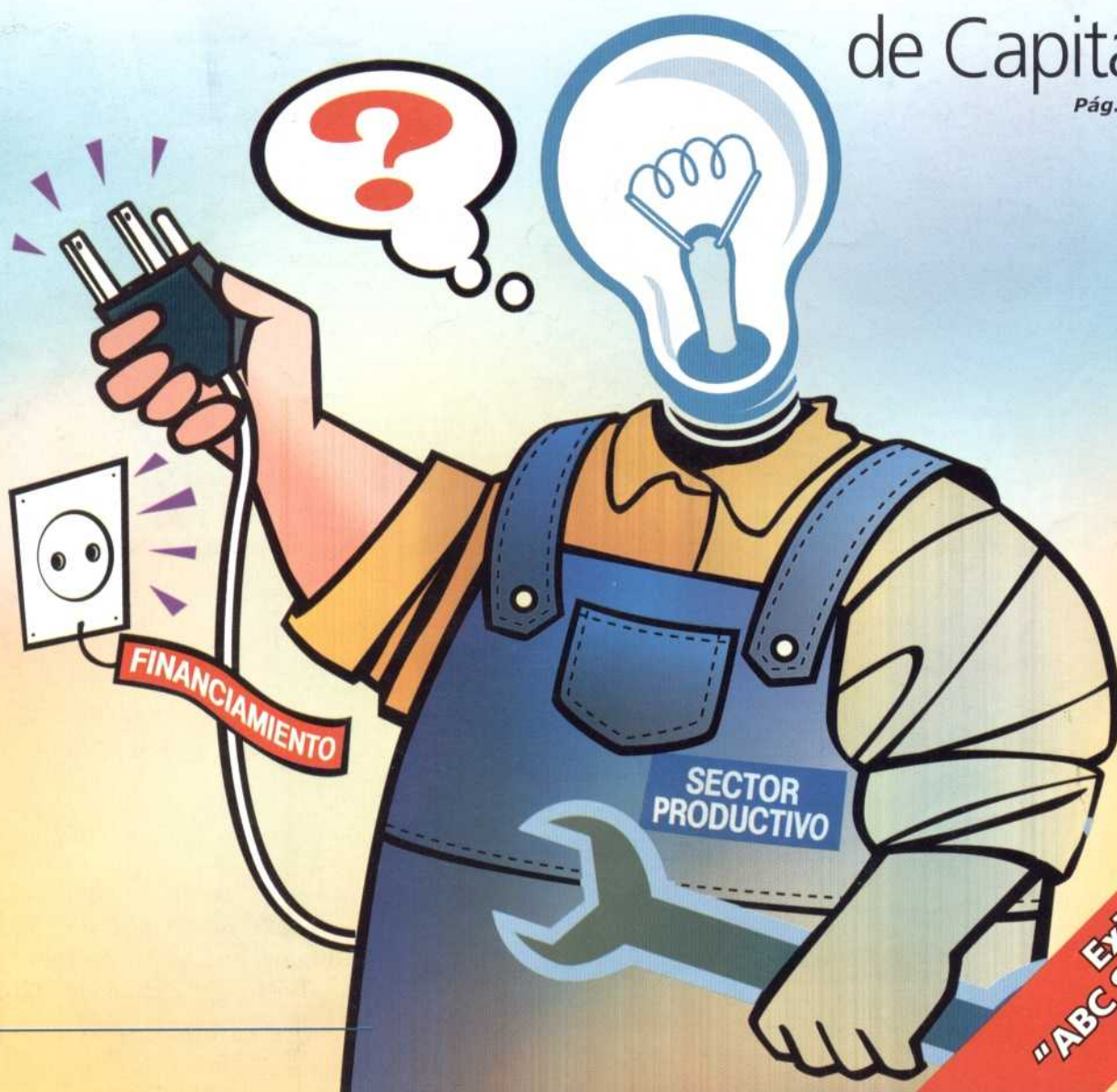


El Ahorro y el Financiamiento al Sector Productivo a través de los Mercados de Capital

Pág. 10



El Ahorro y el Financiamiento al Sector Productivo a través de los Mercados de Capital

Armando Álvarez Arnal*

Las decisiones de financiamiento de las empresas dependen fundamentalmente de tres aspectos: las características del negocio en que se encuentra esa empresa, la etapa de desarrollo en que se encuentra la empresa y la estrategia que desea implementar.

En el caso de las características del negocio, las necesidades de financiamiento de una empresa de exploración minera son muy distintas a las necesidades de financiamiento de una empresa de

"A pesar de las evidentes mejoras en las condiciones de financiamiento hasta ahora logradas, existen diversos aspectos en los que se debe trabajar para que el único ahorro de mediano y largo plazo contribuya más y mejor al desarrollo económico y social del país..."

distribución de electricidad. Una empresa de exploración minera por el riesgo asociado a su negocio fundamentalmente se financiará con aportes de capital de los socios, mientras que una empresa de distribución de electricidad, por el hecho de que es un negocio de bajo riesgo tendrá una estructura de financiamiento distinta y podrá financiarse, seguramente, con mas deuda que con aportes de capital. Entre estos dos extremos de tipos de negocios, habrá otros más o menos riesgosos y, por lo tanto, las empresas tendrán distintas necesidades de financiamiento según el riesgo del negocio en que se encuentran.

En lo que se refiere a la etapa de desarrollo en que se encuentra la empresa, dos empresas que están en el mismo negocio tendrán necesidades de financiamiento distintas, si una de ellas recién se está iniciando y la otra tiene varios años en el mismo. La primera requerirá mayores aportes de capital que endeudamiento, mientras la segunda, por la experiencia adquirida, podrá recurrir a mayor endeudamiento para financiar sus actividades.



Igualmente, dos empresas que están en el mismo negocio y en similar etapa de desarrollo tendrán necesidades de financiamiento distintas si una de ellas comercializa sus productos en el mercado local y la otra lo hace en el mercado externo, ya que las condiciones y riesgos que enfrentan son distintos.

Modalidades y condiciones de financiamiento que requiere el sector productivo

Tomando en cuenta estos aspectos, es evidente que para el financiamiento de bienes de capital, el sector productivo nacional requiere de financiamiento que se adecue a sus necesidades. Por un lado, requiere de suficientes y adecuados aportes de capital y por el otro de endeudamiento a largo plazo, con períodos de gracia para comenzar a amortizar capital acordes con el plazo que demanda la instalación y puesta en marcha de los bienes de capital adquiridos, en la misma moneda en que percibe sus ingresos a fin de eliminar el posible riesgo cambiario, con garantías flexibles y obviamente a un costo financiero acorde con el riesgo asociado.

Para financiamiento primero debe existir ahorro

Los recursos para financiamiento provienen prin-



secuencia, el hecho de que esas instituciones financieras no otorguen mayoritariamente financiamiento a largo plazo y principalmente en moneda nacional no se debe a su mala voluntad, se trata de un problema estructural, ya que no disponen de recursos a largo plazo y en moneda nacional.

Otra parte de los ahorros están en los fondos de inversión y la característica de ese ahorro es que es un aporte voluntario que puede ser en bolivianos o dólares, pero fundamentalmente son de corto plazo, por lo tanto los recursos que están en los fondos de inversión tampoco pueden ser invertidos a largo plazo.

Sin embargo existen dos instituciones donde se viene generando ahorro de mediano a largo plazo. A partir de 1997, con la implementación del Seguro Social Obligatorio se dio origen a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros previsionales. Los primeros, localmente conocidos como los Fondos de Capitalización Individual y administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), están conformados con los aportes que obligatoriamente mes a mes y en moneda nacional realizan los trabajadores en una cuenta individual de su pro-

“...es una realidad que no todas las pequeñas y medianas empresas (Pymes) pueden acceder al mercado de valores, pero es una necesidad que esas empresas, principalmente las productivas accedan a financiamiento y en condiciones que se ajusten a sus necesidades.”

principalmente del ahorro generado por las familias, las empresas y el Estado. Si una economía carece de suficiente ahorro interno para satisfacer la demanda local por financiamiento, deberá recurrir al ahorro generado en otras economías, lo que comúnmente se conoce como inversión o financiamiento externo.

Ese ahorro de los bolivianos - captado por las instituciones financieras tradicionales - registra las siguientes principales características: *i)* el tiempo promedio que los ahorristas dejan su dinero en esas instituciones es de aproximadamente un año y medio y *ii)* el 80% de los depósitos son en dólares americanos mientras que sólo el 20% restante en moneda nacional. En con-

diciones donde se van acumulando para ser utilizados por éstos cuando se jubilen. Los segundos, también con carácter mensual, reciben en moneda nacional las primas que tanto los trabajadores como los empleadores pagan para la eventual cobertura del trabajador o en beneficio de sus familiares ante la pérdida de capacidades laborales o fallecimiento, según sea el caso.

En el sistema de intermediación indirecta, que está constituido por los Bancos, Mutuales, Cooperativas y Fondos Financieros, al 31 de diciembre de 2006, hay 4.270 millones de dólares, y en el sistema de intermediación indirecta que esta compuesto por los Fondos de Capitalización Individual, Compañías de Seguros y los Fondos de Inversión, a la misma fecha, existen 3.040 millones de dólares. Si se toma en cuenta que alrededor de 500 millones de dólares correspondientes al sistema de intermediación indirecta han sido invertidos en las instituciones que conforman el sistema de intermediación indirecta, estamos hablando que el ahorro de los bolivianos colocado en todas las instituciones financieras antes mencionadas suma más o menos 6.700 millones de dólares, lo que representa alrededor del 60% del PIB.

Efecto del ahorro de mediano a largo plazo en el financiamiento

El efecto del ahorro de mediano a largo plazo en el financiamiento al sector productivo se puede observar en el comportamiento de las emisiones de valores que se han realizado en la Bolsa Boliviana de Valores S.A. entre los años 1998 y 2006.

Como se puede observar (cuadro N° 1) el financiamiento al sector privado a través del mercado bursátil muestra un pico en el año 2001 con un monto de 251 millones de dólares y un comportamiento volátil los siguientes años. Sin embargo, año tras año, se observan importantes y significativas mejoras en las condiciones del financiamiento obtenido por las empresas emisoras.

En términos del plazo de financiamiento se aprecia que el año 1998 el plazo máximo fue de 4 años pero posteriormente se observan plazos de 8, 12, 9,5 y 10 años. También se registran emisiones con distintas calificaciones de riesgo, lo que demuestra que no sólo las emisiones con buenas y muy buenas calificaciones son aceptadas por el mercado. En cuanto al comportamiento de las tasas de interés se observa una clara tendencia a la baja tanto en lo que a financiamiento a corto como a largo plazo se refiere. Cuando en el año 1998 las tasas de interés en dólares para un financiamiento a corto plazo se encontraban en el 10% en los años 2005 y 2006 se reducen al 4,50%. De igual forma, para un financiamiento a mediano plazo, el año 1998 las tasas se encontraban en el 12,50%, pero el año 2006 para un financiamiento ...>

CUADRO 1

	1998	1999*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Montos Operados (millones de US\$)	1,674	1,707	3,417	3,772	2,470	1,601	1,336	1,374	1,684
Emissiones Sector Privado (miles US\$)	1,550	6,000	40,000	252,000	183,000	76,880	90,303	144,936	98,080
Cantidad de Emisores	2	3	3	6	6	4	9	9	8
Plazo máximo (años)	4	5	8	12	5	6	9.5	7	10
Plazo mínimo (años)	1	3	3	3	1	2	1	0.5	0.17
Calificación más Alta	NA	A1	AA3	AA2	AA3	AA2	AA3	AA2	AA3
Calificación más Baja	NA	A1	BBB3	BB2	A3	A3	BBB1	B2	B3
Menor Tasa (US\$)	10.00%	10.00%	10.00%	9.75%	4.00%	6.80%	6.80%	4.50%	4.50%
Mayor Tasa (US\$)	12.50%	10.50%	11.15%	12.00%	10.50%	10.65%	11.00%	9.50%	9.40%

Fuente: BBV

CUADRO 2

Emisor	Moneda	Calif.	Monto US\$	Plazo (años)	Per. Gracia (años)	Tasa*	Garantía
2004							
L Concepción S.A.	\$US	B2	1,000,000	6 a 6.5	1	10.00%	Hipotecaria
Inti S.A.	\$US	BBB3	3,000,000	4.5 a 6.5	4.5	9.80 a 10.70%	Quirografaria
Efec S.A. III	UFV	AA3	18,102,987	6	6	9.00%	Quirografaria
Soboce S.A.	\$US	AA3	35,000,000	3 a 6	3	7.00 a 8.50%	Quirografaria
Cia. de Seguros Fortaleza S.A.	\$US	A2	500,000	5	5	10.00%	Quirografaria
Ingelec S.A.	\$US	BBB1	2,000,000	2	2	10.00%	Quirografaria
Bisa Leasing S.A. II	\$US	A2	6,000,000	2 a 3	2	6.80 a 7.20%	Quirografaria
Exportadores Bolivianos S.A.	\$US	BBB2	3,000,000	1 a 3	1	8.00 a 10.00%	Quirografaria
Gravetal Bolivia S.A.	\$US	N-1	20,000,000	0.5 - 1	0.5	3.50 a 5.50%	Quirografaria
2005							
Cobee	\$US	AA2 AA3	30,000,000	3 a 7	3	7.00 a 9.50%	Quirografaria
Fancesa II (30MM)	\$US	A1	5,000,000	4	4	8.25%	Quirografaria
Bolser (1MM)	\$US	A2	500,000	3	1	8.00%	Quirografaria
Bisa Leasing (15MM)	\$US	A2	2,000,000	2	2	6.80%	Quirografaria
Nafibo (bonos Fere) (50MM)	\$US		20,000,000	1	1	4.70%	Gubernamental
Gravetal Bolivia S.A.	\$US	N-1	5,000,000	1	1	4.50%	Quirografaria
Valle Hermoso S.A.	\$US		500,000	1	1	5.00%	Quirografaria
2006							
Electropaz S.A.	UFV	AA3	28,319,545	8	6	6.05%	Quirografaria
Efec IV	UFV	AA3	20,124,807	6	3	6.05%	Quirografaria
Gravetal II	\$US	AA3	25,000,000	5	3	8.00%	Quirografaria
Fancesa II (30MM)	\$US	A1	5,000,000	4	4	8.25%	Quirografaria
Bisa Leasing (15 MM)	\$US	A2	3,000,000	3	3	7.2 a 7.4%	Quirografaria
Bolser (1MM)	\$US	A2	500,000	3	1	8.00%	Quirografaria

* Según las series en que están compuesta la emisión y el plazo de vigencia de cada una de ellas

Fuente: BBV

CUADRO 3

	Acciones	BTS	LT's	DPFs	Bonos	VTD	Pagares	Otros	Exterior	Liquidez	TOTAL
FCI	1,198	1,716,886	1,497	255,483	204,570	9,387		5,138	61,883	42,572	2,298,614
Compañías de Seguros	4,119	253,118	8,581	65,286	43,710	4,984	126	16,363		19,645	415,932
Fondos de Inversión	793	15,946	26,570	136,157	13,856	2,381	3,813	11,830	18,756	99,824	329,927
TOTALES	6,110	1,985,950	36,648	456,926	262,136	16,752	3,939	33,331	80,639	162,041	3,044,473
Estructura	0.20%	65.23%	1.20%	15.01%	8.61%	0.55%	0.13%	1.09%	2.65%	5.32%	100.00%

Fuente: BBV y SPVS

→ en dólares a 10 años la tasa se reduce a 9,40%.

En el Mercado de Valores el costo de financiamiento reflejado en la tasa de interés tiene una directa relación con el riesgo asociado a la empresa emisora de valores. Los emisores con mayor riesgo asociado pagan una tasa de interés mayor que aquellos emisores con menor riesgo, debido a la transparencia que existe en ese mercado que permite a los inversionistas evaluar el riesgo asociado a cada emisión y emisor.

Pero el financiamiento a través del mercado de valores no solamente registra mejoras en las condiciones de plazo y tasa, sino también en las condiciones de períodos de gracia para comenzar a amortizar capital, garantías y moneda (cuadro N° 2).

En lo que a plazos de gracia para comenzar a amortizar capital se registran plazos que van entre seis meses a seis años. En cuanto a garantías, en la mayoría de los casos las garantías otorgadas son comunes y generales, vale decir, que las empresas no han tenido que otorgar garantías específicas y lo que el inversionista evalúa es más bien la capacidad de las empresas para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones y no así los activos que puede otorgar en garantía. Y en cuanto a moneda, se observa que a través del mercado de valores las empresas pueden obtener financiamiento en moneda nacional ajustada a la inflación, lo que se conoce como unidades de fomento a la vivienda (UFV).

Estas significativas mejoras en las condi-

ciones de financiamiento que están permitiendo que el sector productivo se financie en las condiciones que requiere, lo que es muy diferente a que se financie en las condiciones que el financiador le puede dar, solamente son y serán posibles, en la medida en que se cuente en el país con ahorro de mediano a largo plazo.

Dónde están invertidos los ahorros de Mediano y Largo Plazo

En el cuadro N° 3, se puede observar el destino de los recursos que conforman los Fondos de Pensiones (FCI) y los Fondos de Inversión y de los administrados por las Compañías de Seguros al 31 de diciembre de 2006.

Como se puede observar más del 67% de los recursos se encuentran invertidos en Bonos (BTS) y Letras (LTS) emitidos por el Tesoro General de la Nación (TGN), lo que equivale a un monto cercano a los 2.000 millones de dólares. El resto de los recursos, con excepción de las inversiones en el exterior, están invertidos en valores emitidos por el sector privado nacional. Sin embargo, es importante indicar que de los 1.700 millones de dólares que el FCI tiene invertidos en Bonos del TGN, alrededor de

350 millones son inversiones voluntarias, vale decir en exceso a lo que de acuerdo a normativa está obligado a invertir. A ese monto se debe sumar el monto invertido por las Compañías de Seguros en Bonos del TGN que siempre es voluntario.

Tanto las AFP como las Compañías de Seguros se han visto obligadas a invertir mayores recursos en Bonos del TGN por la falta de otras alternativas de inversión, que se debe a la falta de visión de los distintos gobiernos que no han sido capaces de generar normativa apropiada para ampliar las alternativas de inversión y de capacidad y voluntad del sector privado nacional para aprovechar esos recursos en el financiamiento de sus actividades productivas.

Por otra parte, se debe también mencionar que los recursos de los Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros que se han invertido en depósitos a plazo fijo (DPF) emitidos por las instituciones financieras han contribuido a mejorar el plazo promedios de sus captaciones, el que gracias a esas inversiones se encuentra en la actualidad en el año y medio. Evidentemente, sin la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros en DPF's, el plazo promedio de captaciones de esas instituciones financieras se va a reducir con el consiguiente efecto negativo en las condiciones de financiamiento que podrán otorgar.

Tareas pendientes

A pesar de las evidentes mejoras en las condiciones de financiamiento hasta ahora logradas, existen diversos aspectos en los que se debe trabajar para que el único ahorro de mediano y largo plazo contribuya más y mejor al desarrollo económico y social del país. Entre estos aspectos están el hecho de que sólo 70 emisores se financian a través del mercado de valores, siendo la mayoría empresas medianas y grandes y dentro de estas, una sola se ha financiado mediante la emisión de acciones.

Asimismo, resulta incomprensible que no se financie a través del mercado de valores a Prefecturas y Municipios tomando en cuenta la necesidad que tienen de desarrollar obras de infraestructura para lo que requieren financiamiento a largo plazo y en moneda nacional. Tampoco es entendible que los bancos, fondos financieros, mutuales y cooperativas, teniendo limitaciones en cuanto al plazo y moneda en que los ahorristas les dejan su plata no recurran al mercado de valores para obtener financiamiento a largo plazo y en moneda nacional para así poder financiar a sus clientes

en mejores condiciones de las que actualmente pueden otorgar.

Propuestas para que el único ahorro de mediano y largo plazo existente contribuya al desarrollo económico y social del país

Por diversas razones, es una realidad que no todas las pequeñas y medianas empresas (Pymes) pueden acceder al mercado de valores, pero es una necesidad que esas empresas, principalmente las productivas accedan a financiamiento y en condiciones que se ajusten a sus necesidades. Para ello se deben generar mecanismos y vehículos que permitan a las Pymes acceder indirectamente a financiamiento a través del mercado de valores. Uno de esos mecanismos pueden ser las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), cuyo proyecto de ley elaborado por la Bolsa Boliviana de Valores S.A. es de conocimiento del actual gobierno. Mediante las SGR es posible transferir los recursos de los Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros a las Pymes como sucede en otros países, en consecuencia, no se trata de una utopía o de una buena intención.

Por otra parte, para posibilitar el financiamiento a la vivienda a través del mercado de valores en el corto plazo se debe corregir la normativa vigente. Por ejemplo las cédulas hipotecarias que es un instrumento contemplado en el Código de Comercio, por ciertas disposiciones contenidas en la Ley de Bancos, su emisión resulta inviable. Con el mismo propósito se debe emitir nueva normativa que permita la emisión de valores hipotecarios sin necesidad de la participación de las instituciones financieras como los bancos, fondos financieros y mutuales, como es el caso de las sociedades administradoras de mutuos

hipotecarios que operan en otros países.

Ante la imperiosa necesidad que existe de desarrollar infraestructura que mejore las condiciones de vida y/o de producción, fundamentalmente en las áreas rurales, se requiere impulsar el financiamiento de Prefecturas y Municipios a través del mercado de valores. Para ello la Bolsa Boliviana de Valores S.A. ha elaborado una propuesta que permite a municipios rurales organizados en mancomunidades, a fin de reducir los costos de estructuración, obtener financiamiento a largo plazo y en moneda nacional mediante la titularización de ingresos futuros provenientes de participación popular o el IDH.

Para que las entidades financieras puedan financiar al sector productivo en las condiciones que se ajustan a sus necesidades requieren diversificar sus propias fuentes de financiamiento, lo que podría suceder si acuden al mercado de valores emitiendo bonos a largo plazo y en moneda nacional. Para ello es necesario simplemente modificar algunas disposiciones contenidas en la Ley de Bancos que en la actualidad hace inviable esta posibilidad.

Seguramente hay y habrá muchas otras propuestas para mejorar el acceso y condiciones de financiamiento del sector productivo. Pero está absolutamente claro que sin ahorro interno de mediano y largo plazo no será posible desarrollar un sector productivo sólido y con sostenibilidad que genere empleo y riqueza. Tampoco podremos, como país, ser más soberanos y menos mendigos, porque al no tener ahorro de mediano y largo plazo, no tendremos otra alternativa que recurrir, como siempre, a la cooperación internacional y a los países amigos ■

* Analista económico financiero, actualmente Gerente General de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.