la integración de un círculo de empresas emisoras, intermediarios e inversores de largo plazo.

En materia regulatoria se observa la necesidad de avanzar en instrumentar esquemas de estabilización posteriores en la colocación de acciones y la emisión de bonos, a través de intermediarios que aseguren la colocación en firme. Opiniones recogidas en bancos especializados en la colocación de emisiones en el exterior coinciden en destacar que aún falta recorrer un trecho importante para acercar las regulaciones locales a las usuales en los mercados internacionales, incluyendo la

eliminación de tributos que pesan sobre la actividad. En el ámbito bancario resta avanzar en la búsqueda de mayor eficiencia en el contralor de superintendencia que se anticipe a la aparición de eventuales problemas en las entidades financieras. Las regulaciones sobre financiación de empresas vinculadas incorporan rigideces que no guardan relación con los cambios en la realidad productiva, la integración societaria compleja que presuponen las compañías licenciatarias y concesionarias de las industrias privatizadas y el rol que al efecto podrán desempeñar los entes reguladores sectoriales.



Universidad de
San Andrés

4. Las fuentes de financiamiento internacional

Entre las fuentes alternativas de financiamiento externo al sector privado argentino sobresalen el financiamiento mediante equity, la colocación de papeles de deuda, y el crédito bancario.

a) **Respecto al financiamiento mediante acciones**, el mecanismo más utilizado por compañías internacionales son los ADR (American Depositary Receipts) y los GDR (Global Depositary Receipts). El ADR es un viejo mecanismo ideado para permitir a los inversores norteamericanos realizar inversiones internacionales. Son certificados nominativos y negociables representativos de títulos valores de empresas extranjeras (generalmente acciones), emitidos por un banco de EE.UU y depositados en custodia en un banco del país de la empresa.

Entre las principales ventajas de este instrumento está la presentación de la empresa en el mercado bursátil internacional, es una atractiva variante para diversificar la base accionista de la emisora y ayuda a mejorar la liquidez de las acciones de la empresa. El llamado mercado 144-A abre un nicho entre la oferta pública y las colocaciones privadas. Estas emisiones no tienen que cumplir con ciertos requisitos legales (disclosure laws).

El Estado colocó parte de las acciones de Telefónica (u\$s 356 M.) y de Telecom (u\$s 266 M.) en los mercados internacionales vía ADR. Además, algunas otras empresas privadas recurrieron a este instrumento (Alpargatas, Baesa, Galicia, Pérez Companc) pero sin llegar mínimamente a la importancia de empresas chilenas o mexicanas. Hacia fines de 1992, de 36 empresas latinoamericanas que habían establecido estos mecanismos, 28 eran mexicanas.

b) **La colocación de papeles de deuda en los mercados internacionales fue el principal instrumento de financiación de las empresas grandes del sector privado.** Si bien hubo algunas colocaciones de papeles privados con anterioridad a agosto de 1991, **este mecanismo creció notablemente con la vuelta al mercado internacional de crédito del gobierno argentino.** En agosto de 1991, el gobierno colocó un primer eurobono por u\$s 200 M. a un año, con extensión a dos (es similar a un bono a dos años, con una put option al primer año). Le sucedieron cuatro colocaciones adicionales de eurobonos por un total de u\$s 820 M. (ver cuadro 5).

Desde entonces, los bonos argentinos han estado cotizando en el mercado conjuntamente con viejos bonos públicos que surgieron como refinanciamientos

compulsivas (Bonex, Bote, etc.), con los bonos Brady y los eurobonos del sector privado. En términos de "stripped yields" (o sea las tasas de retornos ex ante de los títulos por la parte del bono que es puro riesgo argentino, sin contar el capital colateralizado del bono), los diferentes bonos argentinos han estado cotizando sobre diferentes curvas de "spread over Treasury" (o sea diferenciales respecto al retorno de bonos del Tesoro de EE.UU).

Los eurobonos del gobierno cotizaron sobre una curva con poca pendiente positiva y a sobretasas relativamente bajas. O sea, el riesgo de los eurobonos era evaluado muy bajo. Por el contrario, los bonos con origen compulsivo cotizaban en una curva más alta (con spreads superiores) y creciente en función del plazo de vida promedio, donde en primer lugar aparecen los Bonex y luego los Bote.

Los "corporate eurobonds" de empresas privadas de primera línea cotizan alrededor de 100 puntos básicos por encima de los eurobonos de la República aunque por debajo de los Bonex y Bote.

En cuadro 6 se aprecia una "historia" del costo del financiamiento de diversas colocaciones argentinas a través del tiempo.

c) **Financiamiento bancario:** en el contexto internacional, la demanda de fondos para "project finance" es muy alta. Sin embargo, la participación de la banca comercial, aún en préstamos sindicados, en activos de largo plazo está declinando por restricciones de sus bases de capital. Los inversores institucionales, que están demandando inversiones de largo plazo en el campo del financiamiento de proyectos, **no operan con bancos comerciales como intermediarios.**

En el caso argentino, la oferta de fondos de la banca comercial para el financiamiento de este tipo de proyectos, incluso para empresas de muy buena calificación, está adicionalmente perturbada por la cercanía de la crisis de la deuda externa. Los incumplimientos argentinos respecto al endeudamiento bancario son una razón más por la que creemos que el financiamiento vendrá vía instrumentos tipo bonos, que incluso fueron respetados por el gobierno argentino durante los años de crisis. Sin embargo, no parece probable que los bonos puedan ser colateralizados en medida significativa, mediante la "securitization" de los ingresos de las empresas. Las empresas privadas de servicios públicos producen y venden bienes no exportables. Siendo el riesgo país un componente más influyente sobre el costo del crédito que el riesgo comercial, la securitization de ingresos percibidos en moneda nacional dentro de un país cubriría, sólo parcialmente, este riesgo para el inversor.

d) Financiamiento de organismos de crédito multilaterales: en el pasado los organismos de crédito multilaterales han desempeñado un rol activo en el financiamiento de la inversión de infraestructura, ya sea a través de préstamos al gobierno nacional o de créditos a empresas privadas. En el esquema de políticas afines a los mercados vigente a partir de 1989 es de esperar una sustancial reorientación institucional del crédito de estos organismos, dejando de actuar el gobierno como un ente receptor directo de fondos o como garante de los préstamos otorgados a las empresas privadas. La excepción será probablemente en aquellos sectores en que el estado continúe desempeñando un rol central (como probablemente en vialidad, medio ambiente o saneamiento, especialmente a nivel provincial). Organismos como el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) están llevando a cabo un análisis profundo de su rol futuro en estos sectores.

Como estos aspectos serán considerados con mayor detalle en otras ponencias del presente seminario, nos limitaremos a dar algunas orientaciones generales sobre el tema.

1. Uno de los aspectos centrales que estos organismos deben resolver es el del rol de garante del estado en los créditos o garantías otorgadas al sector privado. Los estatutos de estos organismos plantean exigencias de calidad crediticia que pueden trabar el acceso más o menos inmediato a estas fuentes. El BID tiene un estatuto más flexible que el BM para efectuar créditos directos sin garantía oficial, pero exige una calificación crediticia a la que Argentina aún no ha podido acceder. El BM por su parte dispone de los recursos de la Corporación Financiera Internacional (CFI).

2. La CFI combina las características de banco multilateral de desarrollo y de un merchant bank privado. Opera con una calificación de triple A en los mercados financieros internacionales, lo que le permite acceder a recursos a costos sustancialmente más bajos que otros bancos. Presta directamente a las empresas privadas, así como interviene en la sindicación de préstamos a la banca comercial internacional. Asimismo realiza inversiones en equity. Tiene unos 102 países miembro (entre ellos la Argentina) y hay otros 35 países en proceso de ser incorporados.

Hacia fines de 1992 el portfolio total de la CFI ascendía a unos 8.7 billones de dólares, un 13% del cual era equity. A este monto hay que sumar unos 1.5 billones de dólares adicionales aprobados en el último semestre de 1992, totalizando más de 10 billones distribuidos en inversiones en equity, préstamos directos y préstamos de bancos participantes.

Las inversiones actuales de la CFI en Argentina totalizan unos 428 millones de dólares (76 millones en equity) a los que cabe agregar unos 171 millones de préstamos de bancos participantes en sindicatos. Argentina tiene una incidencia que orilla el 7% de la cartera total de la CFI, sólo superada por México, Brasil, India y Turquía.

La CFI ha recibido una considerable demanda de apoyo por parte de empresas argentinas, estimada en unos 1.2 billones a desembolsar en el próximo año y medio, considerándose que en el año fiscal 1993 podrían ser aprobados unos 200 millones de inversiones directas de la CFI y unos 400 millones en préstamos sindicados. Esta constituye por consiguiente una fuente de considerable importancia para el financiamiento de la infraestructura, más aún teniendo en cuenta que no existen límites máximos para la exposición de riesgo argentino, más allá de criterios de prudencia en el manejo del portfolio total de la institución y la posibilidad de aumentos de capital, el último de los cuales fue aprobado en 1992 por un monto de 1.5 billones.

Los factores que explican esta demanda excedente de participación de la CFI son claros. En primer lugar, el costo de los préstamos es inferior al de las tasas de mercado: márgenes de 220 a 300 puntos de base sobre LIBOR son usuales para la Argentina (aunque algo más altos que los márgenes para otros mercados emergentes, por ejemplo Colombia). A ello debe sumarse un 1% de front end fee y una comisión fija de compromiso de un 0.5%. Segundo, la CFI permite allegar recursos adicionales vía la estructuración de paquetes financieros o joint venture partnerships que reducen los requerimientos de previsionamiento por parte de los bancos participantes. Tercero, la CFI sigue en general la política de mantener sus participaciones en circunstancias en que otros tenedores se desprenderían de las mismas. Finalmente, la CFI brinda servicios técnicos y legales y realiza las gestiones en oportunidad de los lanzamientos internacionales de las empresas.

Sin embargo, luego de un probable crecimiento inmediato del portfolio de la CFI en empresas de infraestructura queda el interrogante de la continuidad de este apoyo por volúmenes adicionales sustanciales en el futuro. Nuevamente, la restricción en este caso pasa por el grado en que la comunidad financiera internacional acompañe los requerimientos de recursos del sector.

3. El apoyo a proyectos específicos de inversión de infraestructura y la cobertura de elementos de riesgo "regulatorio" o "soberano" del proyecto forma la base de nuevos mecanismos en curso de implementación por parte del BM, en particular el mecanismo de Expanded Cofinancing Operations (ECO). A pesar de que para resultar elegible para este tipo de programas es necesario acumular un antecedente

de no menos de tres años luego de una restructuración de las deudas de un país (hecho que Argentina hoy todavía no acredita), existe la posibilidad de solicitar algún adelantamiento de excepción. Estos mecanismos requieren una negociación con el gobierno y una evaluación del proyecto. Aún cuando no es de esperar que tales mecanismos alleguen en forma inmediata volúmenes importantes de recursos, es de apreciar que su implementación contribuiría a la credibilidad global del programa macroeconómico (ya que el gobierno debería garantizar ante el BM sus propias acciones).

4. Un área en la que no existe aún definiciones de organismos ni del gobierno es el tipo de apoyo y el volumen de recursos que podría ser canalizado a través del Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE), entidad creada por decreto del gobierno nacional y cuyas acciones serán colocadas en el futuro en el sector privado hasta un 60% de su capital.

5. No es de esperar un rol adicional de agencias como la Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) del BM, que provee garantías contra los riesgos de transferencia de cambio, expropiación, guerra o ruptura contractual por el gobierno, en virtud de que su portfolio en Argentina, limitado a 150 millones de dólares, se encuentra prácticamente cubierto (un caso similar se plantea con agencias gubernamentales como OPIC de Estados Unidos, aunque con límites superiores).

Universidad de
San Andrés

5. Conclusiones

Argentina está inmerso en un programa macroeconómico basado en el equilibrio fiscal como eje central. El gobierno está tratando de amortizar deuda pública en términos reales, honrando los vencimientos normales e incluso rescatando deuda anticipadamente con los ingresos por privatizaciones (ver cuadro 13). A su vez, las privatizaciones constituyen el eje del programa de reforma estructural y requerirán un fuerte esfuerzo de inversión.

Esta conjunción de **estabilización e inversión** se da en un contexto donde la fuerte entrada de capitales (en su mayoría repatriación de residentes) está generando un bajo tipo de cambio real, comparado con otros períodos de la historia argentina (ver cuadro 10). Por primera vez desde la crisis de la deuda externa, el país tiene un déficit en la balanza comercial, lo que sumado a los servicios de la deuda pública externa genera un déficit en la cuenta corriente "oficial" del balance de pagos del orden del 5% del PBI.

Creemos que la mayor parte de las inversiones en sectores de infraestructura será financiada en primer lugar con utilidades retenidas, en proporciones no inferiores al 50%, dado el amplísimo margen en términos de ganancias potenciales por el paso de la ineficiencia pública a mayor eficiencia privada. Sin embargo, como ya fuera dicho en este documento con amplia variabilidad según el sector que se trate, ubicando en este tipo de financiamiento en primer lugar al sector de telecomunicaciones, a diferencia del sector eléctrico que tiene en distribución cash flow negativo en sus primeros tiempos. En segundo lugar ubicamos al "crédito externo", tanto por la insuficiencia, costo y plazos del "crédito interno" como por la disposición de inversores del exterior en financiar este tipo de proyectos. Desde ese punto de vista, **el sector privado argentino está inmerso en un proceso de endeudamiento para financiar inversiones a priori rentables.**

Sin embargo, desde la óptica macroeconómica debe tenerse en cuenta que la entrada de capitales está financiando un fuerte proceso de inversión en sectores productores de bienes no transables, que no producirán directamente divisas, al menos en el corto plazo. No está en discusión que las ventajas indirectas de mejoras en los sectores de infraestructura, mejor comunicación, transporte, puertos y hasta algún tipo de reducción tarifaria tiene implicancias positivas pero en más largo plazo. Pero este hecho aquí mencionado agrega un elemento adicional importante durante el período de transición. Por otra parte, es muy probable que este nivel de inversiones

financiado con crédito externo financie un nivel de actividad interna que impida una deflación de precios.

Muchos países que han enfrentado fuertes influjos de capitales han respondido con una **variedad de técnicas de manejo de la deuda externa**. Desde el punto de vista fiscal, las colocaciones de nuevos títulos externos es inferior a los vencimientos y el stock de deuda pública está cayendo. Pero Argentina no cuenta con instrumentos de control del endeudamiento privado. El movimiento de capitales está liberalizado completamente e incluso el carácter de economía bimonetaria prácticamente impide cualquier intento de control. La experiencia chilena de los 80 muestra la vulnerabilidad que puede tener una economía que tiene equilibrio fiscal y el sector privado está endeudado. Por esto, sumado al impacto macroeconómico nocivo en términos de tasa de inflación, en 1992 el Banco Central reguló la colocación de eurobonos del sector privado, limitándolos únicamente a empresas calificadas con "A", con monto mínimo de u\$s 50 M. y maduración promedio de cuatro años. Además, introdujo un encaje no remunerado del 20% (luego elevado al 30%) sobre todos los ingresos de capitales. A su vez, se relajaron las restricciones para que los fondos de pensión inviertan en bonos del exterior.

Por su parte, las calificadoras de riesgo con mayor reputación internacional siguen evaluando a los países (country risk) en función de una serie de indicadores del sector externo: deuda externa/exportaciones, saldo de la cuenta corriente/exportaciones, o en porcentaje del producto, etc. En este sentido, **Argentina muestra los peores indicadores en términos de exportaciones** (ver cuadros 11 y 12), aunque en términos de producto bruto los índices no son malos precisamente por la revaluación del PBI medido en dólares.

Puede darse entonces la paradoja de que préstamos otorgados a empresas solventes en la actual situación (como empresas de infraestructura) puedan empeorar su calificación y su capacidad de pago como consecuencia de dificultades que tiene el país en su sector externo. Como regla general, muy difícilmente se otorgue mejor calificación a una empresa que al país del cual es origen.

Finalmente, a manera de conclusión, permítasenos listar rápidamente los aspectos que a nuestro juicio condicionan en forma más crítica el escenario expuesto en este trabajo, en el sentido de que cambios de estos supuestos podrían implicar alteraciones significativas de los resultados:

1. Hemos supuesto que el gobierno mantiene una situación fiscal y monetaria controlada, en línea con el plan de estabilización puesto en marcha a partir de abril

de 1991. Ello implica una aproximación gradual de la tasa de inflación a pautas civilizadas y una persistente y continua reducción del riesgo argentino. Este proceso de transición puede resultar más o menos largo, pero claramente una alteración de este supuesto por la aparición de una crisis fiscal o shocks de la demanda de dinero podría involucrar escenarios completamente diferentes al expuesto.

2. De modo análogo, el contexto internacional se supone que continuará evolucionando en el sentido de una gradual recuperación del crecimiento en los países industriales y una continuación del crecimiento evidenciado por los países en desarrollo en 1992, el mantenimiento de una tendencia positiva al crecimiento del comercio mundial y el mantenimiento de las tasas de interés internacionales de corto y largo en niveles de orden de magnitud similares a los actuales.

3. Acompañando el proceso de re inserción de la Argentina en los mercados, el gobierno nacional deberá proceder a una prolija administración de su deuda externa, tanto en términos de amortización - reduciendo la vulnerabilidad del fisco y del país a shocks adversos- como de gestión del endeudamiento en términos de montos, oportunidad, monedas, tasas, plazos y condiciones. El desarrollo de una yield curve eficiente para el sector público tiene externalidades positivas considerables sobre el acceso del sector privado a los mercados. Por consiguiente, el gobierno deberá desarrollar en esta materia una severa disciplina, incluyendo la salida a los mercados en forma planeada y coordinada (aún cuando no registre necesidades de fondos inmediatas).

4. Empresas privatizadas y órganos regulatorios deberán desarrollar un track record de gestión, contribuyendo a crear la reputación necesaria a nivel de firma y de país. La estabilidad de las regulaciones es tan necesaria como la estabilidad del marco macroeconómico. Por otra parte, la gestión regulatoria deberá promover la eficiencia en el uso de los recursos empresariales: los márgenes de ineficiencia histórica del sector público (expuestos en el trabajo de FIEL sobre demanda de inversiones) permiten suponer que la mejora de gestión proveerá por sí fondos autogenerados en volúmenes importantes, pero esquemas regulatorios inapropiados (como el que podría resultar de una aplicación mecánica de la regulación mediante tasa de retorno establecida en varias industrias privatizadas) podrían ser un obstáculo para realizar estas mejoras de eficiencia. Asimismo, los órganos regulatorios deberán evitar el síndrome de "bien público" que suele rodear a las industrias privatizadas (como también a los grandes bancos domésticos vis a vis las autoridades supervisoras) y que deriva en regulaciones que responden endógenamente a los problemas financieros de las industrias reguladas.

5. La competitividad internacional de Argentina deberá ser una de las prioridades de la política económica tras la primera fase del programa de reforma económica. En este campo existen múltiples deberes pendientes: desde la reducción de los costos de los servicios de infraestructura mediante el aumento de la productividad generado por la gestión y el aumento del stock de capital, hasta la flexibilización de los mercados laborales, pasando por atacar las graves ineficiencias asociadas al colapso del sistema educativo, y la reducción o sustitución de impuestos distorsionantes.

6. La canalización del ahorro interno requerirá un considerable proceso de reformas y fine tuning por parte de las autoridades económicas, tanto en el sistema financiero (eliminando regulaciones anticompetitivas) como en el mercado de capitales. Así, por ejemplo, las políticas de administración de fondos de las AFJP deberán promover la diversificación eficiente de activos y evitar sesgos (por ejemplo hacia la tenencia de deuda pública) que podrían resultar distorsionantes.



Universidad de
San Andrés