

**Las políticas de financiamiento y el desarrollo económico.
Resultados de la implementación de la Línea de Crédito para Inversión
Productiva**

Tesis de la Maestría en Políticas Públicas de la Universidad Torcuato di Tella

Evelin Goldstein

Director: Lic. Matías Kulfas

Codirector: Dr. Guido Zack

Buenos Aires, 01 de marzo de 2014

Prólogo y agradecimientos

La motivación de escribir una tesis sobre la Línea de Crédito para Inversión Productiva surge de mi experiencia en el Banco Central colaborando en el análisis de la evolución de dicha política. En la práctica, esta medida permitió incrementar la cantidad de recursos prestables con condiciones favorables en términos de plazo y tasas, lo que incidió en la facilitación del acceso al crédito para las empresas y especialmente para aquellas de menor tamaño. Los resultados positivos de la ejecución de la línea de crédito impulsaron mi decisión de continuar profundizando el análisis de la misma e incorporar nuevos cuestionamientos sobre su funcionamiento y su impacto en el sistema financiero y en la inversión productiva.

Antes de comenzar, quiero agradecer a algunas personas que contribuyeron, directa o indirectamente, en la elaboración de este trabajo. En primer lugar, a Matías Kulfas, por sus atinados comentarios y sugerencias a mi tesis, pero también por brindarme la posibilidad de trabajar junto a él en diversas oportunidades, lo que ha sido determinante en mi formación como economista. En segunda instancia, a mi amigo Guido Zack, por ayudarme en el armado del modelo econométrico de la tesis y, más importante aún, por alentarme a finalizarla. También quiero agradecer a Fecho Iñíguez y a Flor de la Iglesia, con quienes compartí el año y medio que estuve trabajando en el Banco Central en temas vinculados con la ejecución de la Línea de Crédito para Inversión Productiva. Las discusiones que con ellos he tenido diariamente han sido fundamentales para el análisis de dicha política y, por tanto, para poder escribir este trabajo. Y a Maca Daverio, Ramiro Manzanal y Pablo Finkelstein, que también han sido compañeros en esa batalla, por enriquecer nuestros debates.

ÍNDICE

I.	Introducción.....	4
II.	Marco teórico: las políticas de financiamiento y el desarrollo económico	6
II.1.	Financiamiento y crecimiento económico. Aportes empíricos y teóricos	6
II.2.	Las políticas de financiamiento: de las fallas de mercado hacia la estrategia de desarrollo	9
III.	El Sistema Financiero Argentino. Rasgos estructurales y coyunturales	11
III.1.	La vinculación entre el crédito y el crecimiento económico en Argentina	12
III.2.	Morfología de los sistemas financieros en economías emergentes	14
III.3.	Evolución del crédito al sector privado en Argentina	18
III.4.	La asignación sectorial del crédito en los últimos años	21
III.5.	Las PyMEs y el financiamiento del desarrollo.....	24
IV.	Políticas de financiamiento de la inversión productiva en la Argentina. El caso de la LCIP.....	27
IV.1.	Fuentes de Financiamiento de la Inversión Productiva.....	28
IV.2.	La reforma de la Carta Orgánica del Banco Central	33
IV.3.	Marco normativo de la Línea de Crédito para Inversión Productiva	35
IV.4.	Resultados generales de la ejecución de la LCIP	37
IV.5.	Impacto de la LCIP sobre el sistema financiero.....	41
IV.6.	Los efectos de “adicionalidad” de la LCIP	44
IV.7.	La LCIP y la asignación sectorial del crédito.....	47
V.	Hacia una estrategia para diseñar las políticas de financiamiento para el desarrollo	49
VI.	Conclusiones.....	54

I. Introducción¹

Los efectos positivos del crédito al sector privado en el crecimiento económico de largo plazo fueron señalados en múltiples oportunidades (Levine, 1997; Schumpeter, 1912; King y Levine, 1993). En primer lugar, la intermediación financiera permite mejorar la asignación de recursos a las empresas y personas al suavizar la dotación de liquidez en el tiempo. En segunda instancia, el financiamiento facilita a las empresas la concreción de ampliaciones de envergadura en la capacidad instalada, especialmente cuando no cuentan con recursos propios suficientes. Y, por último, la disponibilidad de crédito fomenta el nacimiento de nuevas empresas tecnológicas, nuevos sectores más intensivos en conocimiento y la incorporación de innovaciones. En este sentido, el financiamiento se erige como una herramienta para fomentar el desarrollo económico (Cuattromo y Serino, 2010).

A pesar de las demostradas ventajas de la expansión del crédito², el rezago de los sistemas financieros de las economías emergentes constituye más un denominador común que un rasgo esporádico. Y la Argentina no es una excepción a la regla. El subdesarrollo de su sistema financiero se manifiesta en la escasa profundidad y complejidad, aunque también en la dificultad para dar al crédito una orientación específica en términos de sectores, plazos y segmentos empresariales.

En este contexto, las políticas de financiamiento productivo se consolidan como una herramienta clave para contribuir a la ampliación del sistema financiero y para mejorar la eficiencia en el direccionamiento del crédito.

En la Argentina, se implementan múltiples programas de financiamiento a empresas, entre las cuales se encuentra la Línea de Crédito para Inversión Productiva (LCIP), que fue lanzada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) a mediados de 2012. El objetivo de esta medida es ampliar la disponibilidad de recursos para el financiamiento de proyectos de inversión. La particularidad de la LCIP consiste, en primer lugar, en que se trata de una medida regulatoria, a través de la cual el BCRA

¹ A pesar de la relevancia de los comentarios de los directores, las opiniones y conclusiones aquí presentadas, son exclusiva responsabilidad del autor.

² Las ventajas de la expansión del crédito se producen cuando se parte de niveles moderados de intermediación financiera. Arcand et al. (2012) plantea un ejercicio empírico para demostrar que existe un nivel a partir del cual el crecimiento del crédito comienza a originar impactos negativos sobre la economía real. La conclusión del trabajo es que el endeudamiento deja de traccionar la actividad económica cuando el crédito al sector privado representa más del 100% del PBI

determina una meta de colocación de recursos para las principales entidades del sistema financiero. La segunda es que a través de la normativa se incluyen requisitos para los préstamos otorgados que involucran una estrategia de direccionamiento del financiamiento. Por un lado, se exige que la mitad del monto desembolsado se destine a empresas de menor tamaño y, por el otro, se definen las condiciones de financiamiento en cuanto a las tasas de interés y al plazo de amortización de los créditos.

El objetivo general de este trabajo es analizar la estrategia de financiamiento de la inversión productiva en la Argentina. El estudio de la LCIP constituye en el objetivo específico del mismo, considerando que su implementación generó un cambio de paradigma en el perfil de fondeo de la inversión productiva y en el papel del sector público en tanto regulador del canal del crédito.

El trabajo consta de seis capítulos. Luego de esta introducción, se comienza con el segundo capítulo, donde se presenta un breve marco teórico, vinculado con las políticas de financiamiento y el desarrollo económico. En la misma se reseña la literatura que existe sobre la relación entre la profundización financiera y el crecimiento económico y, en este aspecto, se consideran las diferentes visiones sobre el papel que debe cumplir el Estado en impulsar políticas de financiamiento productivo.

En el tercer capítulo, se analiza el sistema financiero argentino bajo distintas aristas. En primer lugar, se presenta un ejercicio econométrico para demostrar que la hipótesis de que la expansión del crédito incide en el crecimiento económico es válida para la Argentina. Posteriormente, se describen las principales características del sistema financiero argentino, atendiendo a la profundidad y complejidad del mismo, a la asignación sectorial del crédito y al lugar que ocupan las PyMEs como demandantes de financiamiento productivo.

En el cuarto capítulo, se estudia la estrategia de implementación de políticas de financiamiento de la inversión productiva en Argentina. Para ello, se inicia con la conformación de un mapa con las principales políticas de intervención y con las instituciones involucradas en la tarea de ejecución de las mismas. Luego, se procede a analizar la LCIP, lo que incluye la revisión del marco normativo que sustenta la aplicación de la línea y una breve descripción de la reforma de la Carta Orgánica (CO) del BCRA, dado que la nueva norma fue lo que posibilitó el lanzamiento de la medida. Seguidamente, se presentan los resultados generales de la ejecución de la LCIP y se muestran algunos efectos de la misma en el sector real y financiero. Por último, se

indaga acerca del aporte de la LCIP en la incorporación de mejoras de accesibilidad al sistema financiero para las PyMEs y en la flexibilización de la asignación sectorial del crédito.

A partir del análisis estructural y coyuntural del sistema financiero argentino y de señalar las ventajas y desventajas de las políticas de financiamiento de la inversión en Argentina, se establecen algunos lineamientos de política generales que podrían considerarse para mejorar la estrategia de financiamiento productivo para proveer herramientas que contribuyan a sustentar un proceso de crecimiento económico sustentable en el tiempo. Y por último, en las conclusiones, se sintetizarán los principales temas revisados a lo largo del trabajo.

II. Marco teórico: las políticas de financiamiento y el desarrollo económico

En este capítulo se presentará brevemente una reseña de las teorías sobre la incidencia de las políticas de financiamiento en el desarrollo económico. En la primera sección se realizará una revisión de las diferentes visiones acerca de la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico y, en la segunda, se agruparán las corrientes de pensamiento que surgieron en el último tiempo en función de la lectura que tienen sobre el funcionamiento de la economía en general y del sistema financiero en particular y, en este contexto, sobre el papel de las políticas de financiamiento en el desarrollo económico.

II.1. Financiamiento y crecimiento económico. Aportes empíricos y teóricos

La relación entre financiamiento y desarrollo económico es un tema de debate entre los referentes teóricos desde hace varias décadas. Si bien existe cierto consenso acerca de que la profundidad financiera y el crecimiento económico presentan una correlación positiva, hay discrepancias sobre cuál es la dirección de causalidad. Por un lado, se encuentra la corriente de pensamiento que sostiene que es posible estimular la actividad económica a través del impulso exógeno del crédito; y por el otro, aquella que señala que es el crecimiento económico el que genera una expansión del sistema financiero.

Mientras que en el primer caso la causalidad va desde las finanzas a la economía real, en el segundo se presume lo contrario.

Uno de los primeros economistas que señaló que el financiamiento incide en el avance de la economía fue Schumpeter (1912, pp. 58-74). La idea que subyace a su razonamiento es que la mayor disponibilidad de recursos crediticios permite a las empresas introducir innovaciones tecnológicas que mejoran su productividad. Posteriormente, Robinson (1952) forjó una posición opuesta, al plantear que la profundización del sistema financiero es una consecuencia y no una causa del crecimiento: la expansión de la actividad genera un aumento de la demanda de crédito y el sistema financiero responde proveyendo recursos³.

La discusión sobre la dirección de causalidad aún no ha sido zanjada. Sin embargo, también puede plantearse que no hay una solución a este dilema y que en realidad, el crecimiento y el financiamiento tienen una vinculación de carácter bi-direccional. En este sentido, es válido que las políticas de expansión crediticia son efectivas para impulsar la actividad económica pero también que en un contexto de crecimiento es factible que aumente el financiamiento al sector privado.

Más allá de eso, no existen dudas que la profundización financiera y el crecimiento económico se vinculan positivamente. La acumulación de trabajos que corrobora esta afirmación, deja poco margen para pensar lo contrario, especialmente si se tiene en cuenta que las mismas se basan en diferentes metodologías y que emplean datos de un amplio abanico de países⁴.

King y Levine (1993) demuestran, a partir de un modelo de corte transversal con información de 80 países en desarrollo y desarrollados, que la consolidación de los intermediarios financieros y de los mercados impulsa el crecimiento. También se destaca el estudio de Beck, Levine y Loayza (2000) que analiza la vinculación entre el sistema financiero y el crecimiento económico, atendiendo a típica discrepancia entre los teóricos acerca de los determinantes del desarrollo. Para ello, estudian la vinculación entre el sistema financiero y la tasa de ahorro privado, la acumulación de capital y la

³ Otros economistas que escribieron teorías sobre crecimiento económico simplemente despreciaron la relación entre crédito y actividad económica (Lucas, 1988).

⁴ Nuevamente, esto depende de cuál sea el grado de profundidad financiera inicial. En aquéllos países con una relación entre crédito y PBI muy elevada, la expansión del crédito puede no generar efectos positivos (no es el caso de los países de América Latina).

productividad⁵, arribando a la conclusión de que la intermediación financiera ejerce un impacto positivo sobre el crecimiento económico a través del incremento de la productividad.

Por otra parte, pueden encontrarse investigaciones con información a nivel de firmas e industrias. Beck, Demirguc-Kunt y Maksimovic (2005) utilizan datos a nivel empresa para probar que el desarrollo financiero facilita la superación de obstáculos de crecimiento y además agregan que este efecto es particularmente relevante para las firmas de menor tamaño. Similarmente, Beck, Demirguc-Kunt, Laeven y Levine (2004) destacan que las industrias con mayor presencia de empresas pequeñas crecen más rápido en economías con mayor desarrollo financiero.

Al debate sobre los efectos de la expansión del crédito en el desarrollo económico, se adiciona la discusión acerca de las bondades de los sistemas financieros basados en bancos versus aquellos donde predomina el mercado de capitales. Las últimas investigaciones sobre la temática sugieren, por un lado, que no existe una receta única sobre la composición ideal del sistema financiero (Levine, 2002). Y, por otro lado, que la combinación óptima bancos-mercados se va modificando al compás del avance de las economías (Allen y Gale, 2000; Colin Xu, 2012). Esto implica que los requerimientos financieros del sector privado en cierta etapa de progreso de una economía, diferirán de aquéllos que se necesiten en la misma economía pero en otra fase de su desarrollo.

Esta concepción dinámica de la morfología del sistema financiero reconoce la existencia de cierta relación entre el sector económico y el tipo de fondeo utilizado. De hecho, la evidencia muestra que las actividades que producen bienes tangibles suelen financiarse a través de crédito bancario, mientras que aquéllas intensivas en capital humano o que producen bienes intangibles es más factible que recurran al mercado de capitales. Por lo tanto, los cambios en la estructura productiva que ocurren con el pasaje de una etapa de desarrollo a otra, conllevan modificaciones en la demanda de servicios financieros.

Por otra parte, las transformaciones en la estructura productiva también impulsan alteraciones en el perfil del empresariado, factor que también influye en el tipo de fondeo empleado en la economía. Las PyMEs típicamente utilizan el financiamiento bancario, ya que los costos fijos de iniciar emisiones de deuda generan que no les sea

⁵ En el trabajo utilizan el método de variables instrumentales “cross-country” para extraer el componente exógeno del desarrollo de la intermediación financiera y una nueva técnica de panel para controlar los sesgos asociados a la simultaneidad de efectos específicos no observados de los países.

conveniente recurrir al mercado de capitales; en tanto, para las grandes empresas puede ser más económica la emisión de bonos o acciones.

En síntesis, dado que el proceso de desarrollo acarrea modificaciones en las actividades económicas predominantes así como en el perfil de empresas que predominan en ellas, también se generan cambios en la demanda de servicios financieros. Bajo esta perspectiva, por tanto, la importancia relativa del financiamiento bancario *vis-a-vis* el fondeo mediante mercado de capitales puede influir en el desarrollo económico de los países, toda vez que la infraestructura financiera debe ser aquella que pueda responder a las potenciales demandas del sector productivo.

II.2. Las políticas de financiamiento: de las fallas de mercado hacia la estrategia de desarrollo

Transcurrido más de un siglo desde que se inició la discusión sobre financiamiento y crecimiento económico, los trabajos que han sido escritos sobre la temática abundan (Schumpeter, 1912; Levine, 1997; King y Levine, 1993). Las múltiples teorías que surgieron podrían sintetizarse en tres enfoques (Studart, 2005; Allami y Cibilis, 2011): 1) el enfoque convencional; 2) el enfoque de fallas de mercado; y 3) el enfoque estructuralista⁶. Las principales diferencias entre ellos radican en la forma de comprensión del funcionamiento general de la economía y del camino a través del cual el financiamiento incide sobre el desarrollo; la lectura que hacen de los problemas que enfrentan las empresas para acceder al crédito y cuáles son las consecuencias a nivel micro y macroeconómico; y, en ese contexto, cuál es el papel que debe cumplir el Estado.

El primer enfoque se basa en los modelos neoclásicos que suponen que los mercados son eficientes en la asignación de recursos financieros. Considerando que los mercados reflejan correctamente los precios, no existen problemas de insuficiencia de información ni escasez de financiamiento. Por tanto, la razón de que los proyectos de inversión no sean financiados se debe a que su rentabilidad es inferior a la pretendida por los inversores. Asimismo, en el modelo convencional las instituciones financieras constituyen meros intermediarios entre ahorristas e inversores, por lo que no se reconoce su influencia en la selección de beneficiarios, ni en el volumen y destino de los

⁶ Se inició con las teorías schumpeterianas de crecimiento económico y, posteriormente, coincide con la corriente teórica estructuralista. Tal vez podría denominarse “no tradicional”.

créditos. Esta concepción sostiene que la función del Estado se reduce a garantizar el funcionamiento de los mercados, por lo cual la introducción de políticas regulatorias sobre el canal del crédito conduce a generar fallas de intermediación y hasta ser la causa del subdesarrollo de los mercados financieros. Un trabajo que es referencia de este enfoque es el de Shaw y McKinnon (1973) que estudia la vinculación entre financiamiento y crecimiento económico y que, si bien plantea que el subdesarrollo financiero es dañino para la actividad económica, atribuye este problema a las políticas erróneas de regulación de tasas de interés y de crédito selectivo (Studart, 2005; Allami y Cibilis, 2011).

El segundo enfoque tiene su origen en los modelos convencionales, aunque deja caer algunos de sus supuestos. En Stiglitz (1993) y Stiglitz y Weiss (1981) se demuestra que los mercados no son mecanismos eficientes para la asignación de recursos porque en ocasiones se generan “fallas de mercado”. En lo que concierne al sistema financiero, la presencia de asimetrías de información dificulta a los bancos la evaluación de riesgo, sin poder discernir entre “buenos” y “malos” proyectos. La consecuencia de esta falla de mercado es que pueden producirse problemas de selección adversa o de riesgo moral. Si el banco decide aumentar la tasa de interés para cubrirse de la selección de un proyecto “malo”, puede ahuyentar a los deudores “buenos” o incentivar a los emprendedores a volcarse a proyectos más rentables pero también más riesgosos. Ante esa situación, las instituciones financieras pueden preferir no incrementar la tasa de interés pero dejarán un exceso de demanda de crédito. En ambos casos, el resultado de las asimetrías de información es un racionamiento de crédito vía cantidad o vía precio (Elosegui *et. al*, 2006).

Bajo esta perspectiva, el Estado debe intervenir en la economía para corregir las fallas de mercado, tanto por su impacto a nivel microeconómico como macroeconómico. Respecto al primer punto, cabe señalar que las restricciones de financiamiento inciden sobre el funcionamiento operacional de las firmas, acentuando las dificultades de acceso al crédito a las empresas más vulnerables, como aquéllas de menor tamaño; y con respecto al segundo punto, debe aclararse que el racionamiento de crédito afecta las decisiones de inversión de las empresas, lo que puede obstaculizar el desarrollo de las economías.

Por último, el enfoque “moderno” incluye diferentes teorías que abogan por la intervención estatal no solo para solucionar fallas de mercado sino también para

impulsar el desarrollo económico. Más allá de las divergencias metodológicas, existe un amplio consenso en que el crecimiento económico debe ser un proceso continuo de innovación tecnológica, *upgrading* industrial y transformación de la estructura productiva. En un contexto en el que los mercados no son eficientes, es deseable la intervención del gobierno para que cumpla un rol activo en la facilitación del proceso de desarrollo, por razones de provisión de información, coordinación y externalidades (Schumpeter, 1912; Lin y Monga, 2010; Stiglitz *et al.*, 2013).

Este enfoque, vinculado con las corrientes de pensamiento estructuralistas, sostiene que las recetas neoclásicas, basadas en evitar la intervención estatal, no conducen a generar una diversificación de la matriz productiva. Tampoco provee una respuesta idónea el enfoque de fallas de mercado. La recomendación de implementar políticas de financiamiento cuando el mecanismo de mercado no funciona correctamente resulta insuficiente cuando el objetivo es impulsar el desarrollo económico. Por el contrario, la mirada estructuralista parte del supuesto contrario al neoclásico: generar las “distorsiones” que permitan moldear una nueva estructura productiva, diversificar la producción y crear nuevos mercados (no es razonable hablar de fallas de mercados cuando, en muchos casos, esos mercados no existen o son muy débiles y precarios). En tal sentido, el financiamiento puede constituir una herramienta potente para facilitar el cumplimiento de alguno de estos objetivos.

El enfoque “no tradicional”, por tanto, puede considerarse como superador del segundo, al incluir entre los objetivos de intervención estatal no solo la atenuación de las fallas de mercado sino también el impulso al desarrollo económico. A partir del mismo, es posible comprender la problemática del subdesarrollo de los sistemas financieros de las economías emergentes y diseñar una estrategia de políticas públicas para materializar las ventajas del financiamiento en el crecimiento económico de largo plazo.

III. El Sistema Financiero Argentino. Rasgos estructurales y coyunturales

En el capítulo anterior fue revisada la literatura sobre la vinculación entre financiamiento y desarrollo económico. Si bien existen diferencias entre los teóricos respecto a la dirección de causalidad, la mayoría sostiene que la profundidad financiera tiene efectos positivos en el crecimiento económico de los países. Tal como se

demostrará a continuación a partir de un ejercicio econométrico, la incidencia del crédito en el crecimiento económico se corrobora también para el caso de la Argentina.

En este contexto, las políticas de financiamiento adquieren relevancia como herramienta para fomentar el crecimiento, teniendo en consideración los rasgos inherentes al sistema financiero argentino (SFA). La escasa profundidad y complejidad, la fuerte orientación a los préstamos de corto plazo y las rigideces en la asignación del crédito en términos de sectores y segmentos de empresas son las características más salientes del SFA que invitan a pensar que existe margen para que las políticas de financiamiento generen un efecto positivo sobre el desarrollo económico.

Al margen de las dificultades para dar al financiamiento una orientación específica, no debe pasarse por alto que el SFA no solo es pequeño en términos de créditos sino también del ahorro. El reducido monto de los depósitos bancarios y la escasa utilización de otras fuentes de fondeo, determinan, en buena medida, la falta de dinamismo del crédito.

III.1. La vinculación entre el crédito y el crecimiento económico en Argentina

De forma de corroborar la afirmación del párrafo anterior, se realiza un ejercicio econométrico que relaciona el crédito al sector privado y el Producto Bruto Interno (PBI). Como puede observarse en el cuadro A.1 del anexo I, en donde se realizaron los contrastes de raíces unitarias a través del test de Dickey-Fuller (1981), ambas variables son no estacionarias y, por tanto, pueden estar relacionadas no solo en el corto plazo sino también en el largo plazo. De esta forma, se hace uso de un modelo de corrección de error, que consiste en estimar una ecuación de largo plazo del tipo (1), donde se relacionan los niveles de las variables (en logaritmos), y una ecuación del tipo (2), que muestra la relación dinámica de corto plazo entre la tasa de variación del PBI en función del crédito al sector privado. De forma de hacer el modelo compatible con la relación de cointegración entre las dos variables, en la ecuación de corto plazo se introduce además el factor de corrección de error, que es el residuo de la ecuación de largo plazo retardado un período.

Ecuación de largo plazo:

$$\ln PBI_t = \alpha_{lp} + \beta_{lp} \ln Cred_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Ecuación de corto plazo:

$$\Delta \ln PBI_t = \alpha_{cp} + \beta_{cp} \Delta \ln Cred_t + \delta \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

donde PBI es el producto interno bruto; Cred es el crédito al sector privado; β es la elasticidad del producto en relación con el crédito; δ es el factor de corrección de error; Δ es el operador de primeras diferencias; y ln es el logaritmo neperiano.

Las estimaciones econométricas (Cuadro 1) indican que en la Argentina el crédito incide en el avance de la actividad económica, tanto en el largo como en el corto plazo. La ecuación de largo plazo (1) muestra que por cada punto porcentual que se incrementa el crédito, el PBI hace lo propio en 0,84%. En esta ecuación se incluyó una variable dicotómica, que toma valores cero para los datos hasta 2001 inclusive y uno para los datos a partir de 2002. La introducción de esta variable se realizó para dar cuenta del cambio estructural surgido luego de la salida del régimen de Convertibilidad. Por su parte, la ecuación en diferencias evidencia que el efecto de la variación del crédito en el PBI en el corto plazo es mayor en comparación al largo, ya que la elasticidad estimada es de 1,21. En esta ecuación también puede verse que el factor de corrección de error es significativo, corroborando la relación de cointegración entre las variables. En particular, este factor informa que en cada momento se corrige el 46,5% del desvío del período anterior. En el cuadro A.1 del anexo I también se exhibe el estadístico para el contraste de raíz unitaria para el residuo de la ecuación de largo plazo, el cual rechaza la hipótesis nula de raíz unitaria, lo que significa que se lo puede considerar estacionario.

En síntesis, este modelo econométrico corrobora la idea de que en la Argentina la expansión del financiamiento incide en el crecimiento económico, efecto que es más significativo en el corto que en el largo plazo. Asimismo, los resultados sugieren que existe una cointegración entre las variables, lo que significa que hay en un contexto de avance de la actividad, el crédito también tiende a incrementarse. Esto no invalida la conclusión anterior de que las políticas de financiamiento sean una herramienta útil para fomentar el crecimiento económico.

Cuadro 1. Efecto del crédito en el crecimiento económico. Corto y largo plazo.

Dependent Variable: LOG(PIB)
Method: Least Squares
Sample: 1993Q1 2013Q2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(CRED)	0.841977	0.025512	3.300.377	0.0000
DCONV	0.599357	0.033538	1.787.119	0.0000
C	3.309.311	0.279698	1.183.173	0.0000
R-squared	0.970641	Mean dependent var	1.315.221	
Adjusted R-squared	0.969898	S.D. dependent var	0.757492	
S.E. of regression	0.131424	Akaike info criterion	-1.184.870	
Sum squared resid	1.364.519	Schwarz criterion	-1.096.819	
Log likelihood	5.157.965	Hannan-Quinn criter.	-1.149.519	
F-statistic	1.305.922	Durbin-Watson stat	1.759795	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: DLOG(PIB)
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 1993Q2 2013Q2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(CRED)	1.213.586	0.157570	7.701.868	0.0000
E(-1)	-0.464689	0.065954	-7.045.656	0.0000
R-squared	0.438503	Mean dependent var	0.032289	
Adjusted R-squared	0.431395	S.D. dependent var	0.093879	
S.E. of regression	0.070790	Akaike info criterion	-2.433.814	
Sum squared resid	0.395888	Schwarz criterion	-2.374.691	
Log likelihood	1.005.694	Hannan-Quinn criter.	-2.410.093	
Durbin-Watson stat	2.160.717			

III.2. Morfología de los sistemas financieros en economías emergentes

Los sistemas financieros presentan una gran heterogeneidad entre países en cuanto a su composición, profundidad, integración, eficiencia y dinamismo. La fisonomía que adquieren los sistemas financieros depende de múltiples factores, tales como el grado de desarrollo económico, la estructura productiva y la configuración empresarial. También pueden incidir en la morfología de la intermediación financiera el esquema macroeconómico, el surgimiento de nuevas instituciones, la vigencia de diferentes programas de fomento, el marco regulatorio y las políticas económicas (Beltrani y Cuattromo, 2012).

Cuadro 2. Indicadores de profundidad del sistema financiero. Promedio 2003-2013.

Región	Crédito interno al sector privado (en % del PBI)	Capitalización en el mercado de las compañías cotizantes (en % del PBI)
América Latina y el Caribe	32,8	42,0
Asia oriental y el Pacífico	106,7	69,2
Unión Europea	126,4	68,1
América del Norte	195,2	122,1
Miembros OCDE	155,6	92,1
Oriente Medio y Norte de África	30,5	31,6
África al sur del Sahara	62,9	105,8

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

En términos generales, los sistemas financieros de los países emergentes muestran un mayor rezago respecto de aquellos de países desarrollados, que se manifiesta en diversos aspectos: 1) escasa profundidad y complejidad; 2) alta concentración del crédito en términos de deudores y sectores económicos; 3) cierta rigidez en la asignación sectorial del financiamiento; y 4) baja eficiencia del proceso de intermediación, que se observa en el amplio *spread* de tasas de interés y en los elevados gastos operativos (Jeanneau, 2007).

El subdesarrollo de los sistemas financieros en América Latina, sin embargo, es aún más acentuado que los de otras economías emergentes. En primer lugar, los sistemas financieros latinoamericanos se destacan por su escasa profundidad. Con una participación del crédito al sector privado en el PBI de casi 33%, América Latina se sitúa muy por detrás de la Unión Europea, los países miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), América del Norte y la zona de Asia oriental y el Pacífico (ver Cuadro 2).

En segunda instancia, los sistemas financieros de la región presentan una falta de complejidad en la generación y captación de financiamiento. Si bien en los últimos años se registró cierta expansión de los mercados de capitales, en la mayoría de los países continúan siendo poco significativos como fuente de financiamiento de la inversión productiva. En consecuencia, los mercados financieros terminan siendo dominados por bancos comerciales, los cuales se fondean esencialmente a través de la captación de depósitos, perjudicando la extensión de créditos a largo plazo. Una muestra del subdesarrollo del mercado de capitales en América Latina es que la capitalización de las empresas cotizantes representa solo el 40% del PBI, mientras la Unión Europea y Asia Oriental registran porcentajes que lo superan en más de 20 p.p y América del Norte, por su parte, presenta un indicador por encima del 100% (Jiménez y Manuelito, 2011).

Sin embargo, el SFA presenta indicios de encontrarse aún más rezagado que otros sistemas financieros de América Latina. Por un lado, es el de menor profundidad de la región: mientras que en Argentina el crédito al sector privado representa el 17% del Producto Bruto Interno (PBI), la mitad del promedio de la región, en Colombia y Paraguay significa alrededor de 40%; en Brasil, el 60%; y en Chile, cerca del 70% (ver Cuadro 3). Y por otro lado, la estructura financiera es la de menor complejidad. Un indicador que puede ilustrarlo es la capitalización del mercado de capitales en el PBI: en

Argentina es el 11% cuando en los países vecinos, como Brasil y Perú, supera el 50%, y en Chile está por encima del 100%.

Cuadro 3. Indicadores del sistema financiero de países de América Latina. En %.

País	ROA (1)	ROE (2)	Ratio de liquidez (3)	Ratio de irregularidad (4)	Crédito bancario / depósitos	Capitalización de mercado / PBI	Crédito al s. priv. / PBI
Argentina	4,1	35,8	27,7	1,9	77,8	11,8	16,5
Brasil	1,4	13,9	11,9	3,2	115,7	58,3	61,3
Chile	1,3	15,6	13,2	2,2	162,2	126,2	70,4
Colombia	2,9	19,9	8,9	2,9	167,9	62,8	44,5
Ecuador	2,0	14,9	22,1	3,2	93,7	7,1	28,3
Paraguay	2,8	26,8	42,7	2,4	150,3	1,9	37,6
Perú	2,0	20,3	29,2	3,5	89,3	51,8	26,4

(1) Rentabilidad / activos

(2) Rentabilidad / Patrimonio neto

(3) Activos líquidos / activos totales

(4) Cartera irregular / total

Fuente: FMI (Financial Soundness Indicator) y Banco Mundial (Financial Development and Structure Dataset y Databank).

Nota: la información es la última disponible: Argentina, Brasil y Perú, II trimestre de 2013; Chile, enero de 2013, Colombia, agosto de 2013; Ecuador, diciembre de 2011; y Paraguay, junio de 2013.

El subdesarrollo del mercado de capitales, por tanto, determina que el crédito bancario sea predominante en la estructura del SFA. Uno de los factores que explica la preponderancia del financiamiento bancario es la composición de la estructura productiva. La presencia de actividades intensivas en trabajo, en las que intervienen mayoritariamente empresas de menor tamaño, influye en que la demanda de servicios financieros se concentre en el crédito bancario, debido al menor costo que implica para las PyMEs en relación a la emisión de deuda en el mercado de capitales. Y por otro lado, considerando que las asimetrías de información se acentúan en el caso de las PyMEs, las entidades bancarias se establecen como una mejor alternativa frente al mercado de capitales para la provisión de fondeo, dado que pueden enfrentar estas dificultades entablando vinculaciones de largo plazo con sus clientes (Colin Xu, 2012).

Si bien es deseable que el mercado de capitales gane espacio como fuente de fondeo de la inversión productiva, esto no constituye un problema en sí mismo; en cambio, el inconveniente radica en que esta falencia no es compensada con un mayor volumen de financiamiento bancario. La poca profundidad del crédito es una característica estructural del SFA, presente en al menos los últimos 15 años, por lo cual no se asocia a problemas de liquidez ni de solvencia, como puede demostrarse a partir de una serie de indicadores del sistema financiero. La última información disponible arroja que el ratio

de liquidez del SFA se encuentra en línea con el de otros países de la región al igual que la integración de capital. Asimismo, la rentabilidad del SFA se ubica muy por encima a la de otras economías de la región, lo que muestra la solidez del conjunto de entidades financieras. Otro factor importante que refleja la solvencia del SFA es el reducido nivel de mora: con solo el 1,9% de la cartera de créditos al sector privado, la Argentina presenta el valor más bajo de Latinoamérica (ver Cuadro 3).

Una de las causas que suelen esgrimirse para explicar el reducido volumen de crédito es la existencia de asimetrías de información, las cuales se acentúan en las economías emergentes. Las asimetrías de información afectan al canal de intermediación, al dificultar el análisis de los proyectos. La consecuencia de ello son las restricciones al financiamiento, que se traducen en una mayor tasa de interés, un menor plazo de amortización y/o en una menor canalización de recursos (Bebczuk y Garegnani, 2007).

En este contexto, las entidades bancarias tienden a tomar una actitud conservadora para la selección de proyectos. En primer lugar, prefieren mantener su cartera de clientes en vez de incorporar nuevas empresas, esencialmente por el costo adicional de la evaluación de riesgo. En segunda instancia, presentan una mayor reticencia a otorgar préstamos a PyMEs que a empresas grandes, debido a la concepción acerca del mayor riesgo inherente a los proyectos de las empresas de menor tamaño. Lo mismo ocurre para el financiamiento de emprendimientos nuevos y en particular para aquéllos vinculados con la introducción de nuevos procesos y/o productos. Y en tercer lugar, suelen mantener la composición sectorial de su cartera de crédito a lo largo del tiempo, por lo que el financiamiento termina contribuyendo a la reproducción de la estructura productiva existente en vez de ser un disparador para el crecimiento de nuevas actividades que impliquen un aporte al desarrollo económico (Kulfas, 2009; Bebczuk y Sangiácomo, 2008; Ascúa, 2008)

Otra de las características de la intermediación financiera en Argentina es la relevancia de los préstamos a corto plazo. Por un lado, esto se debe a la amplia utilización de los depósitos como mecanismo de fondeo de los bancos (más aún cuando las cuentas a la vista son significativas en el total de depósitos); y por el otro, a que los bancos son reacios a otorgar préstamos con plazos de amortización extensos, especialmente en el caso de las PyMEs (Bebczuk, 2010). En este contexto, no es casual que los préstamos al consumo representen una porción significativa de la cartera de créditos, al involucrar

una rentabilidad relativa mayor y un plazo de amortización menor, erigiéndose como una alternativa atractiva para los bancos frente a los préstamos para inversión.

En vistas de las dificultades para acceder al financiamiento y de las elevadas tasas de interés, muchas las empresas optan por financiar la inversión con fondos propios, aun cuando no son indiferentes frente a la elección entre fuentes internas y la utilización de fondos de terceros. Si bien la difusión del autofinanciamiento como mecanismo para la realización de inversiones no es un problema en sí mismo, puede coartar la expansión económica al obstaculizar la realización de proyectos de inversión en aquellas empresas que no cuenten con recursos propios suficientes (Bebczuk y Garegnani, 2007; Fazzari, Hubbard y Peterson, 1988).

III.3. Evolución del crédito al sector privado en Argentina

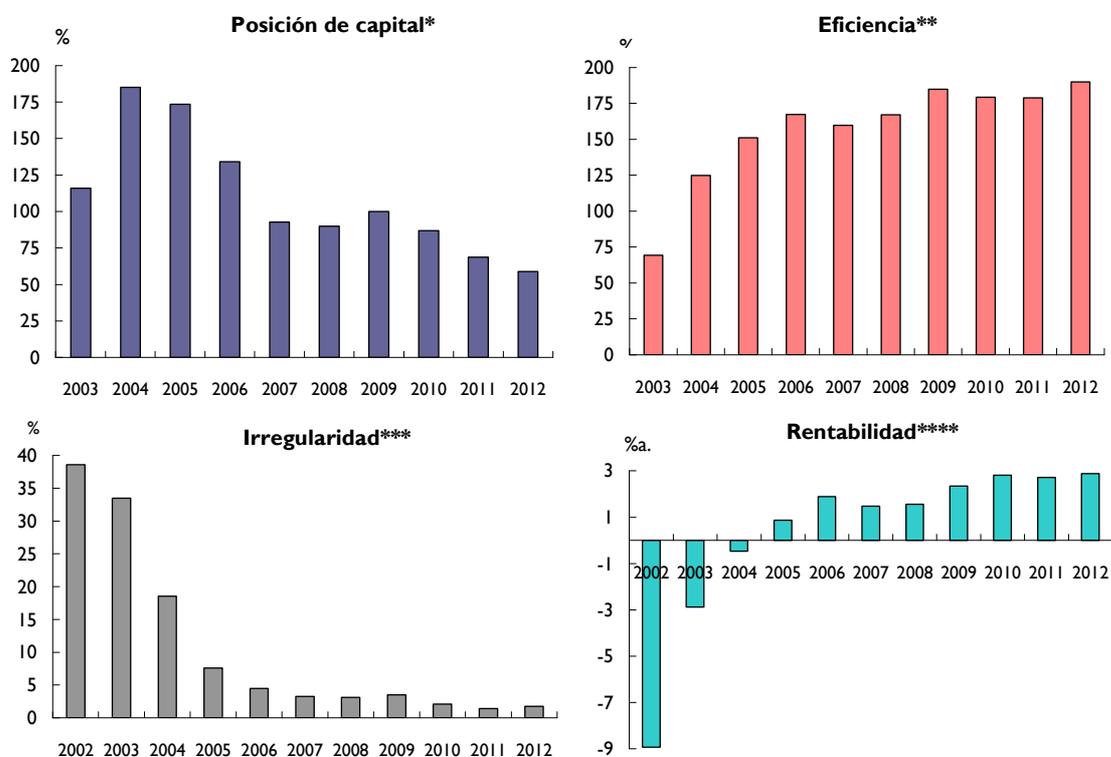
La falta de dinamismo del financiamiento en Argentina que se observa actualmente no es una cuestión novedosa, sino que se evidencia desde hace varios años. Durante la década del '90, en el marco de una tendencia mundial de expansión de los agregados monetarios, el crédito al sector privado se incrementó hasta alcanzar su valor máximo de 24% del PBI en 1998. En ese momento, se inició un período de recesión económica que desembocó en una profunda crisis financiera, provocando la contracción del crédito al sector privado en 14 p.p. del producto en solo 5 años, en el marco de importantes desequilibrios financieros, altos niveles de morosidad, pérdidas de rentabilidad, disminuciones de liquidez y fuga de depósitos (ver Gráfico 1).

En el año 2003 el sistema financiero empieza a experimentar signos de saneamiento y, desde entonces, los indicadores continuaron evolucionando favorablemente. En primer lugar, la irregularidad de la cartera de créditos al sector privado se redujo 5 p.p. entre diciembre de 2002 y 2003, al pasar de 38,5% a 33,5% (ver Gráfico 1). La morosidad continuó descendiendo hasta alcanzar a 1,8% en septiembre de 2013, el ratio de irregularidad más bajo de los últimos 10 años. En segunda instancia, se evidenció una recomposición de la liquidez del SFA: mientras que los activos líquidos representaban el 22,8% de los depósitos al cierre de 2002, al año siguiente superaron el 29%. Posteriormente, el ratio de liquidez presentó algunas oscilaciones, hasta llegar a casi el 25% en septiembre de 2013. Y en tercer lugar, la rentabilidad del SFA evolucionó muy

favorablemente al dejar atrás los resultados negativos registrados en 2002 y lograr que alcancen al 3% de los activos (ROA) y al 26% del patrimonio neto (ROE) en septiembre de 2013 (BCRA, 2012)⁷.

El mejoramiento de la salud del SFA regresa de la mano de la recuperación de la economía y, con ello, reaparece el crédito al sector privado: mientras que en 2003 representaba el 10% del PBI, para el 2007 ya había alcanzado al 12,5% y hacia fines de 2012 rozó el 17% (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Indicadores de solidez del Sistema Financiero Argentino.



Fuente: BCRA (2012). Datos del anexo del Informe sobre Bancos de Diciembre de 2012.

* $(\text{Integración de capital} - \text{Exigencia de capital}) / \text{Exigencia de capital}$. Incluye franquicias.

** $(\text{Margen financiero (Resultado por intereses} + \text{Ajustes CER y CVS} + \text{Resultado por títulos valores} + \text{Diferencias de cotización} + \text{Otros resultados financieros}) + \text{Resultados por servicios}) / \text{Gastos de administración acumulado anual}$.

*** $\text{Crédito irregular} / \text{Total}$ - datos a diciembre de cada año.

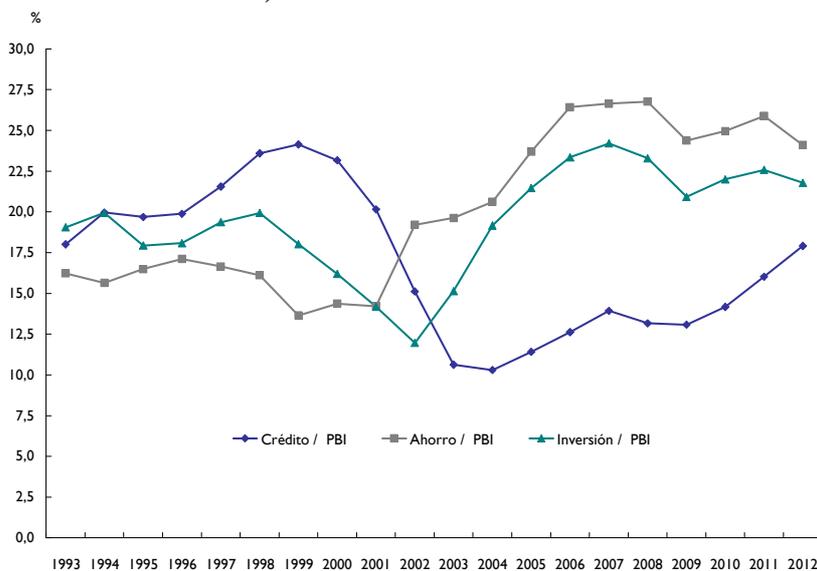
**** $\text{Resultado total} / \text{activo neteado}$ - datos anualizados.

A partir de ese momento, el crédito mostró un dinamismo significativo aunque el crecimiento siempre estuvo por debajo al registrado por la inversión, incluso en el

⁷ Información del anexo del Informe sobre Bancos de septiembre de 2013.

período de mayor crecimiento económico de la Argentina. Al respecto, se observa que entre 2003 y 2007 la economía mostró una expansión promedio del 8% anual y la inversión pasó del 15% del producto a casi 24%; en tanto, el crédito solo aumentó 3 p.p. del PBI en ese período (ver Gráfico 2).

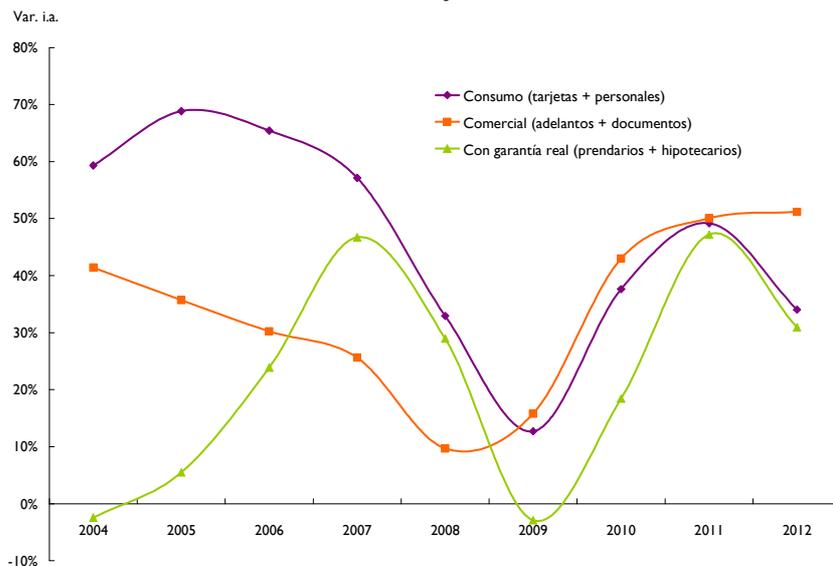
Gráfico 2. Crédito, Ahorro e Inversión en % del PBI.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y del Mecon.

Estas cifras dejan entrever la poca relevancia del crédito en el fondeo de la inversión productiva. Otro factor que refuerza esta hipótesis es que gran parte de la expansión del financiamiento se concentró en los créditos al consumo y, entre los préstamos a empresas, en aquéllos de corto plazo (ver Gráfico 3). En consecuencia, las firmas parecen haber descansado en los recursos propios para el apalancamiento de las inversiones, lo que fue posible gracias a la mayor holgura en los márgenes de ganancias en ese período, al menos en los primeros años, en el marco de la devaluación y de la lenta recuperación de los costos (Tavosnanska, 2010; Kulfas 2009).

Solo desde mediados de 2012, se produce una profundización del crédito productivo. Tal como se analizará más adelante, la implementación de la Línea de Crédito para Inversión Productiva (LCIP), impulsada por el Banco Central, implicó un punto de quiebre en la evolución de la intermediación financiera al permitir atenuar significativamente las restricciones de financiamiento a las empresas y ofrecerles préstamos a largo plazo para inversiones.

Gráfico 3. Créditos al consumo y comerciales. Variación interanual.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Mecon.

III.4. La asignación sectorial del crédito en los últimos años

Además de la escasa profundidad y complejidad del SFA, existen otros factores que obstaculizan la materialización de las ventajas del financiamiento como vehículo para fomentar el desarrollo económico, como es la rigidez de la cartera de crédito de los bancos y la ausencia de medidas para otorgar a los préstamos una orientación específica.

La estabilidad de la composición del crédito bancario invita a pensar que la expansión del financiamiento no siempre ha ido al compás de la evolución de los sectores económicos. Esto significa, por un lado, que el crecimiento de los rubros que no han sido beneficiados por la obtención de recursos adicionales solo fue posible por la disponibilidad de fondos propios; y por otro lado, que los bancos no consideraron la modificación de su cartera en vistas del mayor crecimiento relativo de determinados sectores.

Bebczuk y Sangiácomo (2008) estudian la evolución del crédito para el período 1998-2005 y concluyen que los bancos no han reaccionado a las modificaciones en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los distintos sectores económicos. Algunas de las razones que mencionan los autores para explicar el comportamiento “estático” de los bancos son las siguientes: (1) los cambios en la composición de la cartera suponen un lento aprendizaje sobre los nuevos sectores, por lo que la transición hacia una nueva estructura de préstamos puede implicar mayores costos y morosidad por el nivel de

desconocimiento; (2) cada banco puede estar esperando que los demás bancos modifiquen su cartera antes de hacerlo ellos mismos, especialmente si no cuentan con información fidedigna sobre el sector; (3) en un ambiente de alta incertidumbre, el mantenimiento de la estructura de préstamos puede constituir una política aceptable por temor a cometer un error al cambiar la cartera actual; (4) la rentabilidad de los bancos no depende solamente de la evolución de los préstamos al sector privado sino que también tienen gran incidencia los resultados por títulos valores y por servicios⁸; y (5) la asignación sectorial también depende de la demanda crediticia. Por tanto, es de esperar que los sectores de mayor crecimiento sean al mismo tiempo los que cuentan con mayor capacidad de generación y retención de ganancias, disminuyendo la necesidad de financiamiento externo.

Cuadro 4. Asignación del crédito y crecimiento económico por grandes rubros.

Rubros	Participación en saldo de crédito (1)			Crecimiento promedio (2)	
	1995-1998	2003-2007	2009-2012	1995-1998	2003-2012
Producción primaria	11,7	20,6	21,7	2,0	1,0
Industria manufacturera	24,8	27,3	28,9	5,8	6,6
Construcción	5,3	6,4	5,5	11,2	9,4
Comercio	14,3	15,3	15,5	6,9	8,8
Servicios	43,8	30,4	28,4	5,5	6,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	5,8	6,6

Notas: (1) saldo de crédito a empresas; (2) crecimiento promedio anualizado del PBI por grandes rubros
Fuente: BCRA y Mecon.

A partir de la metodología propuesta en Bebczuk y Sangiácomo (2008) se realizó el ejercicio de observar la evolución en la composición del saldo de crédito y del crecimiento económico por grandes rubros para indagar si la expansión del financiamiento acompañó a los sectores más dinámicos. De acuerdo a los datos para el período 1995-2012, se evidencia que se produjo un incremento en la participación de la producción primaria aunque esta ha sido la de menor crecimiento en el período. En contraposición, la construcción, que ha registrado tasas de crecimiento de mayor envergadura, no ha logrado obtener una porción más significativa del total de crédito⁹. Sin embargo, cabe recordad que la construcción privada ofició como refugio de valor, camino que implicó que la actividad se autofinancie. La industria manufacturera

⁸ Según el Informe sobre Bancos (diciembre de 2012) el margen financiero en diciembre de 2012 se ubicó en 9,3% del activo neteado (últimos 12 meses); 5,8% se atribuyó a los resultados por intereses y 2,7%, a resultados por títulos valores.

⁹ Los resultados del ejercicio deben considerarse como una aproximación, dado que el crecimiento económico por sectores se calcula a precios constantes mientras que los saldos de crédito se encuentran, por su naturaleza, a precios corrientes.

también experimentó un mayor dinamismo que la producción primaria. Si bien no es desdeñable el incremento en su participación en el crédito al sector privado, las actividades primarias presentaron un aumento superior (ver Cuadro 4).

Cuadro 5. Asignación del crédito y crecimiento económico por actividad.

Actividad	% en saldo de crédito (1)		Desvío estándar	Crecimiento promedio (2)	
	1995-1998	2003-2012	1995-2012	1995-1998	2003-2012
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	10,4	12,0	2,4	2,6	1,3
Pesca	0,2	0,1	0,1	2,8	1,5
Explotación de minas y canteras	1,1	1,7	0,4	0,4	-0,3
Elaboración de productos alimenticios y bebidas	5,8	4,7	1,3	2,6	5,1
Fabricación de productos textiles y de cuero	2,7	1,3	0,7	3,9	4,9
Fabricación de sustancias y productos químicos	3,1	2,9	0,9	7,7	6,0
Fabricación de maquinaria, equipos e instrumentos	2,0	2,1	0,6	0,6	6,5
Fabricación de vehículos y equipo de transporte	2,7	1,4	0,9	16,1	18,7
Elaboración de productos de tabaco	0,1	0,1	0,1	0,1	1,5
Producción de madera y productos de madera y corcho	0,2	0,2	0,1		
Fabricación de papel y de productos de papel	0,6	1,0	0,3	1,8	3,4
Edición e impresión Y reproducción de grabaciones	0,7	0,4	0,2	9,6	6,4
Fabricación de coque y refinación del petróleo	1,9	0,8	0,6	6,6	0,2
Fabricación de productos de caucho y plástico	0,2	0,8	0,4	9,7	6,6
Fabricación de productos minerales no metálicos	0,8	0,6	0,2	6,8	9,1
Fabricación de metales comunes	1,8	1,1	0,6	4,8	1,0
Fabricación de productos metálicos	0,9	0,8	0,2		
Otras manufacturas	1,1	0,3	0,4		
Electricidad, gas y agua	3,4	1,9	0,9	6,6	4,7
Construcción	5,3	3,8	0,8	11,2	9,4
Comercio al por mayor y al por menor	14,3	10,1	3,4	6,9	8,8
Otros servicios	40,4	52,1			
TOTAL	100,0	100,0		5,8	6,9

Notas: (1) saldo de crédito a empresas por sectores de CIIU; 2) crecimiento promedio anualizado según EMI y PBI.
Fuente: BCRA y Mecon.

La información sectorial con mayor nivel de desagregación corrobora la hipótesis de la rigidez de la cartera de préstamos del sistema financiero y de que existe solo una correspondencia parcial entre los sectores de mayor crecimiento y los que han recibido más crédito. El desvío estándar de las participaciones de las actividades en el total de financiamiento para el período 1995-2012 indica que la variación en la cartera de préstamos de los bancos no ha sido significativa, con excepción de las actividades de agricultura ganadería y pesca y las de elaboración de alimentos y bebidas. Ambos sectores aumentaron su participación en el crédito total aunque no se destacaron por su ritmo de crecimiento. Por el contrario, el rubro de fabricación de vehículos, que ha mostrado altas tasas de crecimiento en el período, redujo su participación en el crédito a empresas; en igual sentido, otras actividades industriales, como la elaboración de productos químicos o de maquinaria y equipo, que han mostrado una notoria expansión

en el período, solo registraron un pequeño incremento en su participación en el crédito total (ver Cuadro 5).

La estabilidad del crédito bancario evidenciada en los últimos años invita a pensar sobre la necesidad de implementar políticas públicas para fomentar la orientación del crédito hacia aquellas actividades más dinámicas e innovadoras, generadoras de empleo de calidad y valor agregado. Caso contrario, la mayor disponibilidad de recursos financieros sin una política selectiva que rompa con la lógica estática de la asignación sectorial del crédito, tiende a reproducir la estructura productiva vigente en vez de contribuir al desarrollo económico.

III.5. Las PyMEs y el financiamiento del desarrollo

Las empresas de menor tamaño tienen generalmente una participación reducida en el total del crédito al sector privado. En las economías emergentes se acentúa la brecha de acceso al financiamiento entre empresas grandes y pequeñas en vistas de la poca profundidad del crédito al sector privado y de las mayores asimetrías de información.

Diversas son las explicaciones sobre el bajo nivel de inclusión de las PyMEs en el sistema financiero, las cuales se desprenden de una combinación de las decisiones de las empresas y de las entidades bancarias. Desde la óptica de las PyMEs, la escasa utilización del crédito bancario se atribuye esencialmente a los altos costos de financiamiento y a las dificultades para reunir las garantías exigidas. Ante la posibilidad de que la solicitud de crédito sea rechazada y las elevadas tasas de interés que se deben afrontar en el caso de que sea aprobada, las empresas prefieren la utilización de recursos propios para el financiamiento del giro de negocios como para la realización de inversiones. Desde la visión de las entidades financieras, su poca predisposición a financiar a las empresas de menor tamaño se asocia a las mayores dificultades para la evaluación de riesgo debido a la opacidad de sus balances contables y a la insuficiencia de información sobre los proyectos. Además, los bancos muchas veces prefieren otorgar préstamos a empresas grandes que a las pequeñas, por una cuestión de economías de escala y porque tienen más confianza en el éxito de sus proyectos (Ferraro y Goldstein, 2011; Kulfas, 2009).

En la Argentina, al igual que en el resto de las economías en desarrollo, la discriminación negativa hacia las PyMEs constituye un problema histórico (Bleger y Rozenwurcel, 2000). Si bien en la década del '90 las empresas pequeñas se beneficiaron de la expansión general del crédito, perduraron las restricciones al financiamiento, las cuales se materializaron en amplios diferenciales de tasas de interés. *Filippo et al.* (2004) muestran la brecha entre las tasas de los créditos a empresas de primera línea y el promedio del sistema financiero, indicando que las PyMEs debían afrontar costos de financiamiento mucho más elevados que las empresas grandes¹⁰. Las dificultades de acceso al crédito para las PyMEs se acentuaron con el proceso de concentración en el sector bancario que se inició a mediados de la década. La banca privada y extranjera adquirieron relevancia, en detrimento de los bancos privados pequeños y las instituciones públicas que suelen ser más propicias para la atención de empresas de menor tamaño, lo que generó una profundización del sesgo discriminatorio hacia las PyMEs (Ascúa, 2008; Bleger y Rozenwurcel, 2000).

Transcurrida y superada la crisis de los primeros años del milenio, la economía argentina comenzó a transitar un largo período de crecimiento. En esta nueva etapa, las PyMEs desempeñaron un papel muy relevante en términos de empleo, inversión, nivel de actividad y exportaciones. A pesar del saneamiento experimentado en los mercados que proveen financiamiento a PyMEs, la canalización de recursos ha tenido un alcance limitado en el proceso de expansión de estas empresas, por lo que las inversiones llevadas a cabo solo fueron posibles por las mejoras de rentabilidad que permitieron el financiamiento con recursos propios (Kulfas, 2009).

Vale la pena señalar que en la última década se fueron implementando distintas medidas con el fin de ampliar el conjunto de instrumentos disponibles para PyMEs y adecuar la normativa existente para facilitar su acceso al mercado de capitales¹¹. Entre ellas pueden mencionarse la introducción de la negociación de Cheques de Pago Diferido, la inauguración del panel de acciones PyME en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el establecimiento de un régimen especial para la constitución de Fondos Comunes de Inversión y el incremento del límite de emisión de Obligaciones Negociables PyME.

¹⁰ Los autores muestran que la tasa de interés por descuento de documentos era 4 veces mayor que la de créditos a empresas de primera línea.

¹¹ Posteriormente, también incidió la nueva Ley del Mercado de Capitales (Ley 26.831), sancionada en noviembre de 2012.

Estas medidas impulsaron un sostenido crecimiento del financiamiento PyME a través del mercado de capitales en los últimos años, lo que permitió que el mismo pasase de registrar una ponderación casi nula sobre el total del fondeo a inicios de la década pasada, a representar un 5% del total en los últimos tres años. Sin embargo, los montos todavía son marginales tanto en porcentaje del PIB como en relación al financiamiento que obtienen las PyMEs a través de los bancos (BCRA, 2013)¹².

En síntesis, la poca profundidad y complejidad del sistema financiero, la relevancia del crédito a corto plazo y las restricciones al financiamiento que afectan en particular a las PyMEs, contribuyen a la configuración de un mapa de fondeo de la inversión productiva de las empresas de menor tamaño con predominio de los recursos internos frente a los externos.

De acuerdo a los datos mostrados en el informe de la Fundación Observatorio PyME de noviembre de 2013, la afirmación anterior se corroboraría. Los relevamientos correspondientes al cierre de 2012 arrojan que la principal fuente de financiamiento de la inversión de las PyMEs industriales ha sido los recursos propios (el 60%). Entre los recursos externos, el más relevante fue el crédito bancario (26%)¹³, seguido del financiamiento con proveedores (7%) y los programas públicos (5%); el resto provino del mercado de capitales y del financiamiento a través de clientes (2%). A pesar de la relevancia del autofinanciamiento, el estudio asevera que la proporción de estos recursos en el fondeo de la inversión se redujo 17 p.p. en los 6 últimos años y que fue compensada con un aumento del crédito bancario.

Sin embargo, cabe señalar que la primacía del autofinanciamiento como fuente de fondeo de la inversión productiva se atribuye principalmente a las decisiones de las empresas de no recurrir al crédito bancario más que a la negación de éstos de financiar los proyectos. Según el informe de noviembre de 2013 de la Fundación Observatorio PyME solo el 40% de las PyMEs solicitó financiamiento bancario en 2012; y entre ese grupo, casi el 80% lo obtuvo. La alta proporción de aprobación de las solicitudes de crédito indica que el problema de las restricciones al financiamiento bancario se origina esencialmente en la autoexclusión de las propias empresas, que puede fundamentarse en

¹² Para mayor información ver el Boletín de Estabilidad Financiera, Primer Semestre de 2013, BCRA.

¹³ La estimación de la Fundación Observatorio PyME no considera los recursos provenientes de la LCIP, por lo cual estaría subestimando el aporte del crédito bancario al financiamiento de las PyMEs industriales.

la posibilidad de que la solicitud de crédito sea denegada o por las elevadas tasas de interés que deben afrontar por la obtención del crédito¹⁴.

El problema de la existencia de restricciones al financiamiento bancario es que pueden generar efectos sistémicos negativos, al impedir que se concreten proyectos de inversión, especialmente cuando las firmas no disponen de recursos suficientes u operan al límite de su capacidad instalada. Según la Fundación Observatorio PyME (informe de noviembre de 2013), las dificultades de acceso al crédito en la Argentina estarían perjudicando la evolución de la inversión, en cuanto el 50% de las PyMEs industriales trabaja al máximo de su capacidad y, además, el 30% alega que no realizó inversiones porque no contaba con los fondos necesarios.

En este marco, se deduce que el subdesarrollo del sistema financiero y la segmentación negativa del crédito a las PyMEs pueden afectar la inversión, comprometiendo las posibilidades de crecimiento y las ganancias de productividad necesarias para la consolidación y expansión de las empresas. Es por eso que la aplicación de políticas públicas se vuelve imprescindible para aliviar el racionamiento del crédito que sufren las PyMEs y evitar efectos nocivos a nivel micro y macroeconómico (Elosegui *et al.*, 2007).

En este contexto es que el BCRA comenzó a implementar la LCIP, la cual tiene entre sus objetivos la canalización de recursos a las empresas de menor tamaño. Como se analizará más adelante, la aplicación de esta medida ha generado un verdadero cambio de paradigma en el financiamiento a las PyMEs a partir de la ampliación de la cantidad de recursos prestables, la reducción del costo del crédito y la extensión del plazo de amortización.

IV. Políticas de financiamiento de la inversión productiva en la Argentina. El caso de la LCIP.

Transcurridos casi dos años desde su puesta en funcionamiento, los resultados de la ejecución de la LCIP dan cuenta del significativo impacto de la medida en el sector real

¹⁴ Si el estudio considerara el efecto de la LCIP, probablemente, las elevadas tasas de interés no hubiese sido una de las principales razones por las cuales las empresas no solicitaron crédito bancario, dado que la puesta en marcha de la línea implicó la disponibilidad de recursos con condiciones favorables para las PyMEs.

y financiero. Las principales virtudes de la línea consisten en incrementar la cantidad de recursos prestables y garantizar la disponibilidad de financiamiento con condiciones favorables en términos de plazo y tasas, lo que incide directamente en la facilitación del acceso al crédito para las empresas y especialmente para aquéllas de menor tamaño.

En este capítulo se analizarán los resultados de la ejecución de la LCIP. Antes de focalizarse en el estudio de la medida, vale la pena ubicar su lugar como una pieza del rompecabezas que constituye la estrategia de financiamiento productivo en la Argentina y dimensionar su aporte de esta línea en el fondeo de la inversión privada.

En segundo lugar, se reseñan los rasgos salientes de la reforma de la CO del BCRA, que fue lo que posibilitó el lanzamiento de la LCIP, y el marco normativo que la sostiene. En tercera instancia, se muestran los resultados generales alcanzados durante el primer año de ejecución, el impacto de la misma en la economía real y en la intermediación financiera. Por último, se indagará acerca de los efectos de la línea en cuanto a la introducción de mejoras de accesibilidad y de selectividad del financiamiento.

IV.1. Fuentes de Financiamiento de la Inversión Productiva

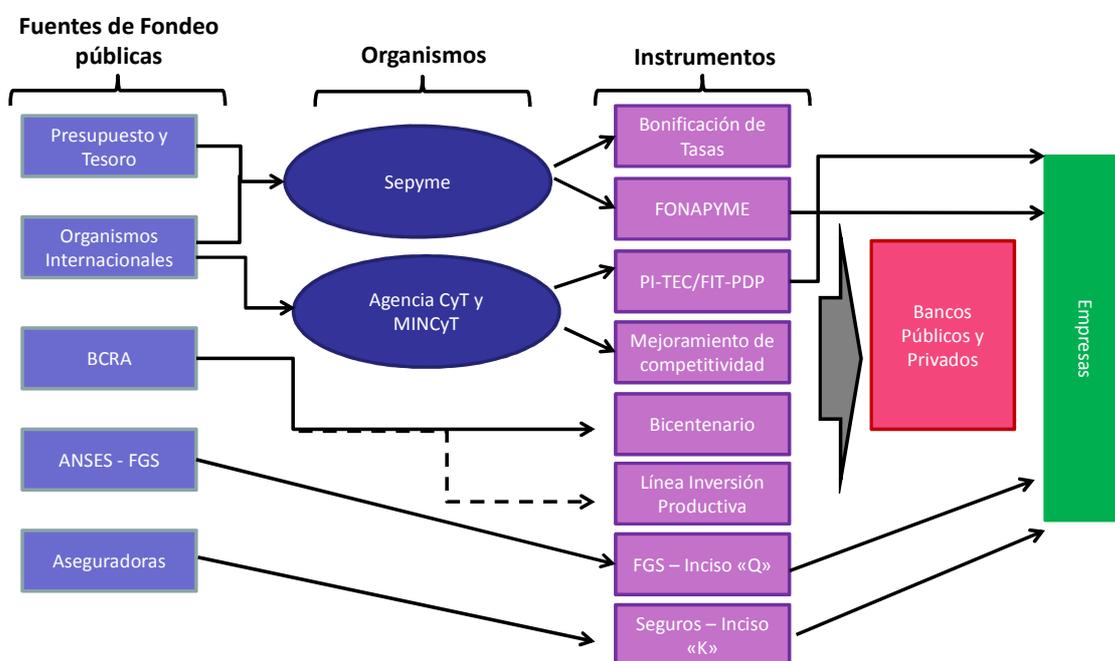
En la Argentina no se encuentran disponibles los datos necesarios para saber con exactitud cuáles son las fuentes de financiamiento de la inversión productiva ni la magnitud del autofinanciamiento empresarial. Tampoco existen trabajos que estimen estas cifras, excepto los informes de la Fundación Observatorio PyME citados anteriormente, basados en relevamientos muestrales de PyMEs industriales. Tal como se ha mencionado, los resultados de estas encuestas arrojaron que en el último año las PyMEs industriales financiaron el 60% de sus inversiones a través de recursos propios (el 26% mediante crédito bancario, el 7% a través de proveedores y el resto con financiamiento de programas públicos, clientes y mercado de capitales). Sin embargo, las cifras anteriores no pueden considerarse como una aproximación de las fuentes de financiamiento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), dado que constituyen resultados de un relevamiento muestral de un subconjunto de empresas.

En esta sección se propone reconstruir los aportes de las diferentes políticas de financiamiento en el fondeo de la inversión productiva y, especialmente, la relevancia

de la LCIP (considerando la ejecución del primero y segundo tramo, entre julio de 2012 y junio de 2013).

Las políticas públicas de financiamiento son implementadas desde distintas instituciones, entre las que se destacan el BCRA, la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y el Ministerio de Industria. Sin embargo, estos organismos presentan variadas formas de intervención: aplicación de fondeo de segundo piso, otorgamiento de créditos directos e inversión en empresas a partir de la adquisición de acciones. Adicionalmente, cabe diferenciar entre aquellas políticas que se basan en introducir recursos públicos de las que se originan en medidas de carácter regulatorio.

Diagrama 1. Mapa de Políticas de Financiamiento para Inversión Productiva.



Fuente: elaboración propia.

Actualmente, una de las instituciones de mayor incidencia en el canal del crédito es el BCRA, el cual adquirió relevancia en las políticas de financiamiento desde la reforma de su CO, que le confirió nuevas atribuciones (ver más adelante). En particular, el BCRA interviene a través de dos instrumentos: 1) el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y 2) la LCIP. El PFPB¹⁵ comenzó a implementarse en 2010 con el fin de fomentar las inversiones en proyectos estratégicos. Este programa se sustenta en la posibilidad del BCRA de otorgar adelantos a las entidades financieras,

¹⁵ A octubre de 2013, el PFPB el BCRA lleva adjudicados \$7.630 millones, acreditándose efectivamente casi 76% del total (\$5.783 millones) entre 14 entidades financieras.

de acuerdo a lo especificado en el inciso “f” del artículo 18 de su CO, con el objetivo de promover la oferta de crédito a mediano y largo plazo. La decisión de los proyectos factibles de ser financiados a través del PFPB se encuentra a cargo de la Unidad de Evaluación de Proyectos (UEP). Los créditos otorgados en el marco de este programa son en pesos, con plazo de hasta 5 años y una tasa de interés del 9,90%. Cabe señalar que este programa se erige bajo una lógica de fondeo de segundo piso, siendo los bancos comerciales los que se encargan de la evaluación de riesgo y del otorgamiento de los créditos.

El segundo instrumento de financiamiento que impulsa el BCRA es la LCIP, que se puso en marcha a mediados de 2012 por el lapso de seis meses, con el objetivo de ampliar la cantidad de recursos disponibles para llevar a cabo inversiones productivas (ver más adelante). La intervención del BCRA consistió en lanzar una regulación para exigir a los bancos la canalización de préstamos por un total de casi \$ 15.000 millones, con condiciones favorables en términos de plazos y tasas. Asimismo, se incluyó el requisito de destinar a las PyMEs al menos el 50% del monto objetivo de colocación. El éxito de la medida en términos del cumplimiento de las metas de desembolsos como de los efectos en la economía real impulsaron a renovar la LCIP en tres oportunidades. La última información disponible indica que a través de la ejecución de los dos primeros tramos de la LCIP se otorgaron préstamos por \$ 34.000 millones.

Otro de los orígenes de financiamiento de la inversión productiva es el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES. El FGS se constituye de las cuentas que pertenecían a las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) antes de la unificación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público. De acuerdo al inciso “q” del Artículo 74 de la Ley 24.241, los activos del FGS pueden ser invertidos en “títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, activos u otros títulos valores representativos de deuda, cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina”. La normativa establece que el FGS debe destinar a estas inversiones como mínimo el 5% de los activos totales del fondo y hasta un máximo del 20%. Al segundo trimestre de 2013, el valor total del FGS ascendió a \$ 273.000 millones y el stock de inversiones productivas alcanzó los \$ 33.000 millones.

En la misma línea se encuentran las inversiones productivas impulsadas en el marco del Plan Nacional de Estratégico del Seguro 2012/2020. A fines de 2012 se anunció la

inclusión del inciso “k” al punto 35 del Reglamento General de la Actividad Aseguradora, donde se estableció que las aseguradoras debían redireccionar un porcentaje de sus inversiones a instrumentos que financien proyectos productivos y de infraestructura de mediano a largo plazo. El objetivo de la medida fue garantizar la colocación de recursos para inversión productiva por \$ 9.000 millones, aproximadamente, antes de junio de 2013.

Por otra parte, existen diversas instituciones que implementan programas para mejorar el acceso al crédito desde hace varios años, entre las que se destaca la Secretaría para la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPYME) del Ministerio de Industria. Adicionalmente, hay otros organismos que inciden sobre el canal del crédito productivo, tales como la Agencia de Promoción de Ciencia y Tecnología (CyT) y el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca. Si bien la función principal de estas entidades no es la de otorgar préstamos, gestionan algunos programas de financiamiento, unas veces actuando como entidad de primer piso y otras canalizando los recursos a través de los bancos (PNUD, 2013).

Las principales herramientas que dispone la SEPYME para el financiamiento de inversiones productivas son dos: el Programa de Bonificación de Tasas (PBT) y el Fondo Nacional para el Desarrollo de la PyME (FONAPYME). En el marco del PBT, se realizan licitaciones a partir de las cuales los bancos comerciales otorgan préstamos con tasas de interés subsidiadas por la SEPYME. El programa moviliza aproximadamente \$ 1.000 millones por año en créditos para capital de trabajo y para inversiones. La SEPYME administra también el FONAPYME, el cual tiene un impacto reducido, con desembolsos de préstamos que rondan los \$ 100 millones anuales. El rol del sector público es diferente en cada programa. Mientras que en el PBT, la SEPYME se limita a subsidiar la tasa de interés de los créditos que otorgan los bancos, que son quienes deciden acerca de la elegibilidad de los proyectos y canalizan los recursos, en el FONAPYME la institución otorga los préstamos en forma directa a las empresas, por lo cual constituye un programa de financiamiento de primer piso.

También existen otros programas públicos orientados a financiar la inversión productiva, aunque manejan volúmenes que no son demasiado significativos. Tal es el caso de las herramientas de la Agencia de Promoción de Ciencia y Tecnología, que se ejecutan a través de sus cuatro fondos: el Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), el Fondo para la Investigación Científica y Tecnológica (FONCyT), el Fondo Fiduciario

de Promoción de la Industria del Software (FONOSOFT) y el Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC). La Agencia dispone de un abanico de programas con múltiples objetivos tales como fomentar innovaciones, mejoras de competitividad y la creación de empresas tecnológicas. De acuerdo a la última información disponible, en 2012 se canalizaron recursos por \$ 1.090 millones a través del conjunto de instrumentos de la Agencia¹⁶.

En síntesis, la política de financiamiento para el desarrollo se aplica desde diversos organismos, los cuales intervienen proveyendo fondeo de segundo piso, actuando como entidad de primer piso, realizando inversiones directas en empresas o a través de medidas de carácter regulatorio. Así, el BCRA interviene en el canal del crédito principalmente a través de regulaciones para garantizar la disponibilidad de crédito bajo condiciones especiales y además actúa como una suerte de institución de segundo piso extendiendo adelantos a las entidades financieras para el otorgamiento de créditos para inversión. En otra línea se encuentran las acciones de la ANSES y de las Aseguradoras, que realizan inversiones directamente en las empresas; y otras instituciones que implementan programas específicos de financiamiento, como la SEPYME, que actúa en la órbita de las empresas de menor tamaño con programas de primero y segundo piso (FONTAR y PBT, respectivamente) y la Agencia de Promoción de Ciencia y Tecnología, cuyos instrumentos se ejecutan mayoritariamente bajo la modalidad de políticas de primer piso.

Una vez bosquejado el mapa de las principales políticas de financiamiento productivo, se presenta a continuación una estimación del aporte de las mismas al fondeo de la inversión privada. Tal como se mencionó anteriormente, toda vez que no se encuentra disponible la información necesaria para determinar estas cifras con exactitud, se recurre a diversos supuestos para la realización de los cálculos, por lo cual los mismos deben ser considerados solo como una aproximación de los orígenes de fondeo de la inversión privada en la Argentina (ver Anexo II para la metodología).

¹⁶ Cabe señalar que el monto no se destina en su totalidad a financiar inversión productiva.

Cuadro 7. Fuentes de Financiamiento de la Inversión Privada. II semestre 2012-I semestre 2013.

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA	Mill. De \$	% Inv. Priv.	% PBI
Recursos externos	109.902	26,8	4,5
Crédito bancario	70.161	17,1	2,9
LCIP (Com. 5319 y 5380)	34.000	8,3	1,4
PFPB	1.910	0,5	0,1
PBT	1.000	0,2	0,0
Resto	33.251	8,1	1,4
Mercado de capitales	17.461	4,3	0,7
Programas públicos	1.241	0,3	0,1
ANSES - FGS (inciso "Q" - Ley 24.241)	12.039	2,9	0,5
Seguros (inciso "K" - Reg. Gral. De la Actividad Aseguradora)	9.000	2,2	0,4
Recursos propios	299.821	73,2	12,4
TOTAL	409.724	100,0	16,9

Fuente: elaboración propia en base a información de BCRA, ANSES y CNV.

De acuerdo a las estimaciones, el 27% del financiamiento de la inversión privada se originó en recursos externos a las empresas, lo que significa que el 73% provino de autofinanciamiento. Entre los recursos externos, el crédito bancario ha sido la principal fuente de financiamiento de la inversión, aportando el 17% del total de fondeo de la inversión privada (el 64% del total de recursos externos); en tanto, el mercado de capitales aportó poco más del 4%.

Cabe señalar que cerca del 15% del financiamiento de la inversión privada se atribuyó al crédito “inducido” por el sector público, recursos que significan el 2,5% del PBI. El principal origen de este fondeo provino de la LCIP, con la cual se financió el 8,3% de la IBIF privada y representó el 1,4% del producto. Le siguen en orden de importancia las inversiones en proyectos productivos del FGS, que aportaron el 2,9% de los recursos para inversión y los fondos de las aseguradoras, con el 2,2%.

La información presentada anteriormente, si bien constituye solo una aproximación, es una muestra de la potencialidad de la LCIP como instrumento para impulsar la inversión y, por tanto, el crecimiento económico de la Argentina.

IV.2.La reforma de la Carta Orgánica del Banco Central

En abril de 2012 entró en vigencia la nueva CO del BCRA, que implicó la ampliación del mandato de esta institución, incluyendo como fines explícitos de su política la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social, que se

suman al objetivo de estabilidad monetaria. Con este nuevo marco legal la autoridad monetaria recupera atribuciones que desde 1935 hasta la reforma de 1992 habían caracterizado su funcionamiento (BCRA, 2012).

En correspondencia con el nuevo mandato ampliado, la CO ha reforzado las facultades y herramientas del BCRA a fin de que pueda cumplir con sus objetivos. De esta manera, la entidad puede influir sobre el canal del crédito y “regular sus condiciones en términos de riesgo, plazos, tasas de interés, comisiones y cargos de cualquier naturaleza, así como orientar su destino por medio de exigencias de reservas, encajes diferenciales u otros medios apropiados” (inciso “r” del Artículo 14 de la Ley 24.144, modificada en 2012 por Ley 26.739). Asimismo, se encuentran entre sus funciones el establecimiento de políticas especiales para promover la inversión productiva, las pequeñas y medianas empresas y las economías regionales; favorecer el acceso universal a los servicios financieros y garantizar la protección de los usuarios de servicios financieros.

Desde entonces, el BCRA introdujo una serie de herramientas que le permitieron avanzar en el cumplimiento de sus múltiples objetivos y especialmente seguir profundizando su accionar en materia de política crediticia para contribuir al desarrollo económico a través del impulso del financiamiento al sector productivo.

Durante 2012 la entidad inició una estrategia que incluyó, esencialmente, la puesta en marcha de dos líneas de acción. Por un lado, se readecuaron los requerimientos de encajes para las entidades financieras para estimular el crédito a las PyMEs; y por el otro, se aplicaron medidas para ampliar la disponibilidad de crédito a largo plazo.

Con respecto al primer ámbito de actuación, se destaca la introducción de un nuevo cronograma para la integración de Efectivo Mínimo¹⁷ para las entidades financieras. A partir de octubre de 2012, se establecieron requerimientos de encajes diferenciados en función de la zona de radicación de la sucursal receptora de depósitos, disminuyendo las exigencias en aquellas regiones con menor desarrollo relativo. A través de esta medida, se buscó ampliar la cobertura geográfica del sistema financiero y extender la atención financiera en aquellas zonas menos bancarizadas. También comenzaron a admitirse deducciones a los requisitos de liquidez para aquellas entidades financieras con mayor participación de crédito a las MiPyME en el total de financiaciones al sector privado.

¹⁷ Comunicación “A” 5357 de adecuación de Integración de Efectivo Mínimo.

En cuanto a la segunda órbita de intervención, el BCRA avanzó en la profundización de las políticas de financiamiento para fomentar la inversión productiva. Por un lado, se continuó apoyando el PFPB, el cual comenzó a implementarse en 2010 para fortalecer la inversión en actividades estratégicas. Y por otro lado, se introdujo la LCIP a mediados de 2012 para mejorar la accesibilidad de las empresas al crédito para llevar a cabo inversiones. En este sentido, la regulación de la LCIP estableció condiciones de financiamiento flexibles y benévolas además de incorporar la exigencia de destinar a las PyMEs la mitad del cupo de colocación.

En la siguiente sección, se describirá la normativa que dio origen a la LCIP, la cual establece las condiciones de funcionamiento de la misma.

IV.3. Marco normativo de la Línea de Crédito para Inversión Productiva

A principios del mes de julio de 2012, a través de la Comunicación “A” 5319, el BCRA instituyó que las entidades financieras debían disponer de una línea de financiamiento denominada “Línea de Créditos para la Inversión Productiva”, la cual debía contar con las condiciones previstas en la normativa.

Mediante esta comunicación, se estableció que las principales entidades del sistema financiero debían otorgar créditos al sector productivo por el equivalente al 5% del saldo de los depósitos del sector privado no financiero en pesos en el mes de junio de 2012. La normativa definió como entidades participantes a aquellas que alberguen depósitos por importes que representen al menos el 1% del total del sistema financiero y las que operen como agentes financieros de los gobiernos Nacional, provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y/o municipales.

Asimismo, se incluyó en la regulación la exigencia de que al menos el 50% de esos montos debía ser otorgado a micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs), conforme a la clasificación prevista en las normas sobre “Determinación de la condición de micro, pequeña o mediana empresa” que se encontrara vigente al momento del acuerdo de crédito.

La reglamentación define como financiaciones elegibles a los proyectos de inversión destinados a la adquisición de bienes de capital y/o a la construcción de instalaciones necesarias para la producción de bienes y/o servicios y la comercialización de bienes

y/o servicios. En cuanto a las condiciones de financiamiento, se estableció que los créditos debían otorgarse en pesos, con una tasa de interés máxima de 15,01% nominal anual hasta la cancelación de los préstamos y un plazo promedio igual o superior a 24 meses, ponderando para ello los vencimientos de capital, sin que el plazo total sea inferior a 36 meses.

Las entidades alcanzadas por la medida disponían hasta fines de 2012 para acordar los créditos y hasta el 30 de junio de 2013 para finalizar su monetización en aquellos proyectos que tuvieran más de un desembolso.

Posteriormente, se incorporó la segunda edición de la LCIP, reglamentada por la Comunicación “A” 5380 del 21 de diciembre de 2012. A través de la misma, se determinó un nuevo cupo de colocación de créditos para el primer semestre de 2013. Si bien las características generales de la implementación de la línea se mantuvieron, se incluyeron modificaciones en la definición de la tasa de interés, la cual podía ser de hasta 15,25% durante los primeros 36 meses y luego aplicarse una tasa variable que no debía exceder a la tasa BADLAR total en pesos más 400 puntos básicos.

Cabe destacar que esta normativa implicó la fijación simultánea de la “cantidad”, estableciendo el porcentaje de los depósitos que las entidades financieras debían destinar al otorgamiento de créditos, y del “precio”, ya que se determinó la tasa de interés del financiamiento canalizado por esta vía. Si bien puede resultar controvertido, existen algunas experiencias en países de Asia en la aplicación de este tipo de medidas (China e India, por ejemplo). Sin embargo, la puesta en marcha de esta política responde a la lectura del contexto específico que caracteriza al SFA, con bajos niveles de intermediación financiera y muy poco crédito a empresas pequeñas con tasas de interés elevadas (aunque estas empresas pudieran constatar su expansión económica).

El éxito en el cumplimiento de las metas de colocación de las dos primeras etapas de la LCIP impulsó al lanzamiento de la tercera edición de la LCIP a mediados de 2013 a través de la Comunicación “A” 5449¹⁸, que finalizó en diciembre de ese año. Y recientemente, se introdujo la cuarta etapa de la línea mediante la Comunicación “A” 5516, aunque en esta oportunidad se incorporaron algunas modificaciones. Uno de los cambios es que el criterio general es que el cupo total se destine a las PyMEs, admitiéndose la imputación de hasta un 50% del mismo a créditos hipotecarios para

¹⁸ Aún no se encuentra finalizada la etapa de monetización de los créditos y aún es posible que se rectifique información de los créditos otorgados.

personas físicas o a proyectos de inversión, obras de infraestructura o exportación de bienes de capital de empresas grandes. Y el segundo, es que la tasa de interés máxima de los préstamos podrá ser de hasta 17,5% nominal anual fija por 36 meses y luego BADLAR más 300 puntos básicos.

En la práctica, la Comunicación “5319” determinó una meta de colocación de \$ 14.746 millones para el segundo semestre de 2012 con un total de 31 entidades financieras alcanzadas por la medida; y la Comunicación “5380” estipuló un cupo de \$ 17.408 millones para el primer semestre de 2013, con 30 entidades participantes.

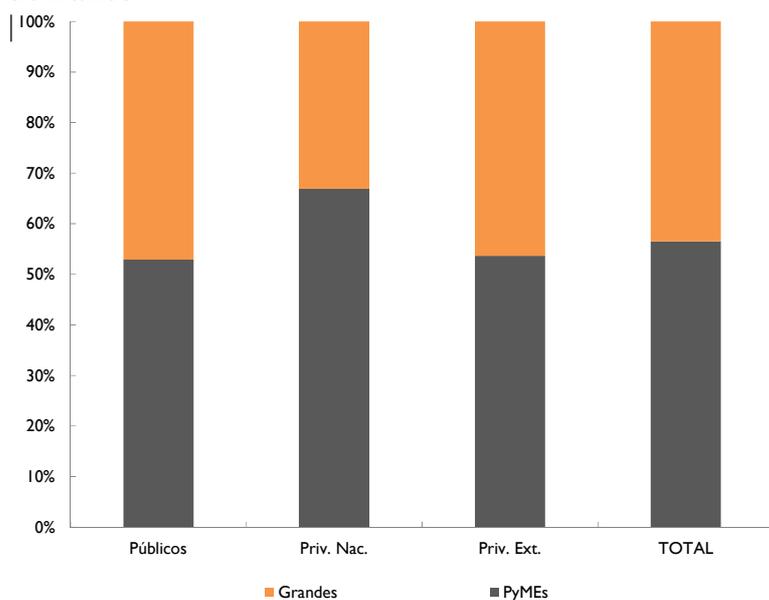
IV.4.Resultados generales de la ejecución de la LCIP

De acuerdo a la reglamentación, los bancos debían otorgar créditos por \$ 32.154 en el lapso de un año. La última información de la ejecución de los dos tramos de la LCIP indica que se canalizaron recursos por \$ 34.000 millones¹⁹, lo que implica que se cumplieron las metas de ejecución con holgura, superando en 6% las exigencias de la reglamentación.

El requisito establecido en la normativa de destinar al menos el 50% a firmas de menor tamaño se refleja en la información de los desembolsos efectuados entre julio de 2012 y junio de 2013: el 57% del monto otorgado correspondió a PyMEs mientras que el restante 43% a grandes empresas (ver Gráfico 4). Las entidades privadas nacionales asignaron una mayor proporción del crédito a las PyMEs que el resto de los grupos de entidades. En términos de cantidad de operaciones se evidenció una diferencia mayor entre ambos segmentos, debido a la heterogeneidad de los montos involucrados, con una participación de las MiPyMEs del 92% y del 8% de las empresas grandes.

¹⁹ Corresponde a la información a octubre de 2013.

Gráfico 4. Distribución de los Montos de la LCIP por Tamaño de Firma y Grupo de Banco

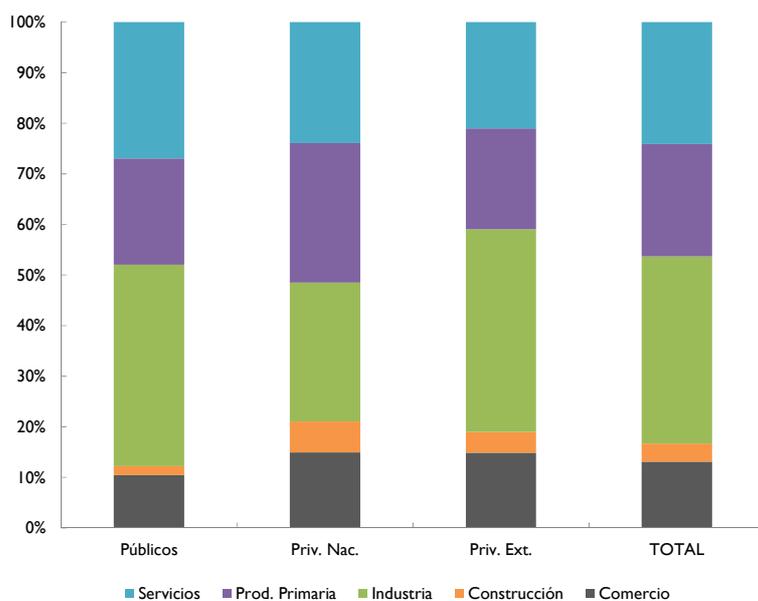


Fuente: BCRA.

Datos correspondientes al período julio 2012 – junio 2013.

En cuanto a la distribución sectorial de los créditos efectivizados en el año (julio 2012-junio 2013), la industria se destaca como el principal rubro receptor de fondos con el 37%; le siguen en orden de importancia los servicios (24%), las actividades primarias (22%), el comercio (13%) y la construcción (4%).

Gráfico 5. Distribución sectorial de los Montos de la LCIP por Grupo Bancos



Fuente: BCRA.

Datos correspondientes al período julio 2012 – junio 2013.

Algunas diferencias se observan en la asignación del crédito por grupo de banco: 1) las entidades públicas y privadas extranjeras se focalizaron más en las actividades industriales en relación a los bancos nacionales; 2) los privados nacionales otorgaron una mayor proporción de crédito al sector primario; y 3) los bancos públicos son los que desembolsaron una porción mayor al rubro de servicios en relación a los otros grupos de entidades (Ver Gráfico 5).

Atendiendo a la asignación del crédito al interior de la industria manufacturera se puede notar que la elaboración de alimentos y bebidas fue la actividad predominante, al obtener más del 30% del monto recibido por este rubro (y el 11% del total de la LCIP). En segundo lugar se ubica la fabricación de sustancias y productos químicos, que recibió el 12,5% del total de la industria manufacturera. En orden de importancia le siguen las actividades de fabricación de coque y productos de refinación de petróleo, las cuales presentaron una participación del 9% en el financiamiento absorbido por el rubro manufacturero; la fabricación de metales comunes, con el 8%; y maquinaria, equipo e instrumentos, con el 7% (ver Cuadro 6).

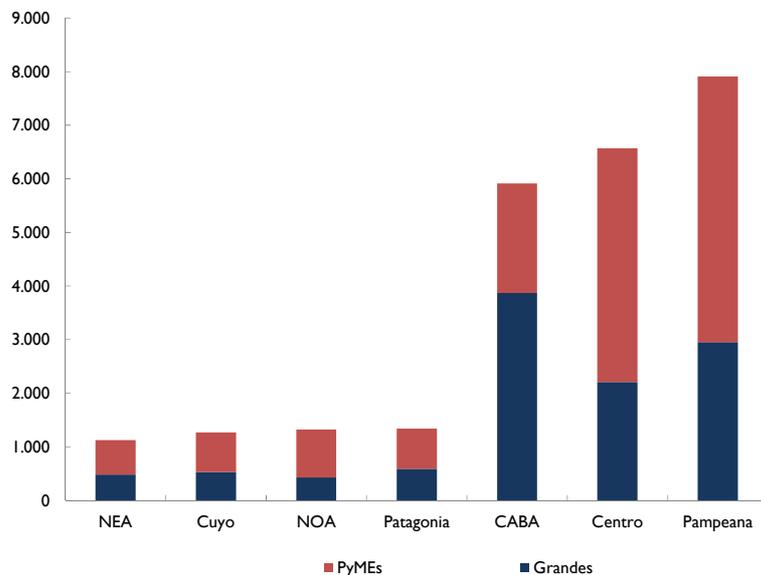
Cuadro 6. Créditos otorgados a la industria manufacturera a través de la LCIP

Actividad	% TOTAL	% Industria
Elaboración de productos alimenticios y bebidas	11,4%	30,9%
Fabricación de sustancias y productos químicos	4,6%	12,5%
Fabricación de coque y refinación del petróleo	3,3%	8,8%
Fabricación de metales comunes	2,9%	7,9%
Fabricación de maquinaria, equipos e instrumentos	2,7%	7,2%
Fabricación de productos minerales no metálicos	2,1%	5,8%
Fabricación de productos de caucho y plástico	1,9%	5,0%
Fabricación de productos elaborados de metal	1,6%	4,4%
Fabricación de productos textiles y de cuero	1,4%	3,8%
Fabricación de vehículos y equipo de transporte	1,4%	3,7%
Fabricación de papel y de productos de papel	1,2%	3,3%
Otras manufacturas	1,1%	3,0%
Producción de madera y productos de madera y corcho	0,8%	2,1%
Edición e impresión; reproducción de grabaciones	0,6%	1,5%
TOTAL Industria manufacturera	37,0%	100,0%
Otros rubros	63,0%	
TOTAL	100,0%	

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.
 Datos correspondientes al período julio 2012 – junio 2013.

La distribución geográfica del financiamiento canalizado por la LCIP muestra una gran concentración en las regiones del Centro y Pampeana y en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, las cuales suman el 77% del total desembolsado.

Gráfico 6. Desembolsos de la LCIP por región y tamaño de empresa Millones de pesos.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.
 Datos correspondientes al período julio 2012 – junio 2013.

A grandes rasgos podría decirse que la asignación regional de los recursos de la LCIP sigue un patrón similar a la distribución del stock de crédito del sistema financiero, considerando que a diciembre de 2012, estas tres zonas centralizaron el 80% del saldo total de financiamiento al sector privado²⁰. La concentración del crédito responde a que la estructura productiva regional determina una mayor demanda de recursos financieros en las provincias del área pampeana. Por tanto, no debe menospreciarse el efecto de la medida de incrementar la disponibilidad de recursos en las regiones del NOA, NEA, Cuyo y Patagonia, a pesar de que estas recibieron un menor volumen relativo de crédito en relación al resto del país (ver Gráfico 6)

A continuación se presentarán resultados de contribución de la LCIP como fuente de fondeo de la inversión productiva, que constituye el punto de vinculación de la medida con el sector real de la economía. Y en segundo lugar, se mostrarán indicadores del aporte de la LCIP sobre el sector financiero, al impulsar un incremento en el stock de crédito y mejorar las condiciones de financiamiento en términos de tasas y plazos.

²⁰ Ver Boletín de Estabilidad Financiera, diciembre de 2012, BCRA.

También se indagará acerca del impacto de la LCIP en la accesibilidad y selectividad del financiamiento de las empresas.

IV.5. Impacto de la LCIP sobre el sistema financiero

La ejecución de la LCIP tuvo efectos significativos sobre la intermediación financiera. Por un lado, la medida contribuyó a la expansión del crédito a las empresas, con especial énfasis en aquellas de menor tamaño; y por el otro, impulsó mejoras en las condiciones de financiamiento, tanto en términos de tasas como de plazos.

Para ilustrar el primer punto, cabe citar el Informe Macroeconómico y de Política Monetaria (IMPM) del BCRA²¹ donde se menciona que luego de 11 meses de implementación de la LCIP, entre julio de 2012 y mayo de 2013, los recursos desembolsados a través de esta línea contribuyeron con el 50% del crecimiento del stock de créditos a empresas. En igual sentido, si se considera el impacto de la LCIP en la expansión del flujo de crédito se observa que el financiamiento canalizado por la LCIP entre julio de 2012 y junio de 2013 explicó el 12% del monto operado correspondiente a los préstamos a personas jurídicas²².

Además de generar un efecto en la ampliación del financiamiento, existen indicios sobre la efectividad de la LCIP para atenuar las dificultades de acceso al crédito, especialmente para las PyMEs, y para mejorar las condiciones generales de los préstamos a las empresas.

La mayor facilidad para la obtención de crédito bancario para las PyMEs se evidenció en el significativo incremento de los montos recibidos por estas firmas desde la puesta en marcha de la LCIP. Cabe señalar que esta tendencia se intensificó a partir de octubre de 2012, al registrarse tasas de crecimiento interanual de los desembolsos a PyMEs superiores al 80% (BCRA, 2013)²³. El dinamismo de los préstamos orientados a firmas de menor tamaño derivó en un incremento de su participación en el total de financiamiento a empresas: en el primer semestre de 2012, cuando aún no se encontraba en funcionamiento la LCIP, las PyMEs explicaron el 27,5% del total de créditos desembolsados a empresas; en el segundo semestre de 2012, pasaron a representar el

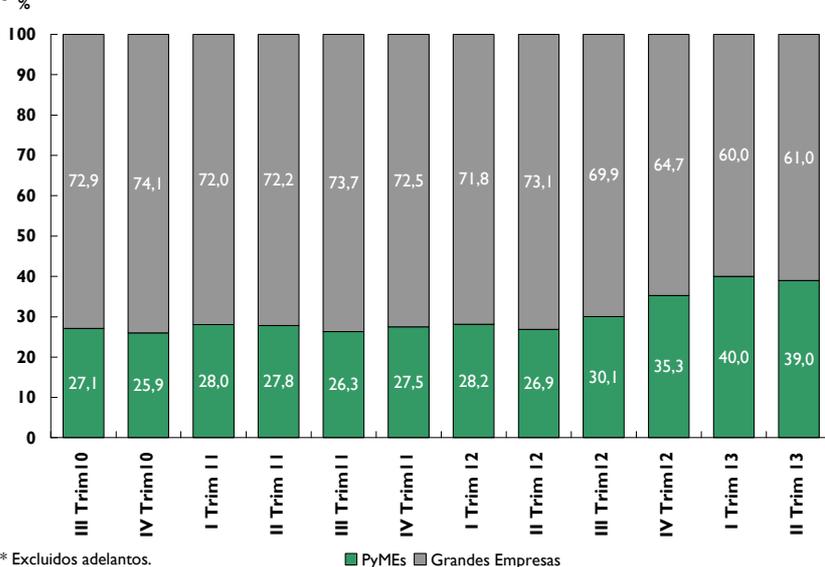
²¹ Ver IMPM de julio 2013, BCRA.

²² Sin considerar los adelantos.

²³ Ídem anterior.

32,7% y, durante la primera mitad de 2013, luego de completarse la segunda etapa de ejecución de la LCIP, se acercaron al 40% (ver Gráfico 7).

Gráfico 7. Participación de los Montos Otorgados a PyMEs* en total de Personas jurídicas



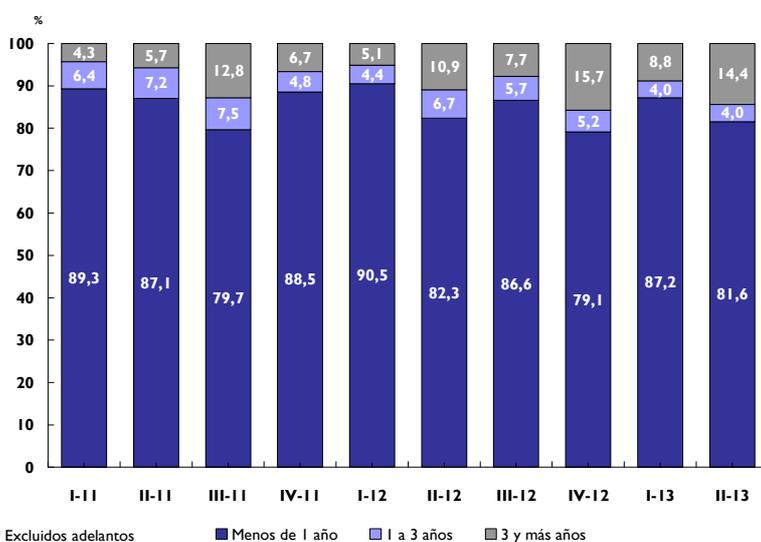
* Excluidos adelantos.

■ PyMEs ■ Grandes Empresas

Fuente: extraído de BCRA (2013), Informe de Macroeconomía y Política Monetaria, Julio 2013.

Por otra parte, se observaron mejoras en las condiciones de las financiaciones extendidas a las empresas en general, particularmente por el alargamiento de los plazos de amortización de los préstamos. Mientras que en el segundo trimestre de 2013 los préstamos de 3 y más años representaron el 14,4% del total de créditos otorgados, en el mismo período del año 2012, antes de la aplicación de la LCIP, significaban 3,5 p.p. menos (ver Gráfico 8).

Gráfico 8. Créditos Otorgados por Plazo de Amortización a personas jurídicas por plazo. En %.



* Excluidos adelantos

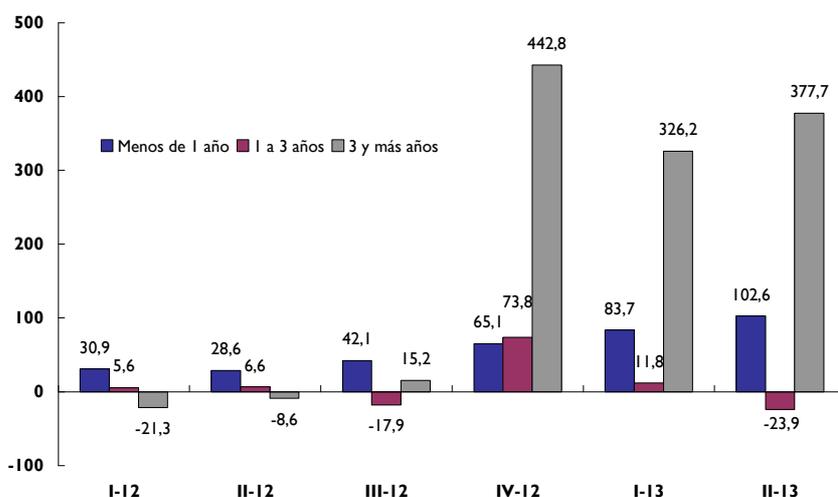
■ Menos de 1 año ■ 1 a 3 años ■ 3 y más años

Fuente: extraído de BCRA (2013), Informe de Macroeconomía y Política Monetaria, Julio 2013.

La extensión de los plazos de amortización fue significativa especialmente en los préstamos a las PyMEs, segmento de empresas que históricamente tuvo dificultades para acceder al crédito de largo plazo. A partir del cuarto trimestre de 2012, luego de completar la primera etapa de la línea productiva, la variación interanual de los créditos a 3 años y más otorgados a este estrato de empresas superó el 300%, proporción varias veces mayor que la expansión observada en los préstamos de tramos más cortos (Ver Gráfico 9).

Gráfico 9. Créditos Otorgados a PyMEs por Plazo de Amortización

var. % i.a.



* Excluidos adelantos

Fuente: extraído de BCRA (2013), Informe de Macroeconomía y Política Monetaria, Julio 2013.

Las mejoras en las condiciones de financiamiento se produjeron también a través de una reducción en el costo del crédito, posibilitado por la definición de una tasa nominal anual (TNA) máxima en la normativa de la LCIP. Las ventajas del abaratamiento del acceso al crédito se potencian en el caso de las PyMEs, considerando que estas empresas generalmente deben aceptar tasas de interés más elevadas para obtener financiamiento bancario que las firmas de mayor envergadura. De acuerdo a los datos publicados en el IMPM (BCRA, 2013) la tasa de interés de los préstamos a PyMEs ofrecidos a través de la LCIP resultaron casi 2 p.p. por debajo al promedio del sistema financiero²⁴. Esta brecha se amplía a más de 4 p.p. en las líneas correspondientes a documentos, la principal figura de asistencia utilizada por los bancos para la canalización de los préstamos de la LCIP (ver Cuadro 8).

²⁴ Cabe señalar, asimismo, la escasa diferencia existente entre el Costo Financiero Total (CFT) y la TNA en los créditos otorgados a través de la línea regulada por el BCRA (IMPM, Julio 2013).

Cuadro 8. Tasas de Interés Ponderadas por Monto de Crédito a PyMEs*

Tipo de Línea	Sistema Financiero *	LCIP
Con garantía hipotecaria	16,2	14,9
Con garantía prendaria	16,7	14,8
Documentos	19,1	14,9
Otros	19,0	15,2
TOTAL	16,7	14,9

Fuente: extraído de BCRA (2013), Informe de Macroeconomía y Política Monetaria, Julio 2013.

*Datos correspondientes a enero – mayo de 2013. Excluye Adelantos

Cabe señalar que la tasa de interés promedio de los créditos canalizados por la aplicación de la LCIP durante los primeros meses del año fue inferior a la máxima explicitada en regulación de la segunda etapa de la medida: para el conjunto de bancos involucrados fue de 14,9%, cuando la norma establecía un tope de 15,25%.

En síntesis, la evidencia muestra que la ejecución de la LCIP trajo consigo importantes mejoras en el acceso al crédito. Las firmas de menor tamaño fueron las más beneficiadas de la implementación de esta medida, ya que generalmente sufren mayores restricciones al financiamiento que las empresas más grandes. Las principales ventajas vinculadas con la implementación de esta medida fueron la ampliación de la cantidad de recursos disponibles para créditos a PyMEs, la extensión del plazo promedio de los préstamos a empresas y la disminución en el costo de financiamiento.

IV.6.Los efectos de “adicionalidad” de la LCIP

Hasta aquí se han mostrado los efectos agregados de la LCIP en el sector real y en el sector financiero. Asimismo, se han destacado las ventajas de la medida en la disminución de las restricciones al financiamiento para las PyMEs, al aumentar la cantidad de recursos disponibles para estas empresas, reducir el costo de financiamiento e incrementar el plazo de los préstamos.

Sin embargo, la ampliación del financiamiento para las PyMEs puede responder a alguna de estas tres situaciones: 1) empresas que antes de la medida no tenían créditos con entidades financieras; 2) empresas que ya tenían crédito bancario pero que lograron incrementarlo sustancialmente desde la aplicación de la LCIP; y 3) empresas que no

modificaron sustancialmente su situación, dado que accedían al financiamiento antes del lanzamiento de la línea y que posteriormente continuaron accediendo de manera similar.

En este marco, cabe preguntarse cuál ha sido el aporte “adicional” de la LCIP al financiamiento de las PyMEs²⁵, lo que implica considerar el efecto en aquellas empresas que han logrado modificar su situación crediticia gracias a línea (grupos 1 y 2, mencionados anteriormente).

Para estimar los efectos “adicionales” de la ampliación del acceso al crédito de las PyMEs a causa de la LCIP se consideran dos criterios:

- *Adicionalidad absoluta*: se refiere al efecto “puro” de la línea en la inclusión de nuevas empresas al sistema financiero. Como aproximación, se incluyen aquellas firmas que fueron asistidas por la LCIP pero que en junio 2012 no presentaban saldo en el sistema bancario (o era poco significativo);
- *Adicionalidad relativa*: se concibe como el impacto incremental de la LCIP en la ampliación del crédito. Para ello, se consideran las empresas que fueron asistidas por la línea y que al menos duplicaron su deuda con el agregado del sistema financiero entre junio 2012 y junio 2013.

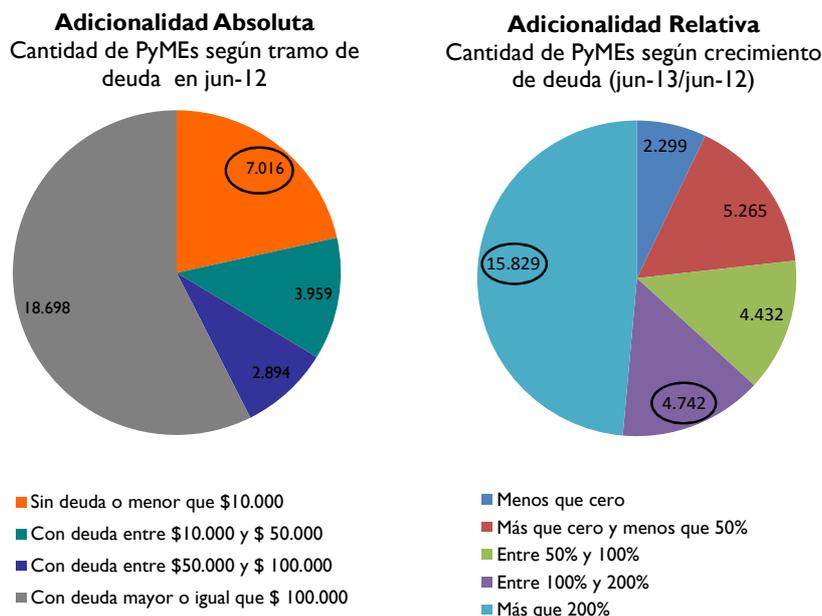
Los resultados de este ejercicio muestran el impacto generado por la línea en términos de adicionalidad absoluta: 7.000 PyMEs que antes de la medida no contaban con financiamiento bancario, lograron acceder al crédito gracias a la LCIP. Estas empresas, que representan el 22% del total de PyMEs asistidas, recibieron recursos por \$3.500 millones a través de la línea para inversión productiva (BCRA, 2013)²⁶.

El efecto de la LCIP en términos de la adicionalidad relativa se evidenció en que la mayoría de las empresas asistidas incrementaron notoriamente su monto de deuda entre junio de 2012 y junio de 2013. De las 32.500 PyMEs que accedieron a la línea productiva, dos tercios (20.500 empresas) al menos duplicaron su saldo de deuda; y aproximadamente la mitad (15.800 empresas), como mínimo triplicó el financiamiento bancario (BCRA, 2013).

²⁵ En esta sección, se continúa con el criterio de estimar el impacto de los dos primeros tramos de la LCIP (julio 2012-junio 2013).

²⁶ Ver Boletín de Estabilidad Financiera, segundo semestre de 2013.
<http://www.bkra.gov.ar/pdfs/polmon/bef0213e.pdf>

Gráfico 10. Efectos de la Adicionalidad Relativa y Absoluta de la Línea de Crédito para Inversión Productiva



Fuente: extraído de BCRA (2013), Boletín de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2013.

Cabe destacar que la LCIP tuvo resultados de adicionalidad en todo el territorio nacional. En cada una de las regiones extra-pampeanas (Cuyo, Patagonia, Noroeste y Noreste), se distinguen cerca de 1.000 PyMEs que al menos duplicaron su monto de deuda entre junio 2012 y junio 2013, al acceder a más de \$3.000 millones mediante la línea. La adicionalidad absoluta se comprueba al encontrar que hay un total de 1.400 firmas en el conjunto de estas zonas que antes no tenían crédito bancario y que comenzaron a tenerlo con la implementación de la LCIP (BCRA, 2013).

El ejercicio presentado anteriormente es una muestra del alivio del racionamiento del crédito a las PyMEs que trajo consigo la puesta en funcionamiento de la LCIP. La atenuación de las restricciones se producen por el aporte de la medida en términos de adicionalidad absoluta, al atender empresas que antes no tenían créditos con entidades financieras; y además, por la generación de adicionalidad relativa, al posibilitar que las empresas que ya tenían crédito bancario logren multiplicarlo, accediendo a nuevos préstamos con condiciones más favorables.

El correlato de la reducción de las restricciones de financiamiento es la disposición de una nueva fuente de fondeo para inversión productiva. De esta forma, se posibilita la concreción de proyectos rentables pero que no podían realizarse por falta de recursos.

De esta forma, las empresas dejan de depender del autofinanciamiento para ampliar su capacidad instalada y comienzan a aumentar sus niveles de apalancamiento de la inversión con la obtención de nuevos préstamos de la línea de crédito productiva.

IV.7.La LCIP y la asignación sectorial del crédito

El análisis realizado hasta aquí corrobora la contribución de la LCIP a nivel macroeconómico, al incrementar el fondeo para inversión productiva, y a nivel microeconómico, al mejorar el acceso al crédito, especialmente para las empresas de menor tamaño. Asimismo, se ha demostrado el efecto de la línea en términos de adicionalidad, al permitir que nuevas PyMEs contraigan créditos o que puedan incrementar significativamente el grado de apalancamiento de sus inversiones.

Sin embargo, aún queda una pregunta relevante por responder: ¿en qué medida la LCIP contribuyó a flexibilizar las históricas rigideces en la asignación sectorial del crédito? Si es así, cabe indagar si se ha logrado que las actividades industriales que producen bienes y servicios tecnológicos, con alto valor agregado y que generan empleo de calidad han podido obtener una mayor cantidad de recursos financieros para llevar a cabo inversiones.

Cuadro 9. Saldo de crédito a empresas por grandes rubros. Total sistema financiero.

Rubro	% en el crédito (promedio)		
	2003-2011	Junio-12	Junio-13
Producción primaria	21,1	20,8	21,3
Industria manufacturera	27,5	30,7	33,0
Construcción	6,0	6,3	4,7
Comercio	15,4	14,8	16,2
Servicios	30,0	27,3	24,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Los datos de la composición del saldo de crédito a empresas indican que la industria manufacturera ha incrementado su participación en agregado del sistema financiero entre junio 2012 y junio 2013. Esto implica que luego de la ejecución de las dos primeras etapas de la LCIP, este rubro obtuvo una mayor proporción del total de crédito a empresas (ver Cuadro 9). Cabe señalar que con el 33%, la industria registra la mayor participación en el stock de financiamiento desde 1995.

La información con mayor desagregación muestra que las actividades que registraron un incremento de su participación en el saldo total de financiamiento entre junio 2012 y junio 2013 fueron las siguientes: Elaboración de alimentos y bebidas (+1,7 p.p.), Comercio al por mayor y menor (+1,7 p.p.) y Agricultura y ganadería (1,6 p.p.). En cambio, otros sectores como la Fabricación de Maquinaria, Equipos e Instrumentos, o de Sustancias Químicas, que en general agrupan empresas que producen bienes de mayor complejidad que las de Elaboración de alimentos y bebidas, no han presentado modificaciones sustanciales en su participación en el stock de crédito total del sistema financiero (Cuadro 10).

Cuadro 10. Saldo de crédito a empresas por actividad. Total sistema financiero.

Actividad	2003-2011	Junio-12	Junio-13
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	11,8	12,8	14,4
Pesca	0,1	0,0	0,1
Explotación de minas y canteras	1,7	2,5	2,0
Elaboración de productos alimenticios y bebidas	4,5	5,3	7,1
Fabricación de productos textiles y de cuero	1,3	1,5	1,6
Fabricación de sustancias y productos químicos	2,8	3,3	4,1
Fabricación de maquinaria, equipos e instrumentos	2,0	2,6	3,0
Fabricación de vehículos y equipo de transporte	1,3	1,7	1,6
Elaboración de productos de tabaco	0,1	0,1	0,1
Fabricación de madera y productos de madera y corcho	0,2	0,2	0,2
Fabricación de papel y de productos de papel	1,0	1,2	1,1
Edición e impresión; reproducción de grabaciones	0,3	0,4	0,4
Fabricación de coque y productos de la refinación del petróleo	0,8	1,2	1,3
Fabricación de productos de caucho y plástico	0,8	1,1	1,1
Fabricación de productos minerales no metálicos	0,6	0,6	0,8
Fabricación de metales comunes	1,1	1,9	1,8
Fabricación de productos elaborados de metal	0,7	1,0	1,0
Otras manufacturas	0,3	0,3	0,3
Electricidad, gas y agua	1,9	2,3	1,6
Construcción	3,8	4,6	3,6
Comercio al por mayor y al por menor	9,9	10,9	12,5
Hotelería y restaurantes	0,4	0,2	0,3
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	2,8	2,7	2,7
Intermediación financiera y otros servicios financieros	7,6	11,0	9,1
Inmobiliarios, empresariales y de alquiler	2,8	3,0	3,1
Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria	28,1	15,6	13,7
Enseñanza, servicios sociales y de salud	1,1	1,3	1,5
Otros	10,4	10,5	9,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Cabe recordar que entre los desembolsos a la industria manufacturera de la LCIP, la Elaboración de Alimentos y Bebidas ha sido la actividad predominante, la cual recibió el 30% del total asignado a ese rubro. Además, si bien la industria fue el rubro que recibió la mayor proporción de crédito desembolsado (34%), las actividades primarias han conservado una posición relevante, absorbiendo el 22% del total de recursos canalizados a través de la línea, en concordancia con la participación que tiene este sector en el saldo total de financiamiento.

De lo anterior se desprende que las principales ganancias de la LCIP se han concentrado en la accesibilidad, permitiendo la ampliación en el acceso al crédito y, particularmente, a las empresas de menor tamaño. En cuanto a la selectividad del financiamiento, se destaca el aporte de la medida en el crecimiento del crédito a las industrias manufactureras, aunque perduran las rigideces al interior de la misma.

Cabe señalar, sin embargo, que no era la finalidad de la intervención pública impulsar una modificación en la asignación sectorial del crédito, dado que la LCIP es una política de carácter esencialmente horizontal. En cambio, las principales metas de la LCIP se focalizaron en lograr una mayor accesibilidad al crédito para facilitar las inversiones de las empresas y reducir las restricciones al financiamiento de las PyMEs, aumentando la cantidad de recursos prestables para este segmento, con condiciones favorables en términos de plazos y tasas. Todos esos objetivos se han logrado cumplimentar exitosamente.

V. Hacia una estrategia para diseñar las políticas de financiamiento para el desarrollo

La experiencia ha demostrado que el financiamiento constituye un elemento indispensable para el desarrollo económico de los países. Por un lado, el crédito otorga mayor sustentabilidad al crecimiento económico al permitir que se lleven a cabo inversiones de envergadura y calidad; y por el otro, sirve como herramienta para fomentar sectores y proyectos dinámicos para generar cambios en la estructura productiva.

A pesar de eso, el SFA adolece de múltiples problemas que atentan contra la efectividad del financiamiento como herramienta para impulsar el crecimiento y la inversión. Para

empezar, el mercado de crédito es muy pequeño y con un escaso desarrollo del mercado de capitales. Y a esto se suman las dificultades que existen para dar al crédito una orientación específica, ya sea para fomentar determinados sectores económicos o para apoyar un segmento particular de empresas. La consecuencia es que el sistema financiero termina siendo una pieza más en la consolidación de la estructura productiva antes que una herramienta para promover su diversificación.

En este contexto, la disponibilidad de una banca de desarrollo podría desempeñar un papel importante para cambiar el paradigma asentado en la rigidez de la cartera de crédito. Una institución de este tipo puede implementar acciones para mejorar la eficiencia en la asignación del financiamiento y, de esta forma, contribuir al crecimiento de los sectores intensivos en tecnología, facilitar la sustitución de importaciones e incluso fomentar la actualización de los sectores industriales más tradicionales (Titelman, 2003; Kulfas, 2010).

El crecimiento económico de los países industriales avanzados y de las economías emergentes, ha contado, siempre, por diversas vías y en esquemas institucionales diversos, con la función de banca de inversión. Como experiencias exitosas en el desempeño de las bancas de desarrollo dentro de América Latina se puede citar el caso de Brasil, con el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES), y de México, con la Nacional Financiera (NAFINSA). En la región, además de Brasil y México, se pueden mencionar otros países donde existe una banca de fomento, como lo es Colombia, que tiene el Banco de Comercio Exterior (BANCOLDEX); Perú, con la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE); y Ecuador, con la Corporación Financiera Nacional (CFN) (Golombek, 2008; Golombek y Sevilla, 2008; Ferrer, 2010; Ferraro y Goldstein, 2011).

También existen otros casos en los que, sin contar con una banca de desarrollo tradicional, se garantiza la provisión de financiamiento con objetivos de fomento productivo a partir de la coordinación de las acciones de distintas instituciones. Tal es caso, por ejemplo, de Chile, cuya política de financiamiento se ejecuta, principalmente, a través de diferentes instrumentos que ofrecen el BancoEstado, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), el Instituto de Desarrollo Agropecuario (INDAP) y el Servicio de Cooperación Técnica (SERCOTEC).

Por tanto, no hay una única alternativa para el diseño de las instituciones que soporten las funciones de banca de inversión. Golombek y Sevilla (2008) afirman que las

estrategias de financiamiento y los instrumentos desarrollados tienen una estrecha correlación la especificidad de cada sociedad. La inexistencia de una receta unívoca para la implementación de una estrategia de financiamiento del desarrollo implica que su formulación requiere la consideración de los elementos idiosincráticos que caracterizan al sistema financiero y al funcionamiento económico general del país (Beltrani y Cuattromo, 2012).

Teniendo en cuenta las propuestas de diversos autores, se pueden identificar, al menos, cuatro alternativas para llevar a cabo una estrategia para mejorar el financiamiento para el desarrollo en la Argentina, las cuales no son excluyentes entre sí. La primera, consiste en la creación de una nueva institución con funciones “tradicionales” de una banca de desarrollo. La segunda opción se basa en la refundación de una institución financiera pública para que cumpla las tareas de una banca de desarrollo tradicional o para que actúe como “banca boutique”, focalizada en el financiamiento de proyectos de empresas dinámicas (Mercado, 2007). La tercera alternativa es la organización de departamentos especializados para el análisis de proyectos de inversión en los bancos comerciales²⁷. Y la última, complementaria a las anteriores, se trata de incrementar los recursos prestables, los cuales serían canalizados a través de los bancos comerciales, es decir, profundizar el camino que se ha comenzado con las acciones que ha tomado el BCRA (Kulfas, 2010; Golonbek, 2008; Ferrer, 2010; Curia, 2010).

La creación de una verdadera banca de desarrollo implica que la institución podría ejercer plenamente las funciones más tradicionales, como la planificación acerca de las actividades prioritarias en las cuales se orientaría el financiamiento, el análisis de riesgo y las decisiones de aprobación y monetización de las operaciones de crédito. La disponibilidad de una institución de este tipo permite incidir en la intermediación financiera, por ejemplo, para otorgar créditos en plazos adecuados a las necesidades de las inversiones en activo fijo y de capital de trabajo de las firmas, para flexibilizar los requerimientos de garantías con las coberturas adecuadas del riesgo, para brindar apoyo técnico y facilitar el financiamiento para exportaciones y también para dar al crédito una orientación sectorial específica (Kulfas, 2010).

Sin embargo, es vital reconocer el tiempo que implica la conformación de una nueva banca de desarrollo, ya que demanda la formación de capacidades administrativas y

²⁷ Este esquema fue propuesto por Aldo Ferrer y Eduardo Curia, al que denominaron “Función Ampliada de Banca de Inversión (FABI). Ver Ferrer (2010) y Curia (2010).

operativas para el funcionamiento de la institución. Si bien el hecho de contar con una entidad de este tipo es insustituible, es posible pensar en implementar un conjunto de acciones para mejorar la asignación del financiamiento en el corto plazo, aumentando la cantidad de recursos prestables y creando mecanismos para que la asignación del crédito se corresponda con los lineamientos generales de una estrategia de política económica que sustente las metas de crecimiento del país.

En esta dirección se enmarcan las acciones tendientes a expandir la disponibilidad de financiamiento para inversión productiva llevadas a cabo por el BCRA. El primer paso fue dado con el lanzamiento del PFPB, a través del cual se proveyó fondeo a los bancos para el otorgamiento de créditos para proyectos estratégicos. Y el segundo paso, con la puesta en marcha de la LCIP, la cual ha tenido un impacto significativo en ampliar la cantidad de recursos prestables, como fue demostrado a lo largo de este trabajo.

Ambas políticas tienen un componente de direccionamiento del crédito. En el PFPB la decisión final de factibilidad de los proyectos es tomada por el comité evaluador, en el que intervienen diferentes organismos públicos, lo que permite que el crédito se destine a aquéllos proyectos que sean considerados estratégicos. En cuanto a la LCIP, si bien es una política esencialmente horizontal, en su reglamentación se incorporaron algunos requisitos que brindan cierta orientación a la medida: la exigencia de otorgar el 50% del cupo a las PyMEs, el establecimiento de una tasa de interés máxima y de un plazo mínimo para la amortización de los préstamos.

Adicionalmente, desde el BCRA se han introducido regulaciones que complementaron la estrategia de profundizar la intervención de la entidad en el canal del crédito con el objetivo de contribuir al desarrollo económico con equidad social. En este sentido es que se establecieron requerimientos de encajes diferenciados en función de la zona de radicación de la sucursal receptora de depósitos, disminuyendo las exigencias en aquellas regiones con menor desarrollo relativo, y comenzaron a admitirse deducciones a los requisitos de liquidez para aquellas entidades financieras con mayor participación de crédito a las MiPyME en el total de financiaciones al sector privado.

El conjunto de políticas implementadas para financiar la inversión productiva, tanto aquéllas que han sido impulsadas desde el BCRA como las que fueron gestionadas desde el resto de las instituciones que participan en la ejecución de programas de crédito, contribuyó significativamente a la ampliación de la disponibilidad de recursos

para las empresas en general y para las PyMEs en particular y, asimismo, facilitó el acceso al crédito con condiciones benévolas.

Sin embargo, debería repensarse la estrategia de intervención en el canal del crédito, si es que se busca mejorar la eficiencia del financiamiento para capitalizar su potencial efecto sobre el crecimiento económico de largo plazo. Para ello, las políticas de financiamiento deben enmarcarse en una estrategia de desarrollo industrial, la cual puede adquirir una dimensión “horizontal”, para proveer las condiciones propicias para el desarrollo industrial y la creación de empleo; o “vertical”, en cuyo caso se focaliza en la especificidad sectorial para direccionar recursos a los productores domésticos de industrias determinadas, ayudándolos a ser más competitivos (Stiglitz *et al.*, 2013).

Lejos de presentarse como una dicotomía entre políticas generales vs. políticas específicas, el financiamiento para el desarrollo debe incluir tanto medidas de corte vertical como medidas de corte horizontal, considerando la necesidad de aplicar herramientas de apoyo diferenciales, atendiendo a la heterogeneidad de las empresas y de sus proyectos como también, de afinar la selectividad de las políticas, para direccionar el crédito hacia aquéllos proyectos y sectores que formen parte de una estrategia de desarrollo económico integral.

Un primer paso para mejorar la política de financiamiento podría ser la reorganización de los programas de apoyo existentes y la incorporación de medidas complementarias, las cuales podrían agruparse según el grado de selectividad y el rol del sector público, tanto en cuanto al fondeo como en el margen de decisión para la selección de los destinatarios. A grandes rasgos, podría decirse que los programas con fondeo público de primer piso, dado que es el Estado quien define el destino de los recursos, deberían orientarse hacia proyectos específicos con impacto estratégico y también para el fomento de sectores determinados. Las políticas de fondeo de segundo piso, donde el Estado tiene menos margen para la selección de beneficiarios, podrían destinarse tanto a fomentar sectores como segmentos de empresas. Y por último, las políticas de financiamiento donde el sector público no provee los recursos y, en cambio, interviene mediante regulaciones, deberían tener un destino más amplio (ver cuadro siguiente).

		Intervención pública		
		Fondeo público		Regulación
		Primer piso	Segundo piso	
Selectividad	Específico	Proyectos estratégicos	Políticas sectoriales	-
	Intermedio	Políticas sectoriales	Políticas sectoriales	-
	Amplio	-	Programas para PyMEs	Programas para PyMEs

La profundización en la utilización de regulaciones para la aplicación de encajes diferenciales puede ser una alternativa complementaria para continuar mejorando la orientación del crédito.

VI. Conclusiones

La discusión acerca de la vinculación que existe entre el financiamiento y el desarrollo económico se remonta a varias décadas atrás. Si bien perduran algunas controversias entre los referentes teóricos respecto de la dirección de causalidad de la relación entre el financiamiento y el crecimiento económico, en los últimos años se han acumulado los estudios que, con base en diversas experiencias, corroboran que la profundización financiera incide positivamente en el desarrollo de los países.

Las estimaciones econométricas presentadas en este trabajo indican que en la Argentina el crédito incide en el avance de la actividad económica, tanto en el largo como en el corto plazo. Asimismo, la relación de cointegración entre las variables de la ecuación de corto plazo, indicaría que la vinculación es de carácter bi-direccional. En tal sentido, no solo es válido que la expansión del crédito genera un efecto positivo en la actividad económica sino que también el crecimiento produce un aumento en el financiamiento al sector privado.

A pesar de las ventajas de la disponibilidad de crédito para fomentar el desarrollo económico, el sistema financiero argentino presenta múltiples signos de rezago que se manifiestan en la escasa profundidad y complejidad pero también en las dificultades para dar al crédito una orientación específica.

Sin embargo, el tamaño del mercado financiero argentino es pequeño incluso en comparación con otras economías de América Latina: mientras que en Argentina el crédito al sector privado representa el 17% del producto, en los países vecinos supera el

50% (en Brasil, es el 60%; y en Chile, cerca del 70%). En igual sentido, la capitalización de mercado de las empresas en relación al PBI es inferior en la Argentina que en otros países de la región, lo que indica la falta de complejidad que caracteriza al SFA y, por tanto, la escasa relevancia del mercado de capitales como herramienta para el financiamiento de la inversión productiva.

Además de la escasa profundidad y complejidad del sistema financiero argentino, la orientación de la intermediación financiera tampoco favorece la utilización del crédito como vehículo para fomentar el desarrollo económico. Por un lado, se evidencia que los bancos tienden a destinar una porción significativa de su cartera crediticia al financiamiento del consumo, ya que constituye una alternativa atractiva frente a los préstamos para inversión, los cuales tienen menor margen de ganancia y plazos de amortización más extensos.

En cuanto al crédito destinado a las empresas, se observa, en primer lugar, que prevalecen los préstamos con plazos inferiores a un año, tiempo que resulta insuficiente para el financiamiento de inversiones de envergadura. En segunda instancia, que existe una reticencia de los bancos a otorgar préstamos a PyMEs, debido a la concepción acerca del mayor riesgo inherente a los proyectos de empresas pequeñas. Y por último, se evidencian ciertas rigideces en la asignación del crédito, lo que indicaría que no se aprovecha la potencialidad del financiamiento como herramienta para apuntalar el surgimiento de nuevas actividades y nuevos productos.

La escasa profundidad del sistema financiero y las dificultades para mejorar la accesibilidad al crédito de las empresas son consecuencia de las restricciones al financiamiento que llevan a cabo las entidades bancarias vía precio o cantidad. En vistas de los obstáculos para acceder al financiamiento y de las elevadas tasas de interés, muchas empresas optan por financiar la inversión con fondos propios, aun cuando no son indiferentes frente a la elección entre fuentes internas y la utilización de fondos de terceros. El problema de descansar significativamente en el autofinanciamiento como mecanismo para fondear la inversión productiva es que puede coartar la expansión económica al obstaculizar la realización de proyectos de inversión en aquellas empresas que no cuenten con recursos propios suficientes.

En este contexto es que las políticas de financiamiento productivo adquieren relevancia. En la Argentina los programas de crédito son implementados desde distintas instituciones, tales como la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa, el Ministerio

de Industria, el Ministerio de Agricultura y el Ministerio de Ciencia y Tecnología. Desde principios del año 2012, asimismo, adquiere un papel fundamental en la política crediticia el BCRA, posibilitado por las nuevas atribuciones que adquiere con la modificación de su CO.

En este contexto, el BCRA lanzó la LCIP como herramienta para ampliar la disponibilidad de recursos para la materialización de proyectos de inversión. La particularidad de la LCIP consiste, en primer lugar, en que se trata de una medida regulatoria, a través de la cual el BCRA determina una meta de colocación de recursos para las principales entidades del sistema financiero. La segunda es que a través de la normativa se incluyen requisitos para los préstamos otorgados que involucran una estrategia de direccionamiento del financiamiento. Por un lado, se exige que la mitad del monto desembolsado se destine a empresas de menor tamaño y, por el otro, se definen las condiciones de financiamiento en cuanto a las tasas de interés y al plazo de amortización de los créditos.

En un principio, la medida fue planificada para ser implementada por el lapso de seis meses, aunque posteriormente fue renovada en tres oportunidades, debido a que las metas de colocación fueron cumplidas con holgura y, asimismo, porque la evidencia resultó concluyente respecto al aporte de la LCIP a nivel macroeconómico, al incrementar el fondeo para inversión productiva, y a nivel microeconómico, al mejorar el acceso al crédito.

A pesar de su aporte al incremento en el financiamiento a la industria manufacturera, la LCIP no parece haber generado cambios significativos en la composición sectorial del crédito del sistema financiero sino que más bien ha reproducido la estructura de financiamiento vigente. La continuidad de las rigideces en la asignación del crédito por actividad económica responde a que la LCIP, en tanto política de carácter horizontal, fue diseñada para obtener ventajas en la accesibilidad más que en la selectividad del financiamiento.

En este sentido, la principal ganancia del conjunto de políticas de financiamiento implementadas desde las diferentes instituciones que participan en esta tarea, se basa en la ampliación del fondeo para inversión productiva. No obstante, el aprovechamiento del financiamiento como impulsor del desarrollo económico demandaría, además, el diseño de una estrategia integral, que incluya acciones tanto para coordinar las políticas existentes como para mejorar su selectividad. Esta no es tarea de un Banco Central, sino

que debería contarse con una institución idónea para llevar a cabo este tipo de propósitos.

Para mejorar la eficiencia de las políticas de financiamiento y aprovechar el efecto que puede generar sobre el crecimiento económico de largo plazo, en primer lugar, resulta necesario que los programas se enmarquen dentro de una estrategia de desarrollo económico integral. En segundo lugar, se sugiere el rediseño de los programas, los cuales podrían agruparse según el grado de selectividad y el rol del sector público, tanto en cuanto al fondeo como en el margen de decisión para la selección de los destinatarios. Los programas con fondeo público de primer piso, dado que es el Estado quien define el destino de los recursos, deberían orientarse hacia proyectos específicos con impacto estratégico y también para el fomento de sectores determinados. Las políticas de fondeo de segundo piso, donde el Estado tiene menos margen para la selección de beneficiarios, podrían destinarse tanto a fomentar sectores como segmentos de empresas. Y por último, las políticas de financiamiento donde el sector público no provee los recursos y, en cambio, interviene mediante regulaciones, deberían tener un destino más amplio.

Por último, la profundización en la utilización de regulaciones para la aplicación de encajes diferenciales puede ser una alternativa complementaria para continuar mejorando la orientación del crédito.

Anexo I

**Cuadro A.1: Tests de raíz unitaria de las variables
(Valores críticos de Dickey-Fuller, 1981)**

			Crédito al sector privado	PIB	Residuo de la ecuación de largo plazo
En niveles	Sin contante ni tendencia	Estadístico "t"	2.47	5.35	-3.18
		P-valor	1.00	1.00	0.00
	Con constante, sin tendencia	Estadístico "t"	1.89	4.40	-3.17
		P-valor	1.00	1.00	0.03
	Con constante y tendencia	Estadístico "t"	0.41	1.35	-3.19
		P-valor	1.00	1.00	0.09
En primeras diferencias	Sin contante ni tendencia	Estadístico "t"	-3.81	-3.24	-
		P-valor	0.00	0.00	-
	Con constante, sin tendencia	Estadístico "t"	-4.19	-5.95	-
		P-valor	0.00	0.00	-

Anexo II. Metodología para la estimación de las fuentes de financiamiento de la inversión productiva.

En primer lugar, se procedió a calcular la inversión privada, dado que solo se encuentra disponible el dato de Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) total (pública + privada). Para ello, se utilizó la información de ejecución presupuestaria del Sector Público Nacional y Provincial para determinar el valor de la inversión pública en relación al PBI. Luego, la inversión privada se obtuvo por diferencia entre la IBIF y la inversión pública estimada.

El segundo paso consistió en reunir la información de las fuentes de financiamiento “externas” a la empresa. Para calcular la magnitud del aporte del crédito fue necesario realizar algunos supuestos, dado que no existen datos de préstamos destinados a inversión. En tal sentido, se consideraron los montos de los créditos otorgados a personas jurídicas de las siguientes líneas de asistencia: documentos a sola firma de más de 90 días, prendarios e hipotecarios (publicados por el BCRA). Cabe aclarar que esta metodología puede sobreestimar el monto destinado a inversión, ya que los documentos a sola firma a más de 90 días pueden no ser utilizados para tal fin; pero también puede subestimarlos, considerando que se dejó afuera el rubro de “otros préstamos”, el cual puede incluir préstamos para inversión. En el financiamiento bancario se incluyen, además, los créditos desembolsados en el marco de algunos programas públicos como la LCIP, el PFPB y el PBT, cuyos montos ejecutados presentan poco margen de error.

Otra de las fuentes de financiamiento de la inversión productiva lo constituyen los recursos del FGS de la ANSES, los cuales rondarían los \$ 10.000 millones en el último año. Para calcular esta cifra, se consideró la variación del stock entre el segundo trimestre de 2013 y el de 2012, y se adicionó un 20% por amortizaciones.

El aporte de las aseguradoras a la inversión productiva fue informado por la Superintendencia de Seguros de la Nación debido a que había sido fijada una meta previa de colocación de recursos para ese fin.

El financiamiento a través del mercado de capitales se calculó a partir de las nuevas emisiones de deuda en el período (Instituto Argentino de Mercado de Capitales) y se sustrajeron los montos canalizados por ANSES y Seguros.

Asimismo, se consideraron los recursos provenientes de programas públicos pero que no son inyectados a través de entidades bancarias. Tal es el caso del FONAPyME y de

la mayoría de los instrumentos de la Agencia de CyT. Si bien existen otras herramientas de política crediticia, se incluyeron las mencionadas por ser las más relevantes.

Por último, la diferencia entre el valor de inversión privada y las fuentes de recursos “externas” arroja la cifra correspondiente al autofinanciamiento.

Bibliografía

- Allami, C. y Cibilis, A. (2011). “El financiamiento bancario de las pymes en Argentina (2002-2009)”, *Revista Problemas del Desarrollo*, 165 (42), abril-junio 2011.
- Allen, F. y Gale, D. (2000). “Financial Contagion”, *Journal of Political Economy*, Vol. 108, Edición 1, pp. 1-33.
- Ascúa, R. (2008). “La importancia del proceso emprendedor en la Argentina post-crisis 2002 y las asimetrías en la evaluación de factores influyentes en el financiamiento de empresas jóvenes”, serie documentos de proyectos, CEPAL.
- Beck, T.; Levine, R; Loayza, N. (2000). “Finance and the sources of growth”, *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- Bebczuk, R. N. (2010). “Acceso al financiamiento de las pymes en la Argentina: estado de situación y propuestas de política”, sección de Estudios del Desarrollo, CEPAL.
- Bebczuk, R. y Garegnani, L. (2007). “Autofinanciamiento empresario y crecimiento económico”, *Ensayos Económicos*, N°47, Abril-Junio 2007, Banco Central de la República Argentina.
- Bebczuk, R. y Sangiácomo, M. (2008). “Eficiencia en la asignación sectorial del crédito en Argentina”, *Ensayos Económicos* N°49, octubre-diciembre 2007, Banco Central de la República Argentina.
- Beck, T.; Demirguc-Kunt, A. y y Maksimovic V. (2005). Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?. *The Journal of Finance*, Vol. 60 Nro 1, pp. 137-177.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2004). Finance, firm size, and growth, *National Bureau of Economic Research*, Nro. w10983.
- Beltrani, M. y Cuattromo, J. (2012). “Redefiniendo los límites de la política monetaria: hacia una ampliación de su rol en el desarrollo económico”, *Ensayos Económicos*, N°67, Abril-Junio 2007, Banco Central de la República Argentina.

- Bleger, L. y Rozenwurcel, G. (2000). “Financiamiento a las PyMEs y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información”, *Revista Desarrollo Económico*, Vol. 40, N° 157, Abril-junio 2000, pp. 45-71.
- Colin Xu, L. (2012). “Financial Structure and Economic Development” en Lin (2012) *New structural economics: A framework for rethinking development and policy*, ISSN 978-0-8213-8957-7, Banco Mundial, capítulo 5, p.p. 259-284.
- Cuattromo, J. y Serino, L. (2010). “Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino, Serie Aportes N°10”, ISSN 1853-1113, AEDA y Friedrich Ebert Stiftung, Buenos Aires.
- Curia, E. (2010). “Un marco general para el planteo de la reforma financiera”, XXXVII Congreso Nacional Bancario, Asociación Bancaria, Buenos Aires.
- Elosegui, P.; Español, P. y Panigo, D. (2006). “Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina”, Banco Central de la República Argentina, Documentos de Trabajo N° 1/06.
- Elosegui, P.; Español, P.; Panigo, D. y Blanco, E. (2007). “El impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital (1995-2003)”, Banco Central de la República Argentina, Ensayos Económicos N° 48, Julio-Septiembre 2007.
- Fazzari, S.; Hubbard, R. y Petersen, B. (1988). “Financing constraints and corporate investment”, NBER Working Paper No. 2387
- Ferraro, C. y Goldstein, E. (2011). “Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina” en Ferraro (Comp) *Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Ferrer, A. (2010). “La reforma del sector financiero y la función de banca de inversión”, XXXVII Congreso Nacional Bancario, Asociación Bancaria, Buenos Aires.

- Filippo, A., Kostzer, D., y Schleser, D. (2004). “Créditos a Pyme en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero”, serie Desarrollo Productivo, CEPAL.
- Golonbek, C. (2008). “Banca de desarrollo en Argentina. Breve historia y agenda para el debate”, Documento de Trabajo N°21, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, Buenos Aires.
- Golonbek, C. y Sevilla, E. (2008). “Un Estudio de Casos Sobre Banca de Desarrollo y Agencias de Fomento”, Documento de Trabajo N° 20, CEFID-AR. Mayo.
- Jeanneau, S. (2007). Banking systems: characteristics and structural changes. BIS Papers, (33).
- Jiménez, L. y Manuelito, S. (2011). “América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión. Diagnósticos y propuestas”, Revista de la CEPAL, N°103, Abril 2011.
- King, R. y Levine, R. (1993). “Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 32, 513-542.
- Kulfas, M. (2009). “Las pymes argentinas en el escenario post convertibilidad. Políticas públicas, situación y perspectivas”, documento de proyecto, CEPAL, Buenos Aires.
- Kulfas, M. (2010). “El financiamiento del desarrollo. Desafíos para la conformación de una banca de desarrollo en la Argentina”, ponencia para el II Congreso Anual de AEDA, Buenos Aires.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (June 1997), pp. 688–726.
- Levine, R. (2002). “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 398-428.
- Levine, R. (2004). “Finance and Growth: Theory and Evidence”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10766
- Lin, J. y Monga, C. (2010). “Growth Identification And Facilitation: The Role Of The State In The Dynamics Of Structural Change”.

- Mercado, R. (2007). “Estructura Productiva, Estructura Financiera y Banca de Desarrollo en la Argentina: de la rigidez estructural a una dinámica innovadora”, SSPE- MECON (mimeo)
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.
- PNUD (2013). “Informe Nacional sobre Desarrollo Humano 2013. Argentina en un mundo incierto: Asegurar el desarrollo humano en el siglo XX”, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, ISBN 978-987-1560-47-9.
- Schumpeter, J. A. (1912). *The theory of economic development*.
- Shaw, E. S. (1973). “Financial Deepening in Economic Development”, New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, en *American Economic Review*, N° 71, junio de 1981.
- Stiglitz, J. (1993). “The role of the state in financial markets”, *World Bank Annual Conference on Development Economics*.
- Stiglitz, J.; Lin, J. y Monga, C. (2013). “The Rejuvenation of Industrial Policy”, *Policy Research Working Paper 6628*, The World Bank Development Economics, Office of the Chief Economist, September 2013.
- Studart, R. (2005). “El Estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo”, en *Revista de la CEPAL*, N° 85, Santiago de Chile.
- Tavošnanska, A. (2010). "Crisis, devaluación y después. Breve historia de la recomposición de las ganancias empresariales en la post-convertibilidad", II Congreso Anual de AEDA, Buenos Aires.
- Titelman, D. (2003). “La banca de desarrollo y el financiamiento productivo”, *Serie Financiamiento del Desarrollo*, CEAPL, Santiago de Chile.