
Fuentes de financiamiento no bancario al sector privado

GCEF MERCOSUR 2011



Oficina	E-mail de Contacto
Argentina	
Banco Central de la República Argentina Gerencia de Estadísticas Monetarias	estadis.monyfn@bcra.gov.ar
Brasil	
Banco Central de Brasil. División Monetaria y Bancaria (Dimob). Departamento Económico (Depec)	dimob.depec@bcb.gov.br
Paraguay	
Banco Central del Paraguay. Departamento de Estudios Monetarios y Financieros. Gerencia de Estudios Económicos	informaciones@bcp.gov.py
Uruguay	
Banco Central del Uruguay Departamento de Análisis Monetario. Departamento de Estudios y Regulación.....	dam@bcu.gub.uy

El contenido del presente documento es exclusiva responsabilidad de los autores y en ningún caso debe considerarse que refleja los puntos de vista de la Unión Europea.



Este documento fue elaborado en el marco del Proyecto de Cooperación Técnica y Financiera de la Unión Europea y el MERCOSUR, “Apoyo al Monitoreo Macroeconómico” (AMM).

El Proyecto AMM tiene como principales objetivos desarrollar, armonizar, validar y divulgar estadísticas fiscales, monetarias y de balanza de pagos del bloque, así como también profundizar los espacios de reflexión y diálogo macroeconómico entre los Estados Parte.

La consecución de los objetivos del Proyecto se da a través del fortalecimiento de las actividades que vienen desarrollando los Ministerios de Economía (Hacienda y/o Finanzas) y Bancos Centrales de los países del bloque en el marco del trabajo del Grupo de Monitoreo Macroeconómico (GMM).

AUTORIDADES

Director Regional: Octavio Groppa
Coordinador Técnico: Fernando Curi
Responsable Primario del Componente Monetario: Ericsom Semerene Costa

.....
Coordinador Principal del Estudio: Ricardo N. Bebczuk

Especialistas de país:

Thomas Williams e Horacio Pozzo (Argentina)
María Cecilia Llambi e Gonzalo Zunino (Senior) e Fiorella Pizzolón (Junior) (Uruguay)
Clécio Dias e Nilton Cardoso (Brasil)
César Cabello (Senior) e Marcela Achinelli (Junior) (Paraguay)



INDICE

Introducción	2
1. Desarrollo del sistema financiero en el MERCOSUR y sus determinantes	2
2. Enfoque macroeconómico para la medición del financiamiento no bancario	8
2.1 Metodología	9
2.2 Resultados	12
Anexo: Datos del producto bruto y tipo de cambio nominales utilizados en los cálculos	12
3. Enfoque microeconómico por el lado de la oferta para la medición del financiamiento no bancario.....	28
3.1 Metodología	28
3.2 Resultados	34
Anexo: Denominación de los intermediarios financieros en cada país del MERCOSUR	41
4. Enfoque microeconómico por el lado de la demanda para la medición del financiamiento no bancario	43
4.1 Metodología	43
4.2 Resultados de las Enterprise Surveys	43
4.3 Otras encuestas empresarias de interés	47
5. Conclusiones y recomendaciones	48
<i>Apéndice: Fuentes de datos y bibliográficas consultadas</i>	<i>54</i>

Introducción

El principal desafío que presenta la medición del financiamiento no bancario al sector privado es la ausencia de estadísticas oficiales, especialmente para el segmento no regulado. El objetivo central del Estudio es establecer criterios de clasificación de las diversas fuentes de financiamiento no bancario y metodologías apropiadas de medición de los mismos, presentando en cada caso la información actualizada disponible para Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Para facilitar su uso futuro en el marco del MERCOSUR, se procurará ofrecer criterios y metodologías armonizados entre los cuatro países y pasibles de actualización periódica. Como primer paso en esta tarea, se considerará como intermediación no bancaria toda aquella realizada por entidades financieras no reguladas por el Banco Central.¹

De cara a este objetivo, el estudio plantea un marco conceptual del análisis y presenta estimaciones cuantitativas del financiamiento no bancario bajo diferentes alternativas, que utilizan distintas fuentes de información. Los tres enfoques metodológicos serán denominados como: (1) Enfoque macroeconómico; (2) Enfoque microeconómico por el lado de la oferta; y (3) Enfoque microeconómico por el lado de la demanda.

La estructura del trabajo estará organizada en base a las siguientes secciones. La Sección 1 presenta datos generales sobre el grado de desarrollo financiero, para comprender el contexto en el que se desenvuelve la intermediación no bancaria en los países bajo estudio. Las siguientes secciones están abocadas a introducir cada una de las metodologías sugeridas y a reportar la información disponible en cada caso. Así, la Sección 2 desarrolla el enfoque

macroeconómico, la Sección 3 el enfoque microeconómico por el lado de la oferta y la Sección 4 el enfoque microeconómico por el lado de la demanda. La Sección 5 expone las principales conclusiones y sugiere opciones para mejorar el volumen y calidad de la información disponible para uso de los encargados de la política económica y financiera en los países del MERCOSUR.

1. Desarrollo del sistema financiero en el MERCOSUR y sus determinantes

En esta breve sección inicial se presentarán algunos indicadores de profundidad del sistema financiero en el bloque regional y se indagará en sus causas. Asimismo se explicará su grado de desarrollo absoluto y relativo a otros países con sustento en la literatura empírica internacional. El mensaje principal de esta primera sección es fijar dos nociones trascendentes para el desarrollo ulterior del Estudio: por un lado, la importancia casi excluyente del sistema bancario dentro de la intermediación formal y, por el otro, la esperable alta incidencia del financiamiento no bancario como respuesta a la escasa profundidad del sistema bancario formal. Al respecto, esta distinción entre “bancario” y “no bancario” no es la misma que se utilizará en secciones sucesivas del trabajo, que se basarán en cambio en el concepto de “regulado por el Banco Central” y “no regulado por el Banco Central”. Sin embargo, la inexistencia de estadísticas internacionales sobre crédito no regulado obligan a adoptar, sólo para esta sección, la diferenciación entre bancario (crédito del sistema financiero al sector privado) y no bancario (mercado de capitales y otros intermediarios no bancarios regulados).

El Gráfico 1 revela que el cociente de crédito privado a PBI, la medida más popular de pro-

1 A fines de completar el conjunto de información sobre fuentes de financiamiento, esta clasificación incluirá también a ciertas entidades que, aun siendo reguladas por el Banco Central, no reportan datos públicamente disponibles.

2 El análisis no se detiene en el crédito concedido por el sistema bancario al sector público debido a que el Estudio se concentra en el crédito al sector privado. De todas formas, el crédito al sector público, sin incluir los títulos públicos, representa una proporción marginal dentro del crédito al sector no financiero del sector bancario, con valores inferiores al 15% en todos los países (14.5% en Uruguay, 12.4% en Argentina, 1.9% en Brasil y 0.00015% en Paraguay).

fundidad del sistema bancario, alcanza en los países de interés valores muy inferiores (25.7% del PBI en promedio para los cuatro países) al promedio mundial (75.5%). En el extremo inferior se ubica Argentina (12.1%) y en el superior, Brasil (45%). Este es un indicador claro del modesto grado de desarrollo del crédito bancario formal.

A su vez, la intermediación formal por fuera del sistema bancario exhibe un nivel de profundidad todavía más bajo, una característica propia de países en desarrollo, en los que prevalecen los sistemas financieros basados en bancos. En particular, de acuerdo al Gráfico 2, el mercado de capitales ostenta valores de capitalización sobre PBI de 24.6% en promedio para los cuatro países, contra un promedio mundial de 89.5%.³

Sin embargo, la capitalización de mercado (el número de acciones en circulación por su precio) es una medida inapropiada del acceso al financiamiento por parte de las empresas, ya que un cambio en la capitalización puede producirse simplemente por operaciones en el mercado secundario que modifiquen el precio de mercado de los títulos, sin que medien nuevas emisiones de títulos en el mercado primario. Un indicador más pertinente del desarrollo del mercado de capitales es el número de empresas en oferta pública de acciones. Si bien este número no refleja los montos obtenidos a través de colocaciones primarias –que se presentarán en la próxima sección-, sí da cuenta de la penetración del mercado de capital en el sector privado; además del número absoluto de empresas, la divergencia en el número total de empresas entre países exige una medida comparativa, para lo cual se utilizará como numérico, a falta de información sobre el número de em-

presas, el número de habitantes adultos en el país. Según lo muestra la Tabla 1.1, un minúsculo número de empresas lista sus acciones en Bolsa, desde un mínimo de 8 empresas en Uruguay a un máximo de 377 en Brasil. En claro contraste, el sistema bancario abastece de crédito a alrededor de un millón de deudores en Paraguay y Uruguay, a cerca de 13 millones en Argentina y a 29 millones en Brasil. Semejantes diferencias confirman la indudable preponderancia relativa del sistema bancario frente a otros mercados formales, aun cuando el stock de crédito bancario sea bajo para estándares internacionales.⁴

Esta última observación invita la pregunta de por qué los países del bloque tienen sistemas bancarios de baja profundidad. La literatura académica ha identificado un pequeño conjunto de variables explicativas de carácter macroeconómico e institucional, que incluye un índice de protección de los derechos legales de los acreedores, la eficiencia del sistema judicial para resolver disputas de pago (medida por el número de días promedio que conllevan estos litigios judiciales), la existencia de bureaux de crédito y el PBI per cápita.⁵ En la Tabla 1.2 se presentan los valores de estas variables para los cuatro países en 2009, que se ubican en promedio alrededor de la media mundial, aunque con diferencias marcadas entre países. La regresión, calculada para este trabajo para una muestra de corte transversal de 127 países en el período 1995-2007, aparece en la Tabla 1.3. Los resultados implican que este modelo posee una elevada bondad de ajuste.⁶ Los valores predichos por la regresión son relativamente cercanos al nivel observado de crédito sobre PBI en Brasil (con un valor observado de 35% y un valor predicho de 31%), Paraguay (24% y 30%) y Uruguay (53% y 49%). Sin embargo, para Argentina el valor estimado es el tri-

3 Estas cifras incluyen la capitalización de las empresas residentes, así como las multinacionales que cotizan en el mercado interno. Esto implica que el tamaño del mercado de acciones puramente nacionales puede estar sobreestimado. Sin embargo, los datos disponibles no permiten tener agregado el dato total de la capitalización de las empresas multinacionales.

4. La base de datos del FMI incluye información sobre el número de deudores en un número reducido de países. Sin embargo, a efectos de la comparación internacional, puede citarse que el número de deudores por cada 1.000 adultos en Chile y España es de 340 y 351, respectivamente, un valor similar al promedio del MERCOSUR (372). Sin embargo, sí aparece una diferencia marcada en el desarrollo del mercado de capitales: el número de empresas cotizantes de acciones en Chile es de 232 y de 3.435 en España. En porcentaje del número de adultos, estos valores son de 0.02 y 0.11, frente a un promedio de 0.006 para el MERCOSUR.

5. Ver por ejemplo Djankov S., C. McLeish y A. Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics*.

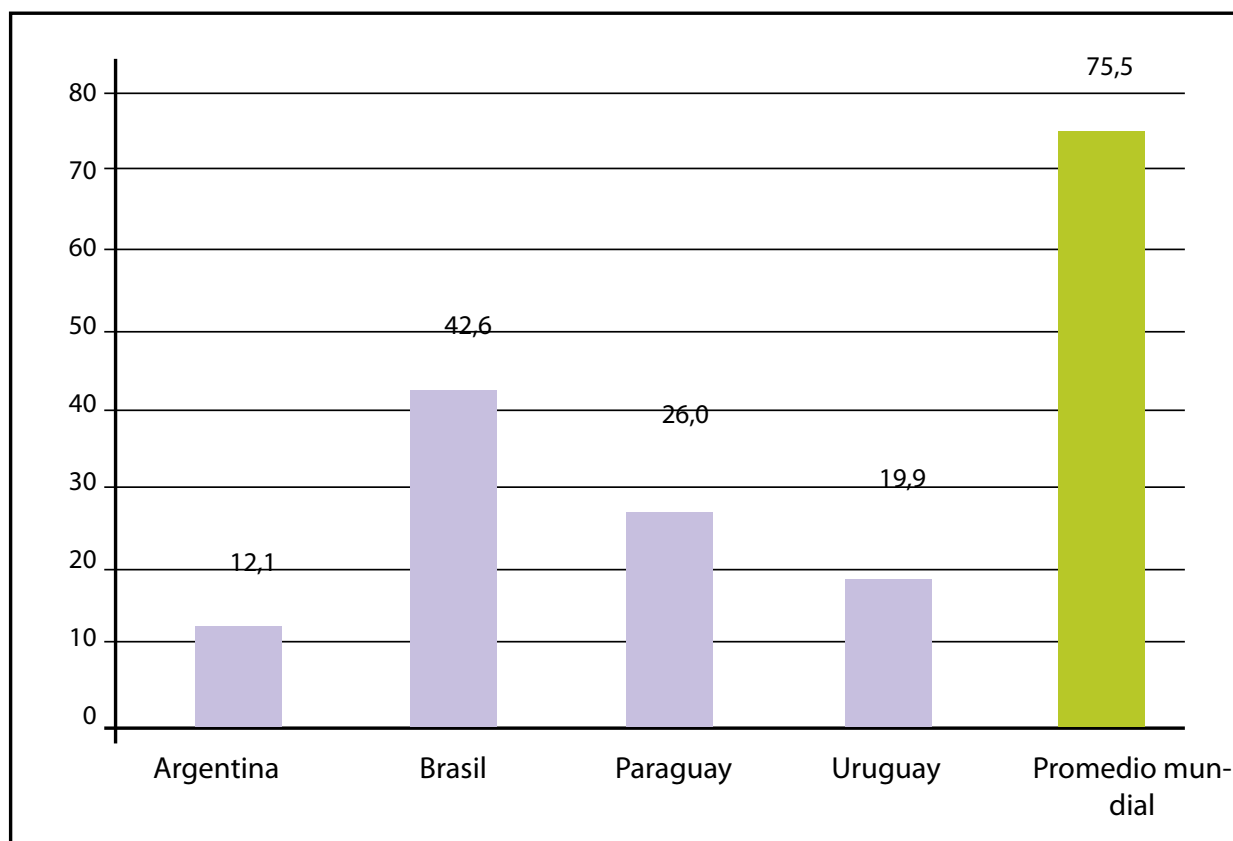
6. Otras variables que presumiblemente influyen sobre la profundidad del sistema financiero son la incertidumbre macroeconómica, que desalientan la demanda y oferta de préstamos, y la distribución del ingreso y el grado de informalidad de la economía, que impiden el acceso al crédito de un porcentaje importante de la población. Sin embargo, medidas de incertidumbre como la inflación no han sido suficientemente robustas en los ejercicios econométricos realizados, al tiempo que las medidas de distribución e informalidad existen para una muestra acotada de países. Por otra parte, es previsible que todas estas variables tengan efectos cuando se comparan países con valores extremos, pero que no tengan tal efecto para cambios suaves. Por ejemplo, un país con una tasa de inflación del 100% puede tener menor profundidad financiera que otro con una tasa del 3%, pero no es dable esperar que este último tenga más crédito que otro con una inflación anual del 1%.

ple del observado (61% contra 19%), lo cual sugiere que para este país otros factores –posiblemente ligados a los episodios de volatilidad extrema a nivel económico e institucional a lo largo de las últimas décadas- han afectado negativa y notoriamente el desarrollo de la intermediación bancaria formal.

Como se verá en las secciones que siguen, el resultado común de una baja oferta de crédito bancario ha favorecido su sustitución parcial por otros vehículos de financiamiento no bancario.

Gráfico 1

Crédito al sector privado sobre PBI en el MERCOSUR y el mundo
Datos para 2009

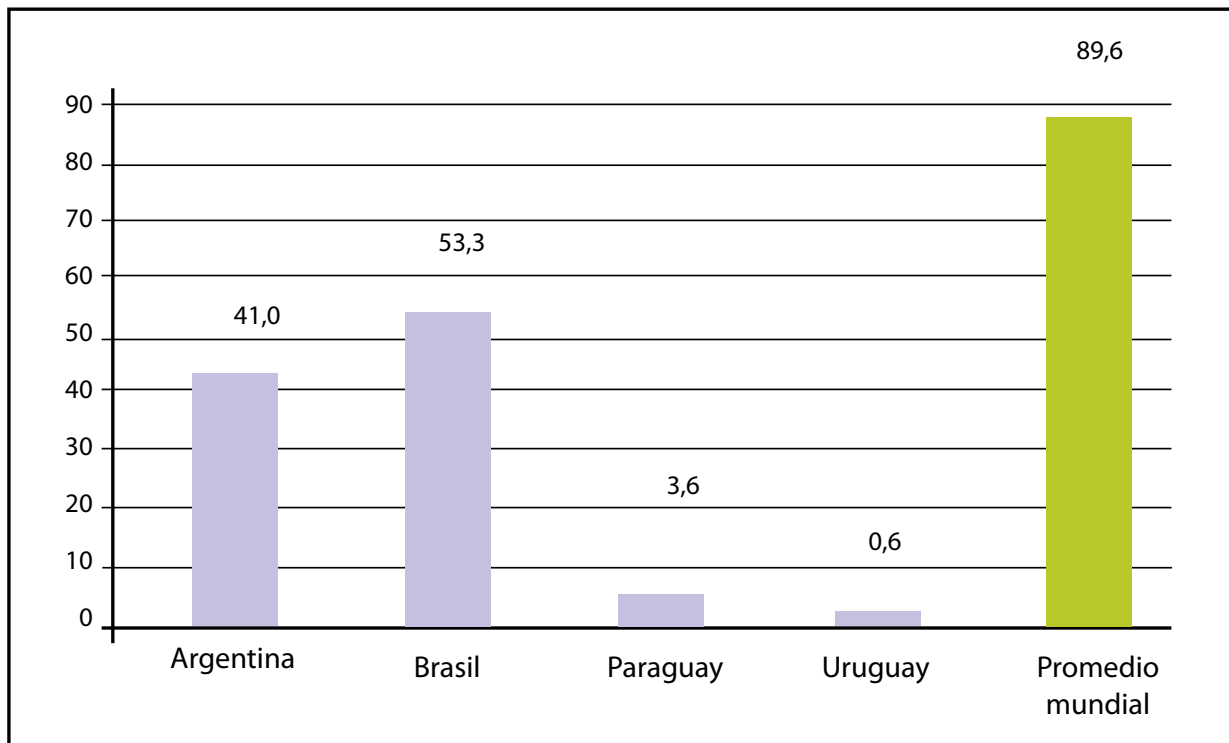


Fuente: Bancos Centrales de cada país. Promedio mundial: Data Catalog del Banco Mundial, <http://data.worldbank.org>.



Gráfico 2

Capitalización bursátil sobre PBI en el MERCOSUR y el mundo Datos para 2009



Fuente: Data Catalog del Banco Mundial, <http://data.worldbank.org>

Tabla 1.1

Número de deudores del sistema bancario y de empresas en oferta pública				
Variable	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Número de deudores del sistema bancario (total)	12.822.526	28.998.800	450.000	1.109.000
Número de deudores del sistema bancario (por cada 1.000 adultos)	501	225	94	670
Número de empresas en oferta pública (total)	101	377	50	8
Número de empresas en oferta pública de acciones (por cada 1.000 adultos)	0,0039	0,0029	0,0105	0,0048

Fonte: Financial Access Survey, FMI, <http://fas.imf.org> (en base a información primaria de los respectivos Bancos Centrales) para Argentina y Uruguay; Banco Central de Argentina; Banco Central de Paraguay; y Relatório de Estabilidade Financeira, Setiembre 2010, Banco Central de Brasil. Los datos corresponden a 2010 e incluyen a todos los deudores del sector privado (empresas y familias). El dato de número de adultos en cada país, usado en la segunda y cuarta fila, proviene del Data Catalog del Banco Mundial.

Tabla 1.2

Variables explicativas del crédito privado - Datos para 2009					
Variable	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Promedio Mundial
Índice de derechos legales de los acreedores (rango 0-4, con valores más altos para mayores derechos)	3	1	1	3	1,8
Existencia de bureaus de crédito (1 si existe, 0 en caso contrario)	1	1	1	1	0,8
Número de días promedio para la resolución de disputas judiciales por falta de pago	260	566	285	620	390
PBI per cápita (en dólares corrientes)	7,626	8,121	2,242	9,420	8,581

Fonte: Doing Business, Banco Mundial, www.doingbusiness.org, excepto por PBI per cápita, obtenido de CEPAL (www.eclac.org/estadisticas/) para el MERCOSUR y del Banco Mundial (<http://data.worldbank.org>) para el promedio mundial.

Tabla 1.3

Determinantes del crédito privado sobre PBI	
Variable dependiente: Crédito privado sobre PBI	Coefficientes estimados (estadístico t en paréntesis)
Derechos legales de los acreedores	0,059*** (3,11)
Existencia de bureaus de crédito	0,199*** (5,00)
Días para resolución disputas judiciales	-0,219*** (-2,46)
PBI per capita	0,323*** (8,12)
Constante	0,0623526 (1,2)
Observaciones (países)	127
Estadístico F (valor p)	48,7(0,000)
R2	0,65

***Significativo al 1%, **Significativo al 5%, *Significativo al 10%

Nota: Los estadísticos t están contruidos en base a estimadores robustos de los errores estándar.



2. Enfoque macroeconómico para la medición del financiamiento no bancario

El enfoque macroeconómico recurre a variables agregadas a nivel del sector privado para proponer un primer método de medición consistente y que internaliza las restricciones informativas existentes. Tal cual se explicará en breve, la metodología reposa sobre el uso de identidades de flujos de fondos, para lo cual se requiere contar previamente con un esquema de clasificación de fuentes de financiamiento.

La Tabla 1 expone los distintos criterios de clasificación. Específicamente, debe en primer lugar diferenciarse entre los stocks y los flujos. Si bien los stocks de financiamiento permiten medir el grado de profundidad financiera general y por instrumento, la contribución marginal de cada fuente debe medirse a través del aumento o disminución del stock, esto es, el flujo de nuevo financiamiento del gasto en cada período⁷. Por su parte, la oferta de financiamiento puede provenir de la propia unidad económica (autofinanciamiento) o de terceros, y en este segundo caso puede tener origen local (residentes en el

país) o extranjero (no residentes). En términos del canal de intermediación, ésta puede tener lugar a través del mercado bancario, el mercado de capitales u otros mercados no bancarios.

También se pueden clasificar estos mercados en regulados y no regulados. En el primer grupo se encuentran el sistema bancario y el mercado de capitales, mientras que los otros mercados no bancarios muestran una amplia variedad en este frente, con algunos intermediarios no regulados, otros a cargo del regulador bancario y algunos bajo una jurisdicción regulatoria distinta a las anteriores; también pertenecen al segmento no bancario y no regulado un número de intermediarios informales y mayormente atomizados. El tipo de contrato también determina otro criterio clasificatorio, entre contratos de renta fija (donde se pactan obligaciones preestablecidas en términos nominales) y contratos de renta variable (donde las obligaciones son contingentes al resultado final del emisor del título). Asimismo, el emisor puede ser el sector público o el sector privado; dentro de este último, que es el sector de interés en este Estudio, debe distinguirse entre las empresas y las familias.

⁷ Una desventaja adicional de los stocks, y de la medición de flujos a partir de cambios en los stocks, es que pueden variar por un mero cambio en los precios de mercado, sin que medie emisión primaria alguna. Por supuesto este problema es privativo de los activos negociables valuados a precios de mercado.

Tabla 1.4

Criterios de clasificación de las fuentes de financiamiento	
Criterio de clasificación	Categorías
Por imputación contable	Stock Flujo
Por proveedor del financiamiento (Oferta)	Propio (no intermediado) De terceros (intermediado)
Por país de residencia del intermediario	Externo Doméstico
Por mercado de intermediación financiera	Mercado Bancario Mercado de Capitales Otros mercados no bancarios
Por estructura legal y regulatoria del intermediario	Regulado (Formal) No regulado (Informal)
Por tipo de contrato financiero (Instrumentos)	Renta fija Renta variable
Por sector destinatario del fondeo (Demanda)	Sector público Empresas privadas Familias

2.1 Metodología

Teniendo en mente la clasificación anterior, en este apartado se desarrolla una simple metodología de flujos de fondos para medir de manera indirecta el volumen de financiamiento no bancario del sector privado no financiero. Comenzando por el sector de empresas no financieras (que excluye

a los intermediarios financieros), el análisis parte de la identidad contable que iguala el gasto total del sector (consumo más inversión bruta) con los flujos de financiamiento neto correspondientes.⁸ Esta igualdad (estrictamente, una identidad, denotada por el símbolo " \equiv ") entre usos de fondos ("arriba de la línea") y fuentes de fondos ("abajo de la línea") puede escribirse como:

$$\text{Gasto} - \text{Ingreso Disponible} \equiv \text{Financiamiento de Terceros} \quad (1)$$

La ecuación (1) simplemente indica que todo exceso de gasto sobre ingreso disponible requiere financiamiento de terceros. Como el gasto de las

empresas es igual a la acumulación de activos corrientes y no corrientes y el ingreso disponible de las empresas es el autofinanciamiento

⁸ La referencia a flujos de financiamiento neto implica que el cálculo no debe contemplar los stocks, y además debe considerar el valor neto entre las nuevas emisiones y las cancelaciones de pasivos en cada período.

–igual a su vez a las ganancias retenidas, definidas como ganancias totales más cargos por depreciación menos dividendos pagados a los accionistas-, al tiempo que el financiamiento de terceros se compone de financiamiento externo y doméstico, se llega a la ecuación (2):

$$\text{Variación de activos corrientes y no corrientes} - \text{Autofinanciamiento} \equiv \text{Financiamiento externo} + \text{Financiamiento doméstico} \quad (2)$$

Considerando, a partir de las ecuaciones (3) y (4), que el financiamiento doméstico se descompone en financiamiento bancario y no bancario (siendo este último el que reviste el principal interés para este Estudio), y que a su vez el financiamiento no bancario se divide en el canalizado por el mercado de capitales y por otras fuentes no bancarias, se arriba a la ecuación (5):

$$\text{Financiamiento doméstico} \equiv \text{Financiamiento Bancario} + \text{Financiamiento No Bancario} \quad (3)$$

$$\text{Financiamiento No Bancario} \equiv \text{Financiamiento vía Mercado de Capitales} + \text{Otro Financiamiento No Bancario} \quad (4)$$

$$\text{Variación de activos corrientes y no corrientes} - \text{Autofinanciamiento} \equiv \text{Financiamiento externo} + [\text{Financiamiento Bancario} + \text{Financiamiento vía Mercado de Capitales} + \text{Otro Financiamiento No Bancario}] \quad (5)$$

Como se notara al inicio, una fundamental ventaja de este planteo es que permite calcular en forma indirecta la variable “Otro financiamiento No Bancario”, cuya medición directa se ve impedida por la carencia de estadísticas oficiales sobre un amplio espectro de intermediarios, como se dejará constancia en la Sección 3. Tal cual se verifica en la ecuación (6), esta variable surge como diferencia una vez que se computan otras variables para las cuales sí existe información oficial y pública:

$$\text{Otro Financiamiento No Bancario} \equiv \text{Variación de activos corrientes y no corrientes} - \text{Autofinanciamiento} - \text{Financiamiento externo} - \text{Financiamiento Bancario} - \text{Financiamiento vía Mercado de Capitales} \quad (6)$$

A los fines operativos, la acumulación de activos corrientes y no corrientes, vale decir, las necesidades de financiamiento de las empresas, se medirán como la formación bruta de capital (la suma de la inversión bruta fija más el cambio en los inventarios) más el cambio en los activos líquidos de las empresas (aproximado a través del cambio en los depósitos a la vista en el sistema bancario). El financiamiento bancario es igual al cambio en el crédito comercial otorgado por el sistema bancario. Los flujos de financiamiento a través del mercado de capitales son iguales a la emisión de bonos y acciones, y el financiamiento externo a la emisión de deuda externa más la inversión externa directa netas.⁹ Estas definiciones se incorporan en la ecuación (7):

$$\text{Otro financiamiento empresario no bancario neto} \equiv \text{Formación bruta de capital} + \text{Cambio en depósitos a la vista} - (\text{Autofinanciamiento} + \text{Cambio en crédito bancario} + \text{Emisión de bonos en el mercado doméstico} + \text{Emisión de acciones en el mercado doméstico} + \text{Emisión de deuda externa} + \text{Inversión externa directa}) \quad (7)$$

⁹ No hay información pública disponible sobre las emisiones de acciones y bonos netas de recompras y cancelaciones, respectivamente, por lo que el cálculo se realizó a partir de las emisiones brutas, las cuales pueden sobreestimar la incidencia de esta fuente de recursos. Los bonos incluyen las securitizaciones.



Nótese que la ecuación (7) incorpora el hecho de que sólo las empresas, y no las familias, acceden al mercado de capitales doméstico y reciben financiamiento externo. La ecuación hace el supuesto realista de que las familias hacen depósitos de ahorro y a plazo, mientras que las empresas mantienen depósitos a la vista para el manejo de su liquidez (si bien las familias pueden y hacen depósitos, la práctica habitual es que no lo hagan a través de colocaciones a la vista). De igual manera, las emisiones del sector público en el mercado local e internacional están obviamente excluidas del cálculo.

También es preciso resaltar que este cálculo sufre de dos limitaciones a nivel informativo. Del lado de los recursos, la única variable para la que no se cuenta con información oficial es el autofinanciamiento empresarial. Como en los países del bloque (y en general en las economías en desarrollo) no existen cuentas financieras nacionales del sector empresarial, el autofinanciamiento se ha aproximado usando la estructura de financiamiento empresarial revelada en las encuestas empresariales (Enterprise Surveys) del Banco Mun-

dial, realizada en los cuatro países entre 2006 y 2009, a las cuales se hará referencia más adelante. La limitación restante, esta vez por el lado de los usos de fondos, es que la información agregada no permite identificar el crédito que las empresas conceden a otras empresas: al tratarse de un cálculo agregado al nivel del sector empresarial, el crédito inter-empresarial neto debe ser nulo, una vez que el crédito otorgado por algunas firmas se compensa exactamente con el pasivo asumido por las demás. Estas limitaciones no cuestionan sin embargo la validez general de la ecuación (7), la cual mide con razonable precisión la estructura de financiamiento de las empresas y, en particular, brindará una estimación agregada, al presente no existente, sobre el financiamiento extra-bancario en el MERCOSUR.

Lamentablemente no es posible desarrollar un análisis comparable para determinar de manera confiable las fuentes de financiamiento de las familias porque la información disponible es notoriamente más escasa. Para mostrarlo con claridad, la ecuación de flujos de fondos de las familias puede escribirse como:

$$\begin{aligned} & \text{Inversión residencial} + \text{Cambio en activos financieros domésticos} + \\ & \text{Cambio en activos financieros externos} - \text{Ahorro} \equiv \\ & \text{Cambio en crédito bancario} + \text{Cambio en crédito no bancario} \end{aligned} \quad (8)$$

En este caso la determinación residual del cambio en el crédito no bancario resulta menos confiable que para el caso de las empresas debido a las dificultades para medir (i) el ahorro familiar, (ii) las tenencias de bonos y acciones domésticas de las familias residentes, y (iii) el flujo de activos financieros externos. A lo largo del análisis se asume, siguiendo la lógica habitual, que son las familias las que acumulan activos financieros con fines de ahorro, mientras que las empresas solamente demandan activos líquidos como parte de su capital de trabajo. Respecto al ahorro, las estadísticas públicas reportan solamente el ahorro nacional del cual, con algunos supuestos,

puede inferirse el ahorro privado, esto es, la suma del ahorro familiar y empresarial, pero no cada uno de estos componentes.¹⁰ Por su parte, las autoridades del mercado de valores no reportan información agregada sobre quiénes son los titulares de las acciones y bonos privados y públicos emitidos en el país, por lo que no es posible discriminar la participación de las familias residentes y de los inversores extranjeros. En cuanto a las tenencias de moneda extranjera –mantenidas tanto dentro como fuera del país–, a pesar de representar una porción importante de la riqueza financiera en varios países, en muchos casos elude los circuitos de registro ofi-

¹⁰ La misma falta de datos sobre ahorro familiar y empresarial es la que impide contar con un dato oficial sobre autofinanciamiento (o ahorro) empresarial, que se ha suplido previamente recurriendo a información indirecta extraída de encuestas de financiamiento.

ciales. Adicionalmente, subsiste aquí la imposibilidad de medir el crédito inter-familiar que no pasa a través de intermediarios formales. Como resultado de esta carencia de información, los errores esperados de medición pueden ser graves.

No obstante, el cálculo del financiamiento no bancario de las familias no exige la medición de los rubros

$$\text{Cambio en crédito no bancario de las empresas} + \text{Cambio en crédito no bancario de las familias} \equiv 0 \quad (9)$$

Teniendo en cuenta que las familias acceden a préstamos bancarios o no bancarios, pero no emiten títulos

$$\begin{aligned} \text{Financiamiento de terceros a las familias} &\equiv \text{Cambio en crédito bancario a las familias} + \\ &\text{Cambio en crédito no bancario a las familias} \equiv \text{Cambio en crédito bancario a las familias} - \\ &\text{Cambio en crédito no bancario de las empresas} \end{aligned} \quad (10)$$

2.2 Resultados

En este siguiente apartado se presenta la cuantificación de las ecuaciones anteriores para los cuatro países del MERCOSUR a lo largo del período 2001-2009. Para facilitar la comparación entre países (dentro y fuera de la región), los datos se presentan como porcentajes del PBI respectivo. Sin embargo, los datos pueden con suma facilidad transformarse a moneda local o a dólares corrientes recurriendo a los valores presentados en el Anexo a esta sección.

Antes de presentar los resultados alcanzados, se explicita a continuación la forma en que se calcularon las variables relevantes y las fuentes de datos correspondientes. Debe notarse desde el inicio que la fuente directa de datos para los cálculos deberían ser las hojas de balance agregadas del sector de empresas privadas (no financieras) y de familias. Sin embargo, como ocurre en la mayoría de los países emergentes, en el MERCOSUR no se dispone de estadísticas financieras oficiales del sector privado, a diferencia de la situación en los países de la OCDE. Por ello se debió

de gasto del lado izquierdo de la ecuación (8), lo cual simplifica significativamente la estimación. A partir del hecho de que el mercado de crédito no bancario supone flujos entre empresas y familias residentes, por consistencia macroeconómica debe cumplirse que el flujo de crédito no bancario empresarial, obtenido en la ecuación (8), es equivalente al flujo de crédito no bancario de las familias con el signo opuesto:

tulos en el mercado de capitales o en el extranjero, esta última ecuación implica que:

recurrir, en algunos e insalvables casos, a supuestos numéricos plausibles y justificables, que se irán presentando a medida que lo requiera la estimación. Por otra parte, hacia el final de esta sección se evalúa la sensibilidad de los resultados a cambios en estos supuestos.

La inversión bruta del sector privado se calcula como la formación bruta de capital a nivel nacional (inversión fija más acumulación de inventarios) menos el gasto de capital del sector público. La inversión bruta empresarial, a su vez, es igual a ese valor menos la inversión residencial de las familias, que se supone, ante la ausencia de datos directos, igual al 80% del PBI del sector de la construcción.¹¹ La fuente de estos datos es CEPALSTAT, la base de datos estadísticos de CEPAL, disponible en www.eclac.org/estadisticas/. De la misma fuente se extrajeron el producto bruto interno y el tipo de cambio nominales.

Si bien la formación bruta de capital es en principio el principal activo acumulado por las empresas, no se debería ignorar que las empresas también adquieren ac-

11 Desafortunadamente no existen datos reales para respaldar esta suposición, la que se justifica en que las empresas deberían invertir principalmente en maquinaria y equipos antes que en nuevas plantas, por lo que la inversión residencial debería representar un porcentaje elevado de la inversión total en construcción. El valor utilizado se encuentra en el rango dentro del cual se mueve, por ejemplo, la inversión en construcción residencial como porcentaje de la inversión privada total en Estados Unidos. Según los datos del U.S. Census Bureau (www.census.gov/const/), este valor ha fluctuado entre 50% y 90% de acuerdo a datos mensuales para 1983-2010. 12 Lógicamente, tanto las familias como las empresas pueden tener depósitos a la vista y a plazo. Al mismo tiempo, las empresas pueden adquirir otros activos financieros. Ante la dificultad de contar con una serie temporal para todos los países sobre la porción de depósitos en manos de las empresas llevó a hacer este supuesto, cuya justificación radica en la presunción de que las empresas no financieras concentran su actividad en la inversión real y sólo invierten en el sistema financiero para mantener saldos líquidos de muy corto plazo para hacer pagos a sus proveedores y empleados. Las familias, por su parte, utilizan el sistema financiero principalmente con fines de ahorro; y, aun cuando se trate de saldos destinados a transacciones corrientes, hacen uso de cuentas de caja de ahorro y otras a plazo, antes que de depósitos a la vista. De todos modos, más adelante se flexibiliza este supuesto.

tivos corrientes para hacer frente a sus compromisos de capital de trabajo. A falta de datos de balance sobre los activos líquidos del sector empresario, la variación de los activos corrientes se supondrá igual al cambio en los depósitos a la vista en el sistema financiero.¹² La fuente de estos datos es también CEPALSTAT.

El autofinanciamiento se estimó a partir de las Enterprise Surveys del Banco Mundial, según las cuales el autofinanciamiento representa, en promedio para los cuatro países, el 85% de las fuentes no bancarias (con un rango estrecho de entre 79% y 95%).¹³ Esta encuesta de alcance nacional y para distintos tamaños de empresas cubrió una muestra de 1.063 empresas en Argentina en la encuesta de 2006, 1.802 empresas en Brasil (2009), 613 empresas en Paraguay (2006) y 621 empresas en Uruguay (2006). Estos datos, que se discutirán en mayor detalle en la Sección 4, están disponibles en el sitio www.enterprisesurveys.org. La relación de autofinanciamiento a total de fuentes no bancarias es considerablemente estable no sólo dentro del MERCOSUR sino a nivel internacional. Por ejemplo, el promedio para Chile, México y España es 88%.

La emisión bruta (al no contarse con la emisión neta) de bonos y acciones de empresas privadas no financieras se obtuvo de las siguientes fuentes: Argentina: Bolsa de Comercio de Buenos Aires (www.bolsar.com.ar) y del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC, www.iamc.sba.com.ar); Brasil: Comissão de Valores Mobiliários (CVM, www.cvm.gov.br) y Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, www.anbima.com.br); Paraguay: Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. (BVPA-SA, www.bvpassa.com.py); y Uruguay: Banco Central del Uruguay (BCU, www.bcu.gub.uy).

La emisión neta de deuda externa privada se extrajo de Global Development Finance, del Banco Mundial (<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-development-finance>). La información sobre inversión externa directa neta provino de CEPAL (www.eclac.org/

estadísticas/). El flujo neto de crédito bancario al sector privado no financiero se clasificó en préstamos de consumo y comercial de acuerdo a los criterios aplicados por los respectivos Bancos Centrales.¹⁴

Con esta información se han calculado para cada país, en las Tablas 2.2.1, 2.2.5, 2.2.9 y 2.2.13, las necesidades de financiamiento de las empresas y la participación del crédito bancario y, por diferencia, el peso de las demás fuentes de financiamiento, todos expresados como porcentaje del PBI. Las Tablas 2.2.2 y 2.2.3 (Argentina), 2.2.6 y 2.2.7 (Brasil), 2.2.10 y 2.2.11 (Paraguay) y 2.2.14 y 2.2.15 (Uruguay) muestran, en el primer caso con apertura por tipo de contrato y el consolidado en el segundo caso, la composición de las fuentes no bancarias, esto es, emisiones en el mercado doméstico, fuentes externas y la suma del autofinanciamiento y las demás fuentes no bancarias en porcentaje del PBI.

Por su parte, las Tablas 2.2.4, 2.2.8, 2.2.12 y 2.2.16 reproducen estos últimos cuadros expresándolos en función del total de las necesidades de financiamiento. Sin duda la información contenida en este último conjunto de tablas es la que reviste el mayor interés para los objetivos del Estudio, pero se consideró necesario dar cuenta de los detalles y cada paso del procedimiento seguido para la obtención de estos indicadores, lo cual facilitará la actualización periódica de la información.

En razón de la inestabilidad interna e internacional durante el período, la estructura de financiamiento no exhibe un patrón constante año tras año, aunque aun así permite establecer ciertos hechos estilizados de mediano plazo, a partir del promedio para el lapso bajo estudio.¹⁵ Así, la estructura de financiamiento de las empresas en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay se resume en la Tabla 2.2.17 a través de la mediana de la participación de cada fuente a lo largo del período 2001-2009.¹⁶

La tabla revela que: (a) La principal fuente de recursos de las empresas del MERCOSUR es el au-

13 Este porcentaje se ha calculado tras netear el crédito a proveedores de las fuentes no bancarias, de manera de hacer el cálculo consistente con la metodología del enfoque macro, bajo el cual el crédito inter-empresarial se cancela en el agregado.

14 Evidentemente estos flujos excluyen a la banca de segundo piso para evitar duplicaciones.

15 En el caso de Uruguay, a estos factores se suma la elevada participación de activos bancarios denominados en dólares, que hace los datos de crédito altamente susceptibles a la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, no se hizo ninguna corrección particular al respecto, sino que se tomaron los datos oficiales sobre el stock de crédito total (en pesos y dólares).

16 La media arroja valores relativamente similares a la mediana, pero se optó por precaución por la mediana para minimizar la eventual influencia de los valores extremos. Cabe notar que, debido al uso de esta medida estadística, las filas no deben sumar necesariamente 100%.

tofinanciamiento, que contribuye desde un mínimo de 30.5% en Brasil a un máximo de 65.3% en Argentina;¹⁷ (b) El financiamiento no bancario de terceros ("Otras fuentes no bancarias"), el foco de este trabajo, representa una proporción relativamente baja del total (9.3% en promedio), con un rango que va del 5.4% en Brasil al 11.5% en Argentina;¹⁸ (c) El aporte del crédito bancario es en promedio similar al del crédito no bancario (10.2%), variando entre 5.3% en Argentina y 16.4% en Brasil; y (d) Los recursos externos (emisiones de deuda e inversión externa directa) contribuyen con el 18.6% (con un mínimo de 9.9% en Argentina a un máximo de 30.4% en Uruguay), al tiempo que las emisiones de bonos y

acciones es de apenas 2.4% en promedio para Argentina, Paraguay y Uruguay, aunque Brasil aparece como una excepción (30.4%).¹⁹

Una forma complementaria de apreciar la relevancia del financiamiento no bancario es a través de los stocks en vez de los flujos. Como aproximación al stock neto del crédito no bancario se recurrirá a la suma de los flujos netos anuales calculados en las tablas anteriores. Este valor es un piso del dato verdadero, ya que supone que el stock inicial en el año 2000 era nulo. Aun así, el cuadro que sigue demuestra la trascendencia de medir y monitorear con mayor celo el desarrollo de estos mercados:

Tabla 2.2

Stock de crédito bancario y no bancario - Datos para 2009		
País	Crédito Privado sobre PBI	Estimación del Stock de crédito no bancario sobre PBI
Argentina	12.1	16.9
Brasil	42.6	4.2
Paraguay	26.0	10.6
Uruguay	19.9	10.9
<i>Promedio Mercosur</i>	25.2	10.7

Recordando que los cálculos incorporan algunos supuestos, es de interés evaluar la sensibilidad de los resultados anteriores a supuestos alternativos. En particular, la inexistencia de información directa ha forzado a adoptar tres supuestos: (a) el autofinanciamiento representa el 85% del total de fuentes no bancarias (implicando que el

financiamiento no bancario de terceros –la variable de interés del Estudio– constituye el 15% restante); (b) la inversión residencial representa el 80% de la inversión privada en construcción; y (c) el total de la variación de depósitos a la vista –una aproximación al cambio en activos corrientes de las empresas– es generada por las empre-

17 Cabe también apuntar aquí que el predominio de los fondos propios dentro de las fuentes de financiamiento constituye un hecho estilizado a nivel internacional (en el sentido de manifestarse como una regularidad empírica para la mayoría de los países en distintas regiones y a lo largo del tiempo). Por ejemplo, Bebczuk (2010) muestra que el autofinanciamiento representa el 71% de las fuentes en los países de la OCDE y el 81% en América Latina. Ver Bebczuk, Ricardo (2010), *Progresos en Finanzas*, Asociación Argentina de Economía Política, Editorial Temas, Noviembre.

18 A partir de las tablas anteriores por país y por año, es posible observar que esta fracción de crédito no bancario es considerablemente más estable a través del tiempo y entre países que en el caso de las demás fuentes, con un mínimo de -3.4% a un máximo de 22.6%.

19 Si bien estas dos fuentes representan en conjunto, para el promedio de los cuatro países, el 28.6%, debe tenerse en cuenta que la colocación de títulos en el mercado de capitales y el acceso a inversión externa directa está reservada a empresas de gran porte.

sas. De cara a la estimación del financiamiento no bancario, los supuestos (b) y (c) son completamente inocuos, puesto que la contribución del autofinanciamiento y el financiamiento no bancario están calculados como están calculados a a partir de las necesidades de financiamiento no cubierta por las otras fuentes.²⁰ A modo de chequeo, la Tabla 2.2.18 presenta la participación porcentual del financiamiento no bancario –la última columna de la Tabla 2.2.17- bajo supuestos alternativos: (a) En vez del 85% correspondiente al autofinanciamiento, se tomará un valor del 79.4%, el mínimo encontrado entre los países del MERCOSUR (específicamente, el valor para Argentina) y otros tres países considerados (Chile, México y España); (b) Un valor de 50% de la inversión bruta en construcción correspondiente a la inversión empresaria en este rubro; (c) Una proporción del 50% de la variación de los depósitos a la vista asignada a las empresas; y (d) Los tres casos anteriores tomados al mismo tiempo. Los resultados de la Tabla 2.2.18 refuerzan la confiabilidad de las estimaciones anteriores, al mostrar que la contribución del financiamiento no bancario no luce preocupantemente sensible a cambios significativos en los supuestos del análisis. En particular, el porcentaje apenas se modifica ante los cambios expresados en (b) y (c). El cambio es algo más apreciable cuando cambia la proporción de autofinanciamiento en el punto (a), pero aún así no es cuantitativamente importante: en promedio para los cuatro países la participación del financiamiento no bancario pasaría del 9.3% hallado en el caso base a 13.3% (y 13.6% en el caso combinado (d)).

En relación al financiamiento de las familias, los comentarios se referirán a la Tabla 2.2.23, que presenta la mediana para el período 2001-2009 de cada país a partir de las Tablas individuales 2.2.19 a 2.2.22. En términos del PBI, el flujo de crédito bancario recibido por las familias se ha

ubicado entre 0.3% en Paraguay y 2.1% en Brasil, mientras que el financiamiento neto de las familias a través de canales no bancarios –el valor, con signo opuesto, del financiamiento no bancario recibido por las empresas- ha tomado valores de entre 0.5% en Brasil a 2% en Argentina, con un financiamiento neto de terceros (suma del financiamiento bancario y no bancario) que fluctúa entre un valor positivo de 1.8% del PBI en Brasil a un valor negativo de -1.7% en Argentina. Esta conjunción de crédito tomado por un conjunto de familias con crédito otorgado por otras testimonia la esperable heterogeneidad al interior del sector, en el que conviven familias con déficit y con superávit de fondos.

Aunque, como se hiciera notar anteriormente, no es posible contar con una estimación de las necesidades de financiamiento totales de las familias, una forma posible de medir la importancia de estos flujos es el cociente de los mismos sobre el gasto en bienes y servicios de las familias (la suma del consumo privado y la inversión residencial). Las cifras resultantes, de acuerdo a la misma Tabla 2.2.22, son visiblemente bajas: el crédito bancario financia entre el 0.4% del gasto familiar en Paraguay a un máximo de 3.5% en Brasil, en tanto el crédito no bancario concedido constituye entre el 0.8% del gasto familiar en Brasil al 3.1% en Argentina.

²⁰ En otras palabras, si cambia la estimación de las necesidades de financiación total, va a cambiar tanto el numerador y el denominador en el cálculo de la contribución de la autofinanciación y la financiación no bancaria. Por esta razón, estos porcentajes no deberían experimentar cambios sensibles a los cambios en las hipótesis utilizadas en la estimación de las necesidades de financiamiento.

Tabla 2.2.1

Argentina: Necesidades de financiamiento de las empresas y financiamiento bancario y no bancario					
En porcentaje del PBI					
Año	Inversión Bruta	Cambio en activos líquidos	Necesidades de financiamiento	Cambio de Crédito	Fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)= (1)+ (2)	(4)	(5)= (3) - (4)
2001	11.25	-0.01	11.24	-5.12	16.36
2002	8.18	1.84	10.02	0.14	9.88
2003	10.85	0.94	11.79	-4.08	15.87
2004	14.11	0.72	14.83	1.74	13.10
2005	15.28	0.99	16.27	1.47	14.80
2006	16.13	0.52	16.66	1.90	14.75
2007	17.44	1.03	18.47	1.67	16.80
2008	18.52	0.42	18.94	0.86	18.08
2009	14.12	0.54	14.66	0.78	13.88

Tabla 2.2.2

Argentina: Fuentes no bancarias de las empresas (incluyendo autofinanciamiento)								
En porcentaje del PBI								
Año	Fuentes no bancarias	Bonos	Acciones	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Deuda externa	Inversión externa directa	Fuentes del exterior	Autofinanciamiento más otras fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)	(4)= (2)+ (3)	(5)	(6)	(7)= (5)+ (6)	(8)= (1)- (4) - (7)
2001	16.36	2.06	0.05	2.11	-1.48	0.75	-0.74	14.99
2002	9.88	0.77	0.05	0.83	-0.07	2.74	2.67	6.38
2003	15.87	0.50	0.06	0.56	0.09	0.69	0.77	14.54
2004	13.10	0.48	0.07	0.54	-0.98	2.27	1.29	11.27
2005	14.80	1.02	0.17	1.19	-0.53	2.17	1.65	11.96
2006	14.75	0.84	0.06	0.91	0.20	1.46	1.65	12.19
2007	16.80	0.75	0.12	0.87	0.58	1.91	2.48	13.45
2008	18.08	0.37	0.04	0.41	-0.04	2.55	2.52	15.16
2009	13.88	0.31	0.03	0.34	-0.73	1.37	0.65	12.89

Tabla 2.2.3

**Argentina: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas
En porcentaje del PBI**

Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto-financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	2.11	-0.74	-5.12	-5.12	2.25	11.24
2002	0.83	2.67	0.14	0.14	0.96	10.02
2003	0.56	0.77	-4.08	-4.08	2.18	11.79
2004	0.54	1.29	1.74	1.74	1.69	14.83
2005	1.19	1.65	1.47	1.47	1.79	16.27
2006	0.91	1.65	1.90	1.90	1.83	16.66
2007	0.87	2.48	1.67	1.67	2.02	18.47
2008	0.41	2.52	0.86	0.86	2.27	18.94
2009	0.34	0.65	0.78	0.78	1.93	14.66

Tabla 2.2.4

**Argentina: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas
En porcentaje del total de necesidades de financiamiento**

Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto-financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	18.8	-6.6	113.3	-45.5	20.0	100.0
2002	8.3	26.7	54.1	1.4	9.6	100.0
2003	4.8	6.6	104.8	-34.6	18.5	100.0
2004	3.6	8.7	64.6	11.7	11.4	100.0
2005	7.3	10.1	62.5	9.0	11.0	100.0
2006	5.4	9.9	62.2	11.4	11.0	100.0
2007	4.7	13.4	61.9	9.0	10.9	100.0
2008	2.1	13.3	68.0	4.5	12.0	100.0
2009	2.3	4.4	74.8	5.3	13.2	100.0

Tabla 2.2.5

Brasil: Necesidades de financiamiento de las empresas y financiamiento bancario y no bancario En porcentaje del PBI					
Año	Inversión Bruta	Cambio en activos líquidos	Necesidades de financiamiento	Cambio de Crédito	Fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)= (1)+ (2)	(4)	(5)= (3) - (4)
2001	9.85	0.41	10.26	-0.07	10.32
2002	8.16	0.98	9.14	0.40	8.73
2003	9.06	0.06	9.12	1.17	7.95
2004	9.80	0.48	10.28	1.38	8.90
2005	8.64	0.49	9.13	1.50	7.63
2006	9.25	0.80	10.05	1.87	8.18
2007	10.50	1.64	12.15	2.63	9.51
2008	11.74	-0.60	11.14	4.14	7.00
2009	8.44	0.43	8.87	2.93	5.94

Tabla 2.2.6

Brasil: Fuentes no bancarias de las empresas (incluyendo autofinanciamiento) En porcentaje del PBI								
Año	Fuentes no bancarias	Bonos	Acciones	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Deuda externa	Inversión externa directa	Fuentes del exterior	Autofinanciamiento más otras fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)	(4)= (2)+ (3)	(5)	(6)	(7)= (5)+ (6)	(8)= (1)- (4) - (7)
2001	10.32	1.59	0.45	2.04	-0.30	4.40	4.11	4.17
2002	8.73	1.28	0.42	1.69	-1.66	3.37	1.71	5.33
2003	7.95	0.54	0.16	0.70	-0.06	1.68	1.63	5.62
2004	8.90	0.90	0.47	1.37	-0.97	1.14	0.17	7.37
2005	7.63	2.55	0.66	3.21	-0.23	1.37	1.14	3.28
2006	8.18	3.80	1.32	5.12	1.68	-0.85	0.83	2.23
2007	9.51	2.68	2.84	5.52	1.78	1.83	3.61	0.38
2008	7.00	2.25	1.16	3.41	2.24	1.91	4.14	-0.55
2009	5.94	2.02	1.50	3.52	0.00	1.99	1.99	0.42

Tabla 2.2.7

Brasil: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas En porcentaje del PBI						
Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto- financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	2.04	4.11	3.55	-0.07	0.63	10.26
2002	1.69	1.71	4.53	0.40	0.80	9.14
2003	0.70	1.63	4.77	1.17	0.84	9.12
2004	1.37	0.17	6.26	1.38	1.11	10.28
2005	3.21	1.14	2.79	1.50	0.49	9.13
2006	5.12	0.83	1.89	1.87	0.33	10.05
2007	5.52	3.61	0.32	2.63	0.06	12.15
2008	3.41	4.14	-0.47	4.14	-0.08	11.14
2009	3.52	1.99	0.36	2.93	0.06	8.87

Tabla 2.2.8

Brasil: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas En porcentaje del total de necesidades de financiamiento						
Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto- financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	19.9	40.1	34.6	-0.6	6.1	100.0
2002	18.5	18.7	49.6	4.4	8.7	100.0
2003	7.7	17.8	52.3	12.9	9.2	100.0
2004	13.3	1.6	60.9	13.4	10.7	100.0
2005	35.2	12.5	30.5	16.4	5.4	100.0
2006	51.0	8.3	18.8	18.6	3.3	100.0
2007	45.4	29.7	2.7	21.7	0.5	100.0
2008	30.6	37.2	-4.2	37.1	-0.7	100.0
2009	39.7	22.5	4.1	33.0	0.7	100.0

Tabla 2.2.9

Paraguay: Necesidades de financiamiento de las empresas y financiamiento bancario y no bancario En porcentaje del PBI					
Año	Inversión Bruta	Cambio en activos líquidos	Necesidades de financiamiento	Cambio de Crédito	Fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)= (1)+ (2)	(4)	(5)= (3) - (4)
2001	11.53	0.44	11.97	5.93	6.04
2002	10.65	-0.03	10.62	-1.60	12.22
2003	12.21	1.55	13.76	-1.73	15.49
2004	11.46	1.53	12.99	12.88	0.12
2005	12.00	1.14	13.16	-4.35	17.51
2006	11.64	0.31	11.95	0.76	11.20
2007	9.95	3.15	13.10	1.24	11.86
2008	10.51	0.06	10.57	6.15	4.42
2009	6.01	4.62	10.63	4.09	6.54

Tabla 2.2.10

Paraguay: Fuentes no bancarias de las empresas (incluyendo autofinanciamiento) En porcentaje del PBI								
Año	Fuentes no bancarias	Bonos	Acciones	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Deuda externa	Inversión externa directa	Fuentes del exterior	Autofinanciamiento más otras fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)	(4)= (2)+ (3)	(5)	(6)	(7)= (5)+ (6)	(8)= (1)- (4) - (7)
2001	6.04	0.09	0.07	0.15	-1.40	1.22	-0.19	6.08
2002	12.22	0.10	0.20	0.30	2.24	0.24	2.48	9.45
2003	15.49	0.11	0.27	0.38	0.12	0.40	0.52	14.59
2004	0.12	0.30	0.32	0.62	0.25	0.46	0.71	-1.21
2005	17.51	0.31	0.14	0.45	-0.81	0.63	-0.18	17.23
2006	11.20	0.46	0.13	0.59	0.33	1.81	2.13	8.47
2007	11.86	0.31	0.20	0.51	0.35	1.63	1.98	9.37
2008	4.42	0.40	0.06	0.46	0.72	1.02	1.74	2.23
2009	6.54	0.14	0.04	0.18	0.00	1.88	1.88	4.48

Tabla 2.2.11

Paraguay: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas En porcentaje del PBI						
Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto- financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	0.15	-0.19	5.17	5.93	0.91	11.97
2002	0.30	2.48	8.03	-1.60	1.42	10.62
2003	0.38	0.52	12.40	-1.73	2.19	13.76
2004	0.62	0.71	-1.03	12.88	-0.18	12.99
2005	0.45	-0.18	14.65	-4.35	2.59	13.16
2006	0.59	2.13	7.20	0.76	1.27	11.95
2007	0.51	1.98	7.96	1.24	1.40	13.10
2008	0.46	1.74	1.89	6.15	0.33	10.57
2009	0.18	1.88	3.80	4.09	0.67	10.63

Tabla 2.2.12

Paraguay: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas En porcentaje del total de necesidades de financiamiento						
Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto- financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	1.3	-1.6	43.2	49.5	7.6	100.0
2002	2.8	23.3	75.6	-15.1	13.3	100.0
2003	2.8	3.8	90.1	-12.6	15.9	100.0
2004	4.8	5.4	-7.9	99.1	-1.4	100.0
2005	3.4	-1.4	111.3	-33.1	19.6	100.0
2006	5.0	17.8	60.2	6.3	10.6	100.0
2007	3.9	15.1	60.8	9.5	10.7	100.0
2008	4.3	16.5	17.9	58.1	3.2	100.0
2009	1.7	17.7	35.8	38.5	6.3	100.0

Tabla 2.2.13

Uruguay: Necesidades de financiamiento de las empresas y financiamiento bancario y no bancario En porcentaje del PBI					
Año	Inversión Bruta	Cambio en activos líquidos	Necesidades de financiamiento	Cambio de Crédito	Fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)= (1)+ (2)	(4)	(5)= (3) - (4)
2001	9.94	-0.09	9.86	0.93	8.92
2002	8.72	0.02	8.73	9.29	-0.56
2003	11.05	0.95	12.00	-9.93	21.94
2004	11.55	0.31	11.86	-2.98	14.84
2005	10.63	1.16	11.80	-0.53	12.32
2006	13.29	0.66	13.95	1.77	12.18
2007	13.11	1.53	14.64	1.85	12.78
2008	15.83	0.87	16.71	3.45	13.26
2009	11.23	0.52	11.75	-2.24	13.99

Tabla 2.2.14

Uruguay: Fuentes no bancarias de las empresas (incluyendo autofinanciamiento) En porcentaje del PBI								
Año	Fuentes no bancarias	Bonos	Acciones	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Deuda externa	Inversión externa directa	Fuentes del exterior	Autofinanciamiento más otras fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)	(4)= (2)+ (3)	(5)	(6)	(7)= (5)+ (6)	(8)= (1)- (4) - (7)
2001	8.92	0.15	0.09	0.23	-0.02	1.39	1.37	7.32
2002	-0.56	0.10	0.00	0.10	-0.02	1.32	1.31	-1.96
2003	21.94	0.14	0.29	0.43	0.08	3.33	3.41	18.10
2004	14.84	0.15	0.00	0.15	0.05	2.30	2.35	12.34
2005	12.32	0.04	0.00	0.04	-0.05	4.67	4.63	7.66
2006	12.18	0.11	0.00	0.11	-0.03	7.55	7.52	4.55
2007	12.78	0.53	0.00	0.53	-0.13	5.18	5.04	7.22
2008	13.26	0.14	0.00	0.14	-0.32	5.90	5.58	7.54
2009	13.99	0.34	0.00	0.34	0.00	3.57	3.57	10.08

Tabla 2.2.15

Uruguay: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas En porcentaje del PBI						
Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto- financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	0.23	1.37	6.22	0.93	1.10	9.86
2002	0.10	1.31	-1.67	9.29	-0.29	8.73
2003	0.43	3.41	15.38	-9.93	2.71	12.00
2004	0.15	2.35	10.49	-2.98	1.85	11.86
2005	0.04	4.63	6.51	-0.53	1.15	11.80
2006	0.11	7.52	3.86	1.77	0.68	13.95
2007	0.53	5.04	6.13	1.85	1.08	14.64
2008	0.14	5.58	6.41	3.45	1.13	16.71
2009	0.34	3.57	8.57	-2.24	1.51	11.75

Tabla 2.2.16

Uruguay: Clasificación de las fuentes bancarias y no bancarias de las empresas En porcentaje del total de necesidades de financiamiento						
Año	Emisiones en el mercado de capitales domésticos	Fuentes del exterior	Auto- financiamiento	Crédito bancario	Otras Fuentes no bancarias	Total de Fuentes
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2001	2.4	13.9	63.1	9.5	11.1	100.0
2002	1.2	15.0	-19.1	106.4	-3.4	100.0
2003	3.6	28.4	128.2	-82.8	22.6	100.0
2004	1.3	19.8	88.4	-25.2	15.6	100.0
2005	0.4	39.2	55.2	-4.5	9.7	100.0
2006	0.8	53.9	27.7	12.7	4.9	100.0
2007	3.6	34.4	41.9	12.7	7.4	100.0
2008	0.8	33.4	38.4	20.6	6.8	100.0
2009	2.9	30.4	72.9	-19.1	12.9	100.0

Tabla 2.2.17

Fuentes bancarias y no bancarias de financiamiento empresarial en los países del MERCOSUR					
En porcentaje del total de necesidades de financiamiento Mediana para el período 2001-2009					
País	Inversión Bruta	Cambio en activos líquidos	Necesidades de financiamiento	Cambio de Crédito	Fuentes no bancarias
	(1)	(2)	(3)= (1)+ (2)	(4)	(5)= (3) - (4)
Argentina	4.8	9.9	64.6	5.3	11.4
Brasil	30.6	18.7	30.5	16.4	5.4
Paraguay	3.4	15.1	60.2	9.5	10.6
Uruguay	1.3	30.4	55.2	9.5	9.7

Tabla 2.2.18

Contribución del financiamiento no bancario bajo distintos supuestos en los países del MERCOSUR: Análisis de sensibilidad					
En porcentaje del total de necesidades de financiamiento Mediana para el período 2001-2009					
País / Supuesto	Caso base	Caso 1	Caso 2	Caso 3	Caso 4
Argentina	11.4	11.6	11.3	15.6	15.9
Brasil	5.4	6.6	5.1	7.4	8.7
Paraguay	10.6	11.1	10.1	14.6	14.7
Uruguay	9.7	10.4	9.5	13.4	13.9

Nota:

Caso base: Valor reportado en la última columna de la Tabla 2.2.17.

Caso 1: Inversión empresarial = 50% de la inversión privada en construcción (20% en el caso base)

Caso 2: Variación en activos corrientes = 50% de la variación de depósitos a la vista (100% en el caso base)

Caso 3: Autofinanciamiento = 50% de Fuentes No Bancarias (85% en el caso base)

Caso 4: Casos 1 a 3.

Tabla 2.2.19

Argentina: Financiamiento bancario y no bancario de las familias En porcentaje del PBI y del gasto familiar (consumo más inversión)						
Año	Cambio en crédito bancario (en % del PBI)	Cambio en crédito no bancario (en % del PBI)	Financiamiento neto de terceros (en % del PBI)	Cambio en crédito bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Cambio en crédito no bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Financiamiento neto de terceros (en % del consumo y la inversión familiar)
	(1)	(2)	(3)= (1)+ (2)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)
2001	0.68	-2.25	-1.57	0.92	-3.05	-2.13
2002	-2.72	-0.96	-3.68	-4.32	-1.52	-5.84
2003	-0.49	-2.18	-2.67	-0.75	-3.35	-4.10
2004	0.03	-1.69	-1.66	0.05	-2.57	-2.53
2005	1.13	-1.79	-0.66	1.74	-2.76	-1.02
2006	1.42	-1.83	-0.41	2.24	-2.89	-0.65
2007	2.07	-2.02	0.06	3.28	-3.19	0.09
2008	1.46	-2.27	-0.81	2.35	-3.67	-1.31
2009	0.14	-1.93	-1.79	0.35	-3.09	-2.86

Tabla 2.2.20

Brasil: Financiamiento bancario y no bancario de las familias En porcentaje del PBI y del gasto familiar (consumo más inversión)						
Año	Cambio en crédito bancario (en % del PBI)	Cambio en crédito no bancario (en % del PBI)	Financiamiento neto de terceros (en % del PBI)	Cambio en crédito bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Cambio en crédito no bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Financiamiento neto de terceros (en % del consumo y la inversión familiar)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)
2001	1.75	-0.63	1.12	2.75	-0.99	1.77
2002	0.60	-0.80	-0.20	0.95	-1.30	-0.32
2003	0.37	-0.84	-0.48	0.59	-1.36	-0.77
2004	1.45	-1.11	0.34	2.42	-1.85	0.57
2005	2.26	-0.49	1.77	3.75	-0.82	2.94
2006	2.10	-0.33	1.77	3.54	-0.56	2.98
2007	2.32	-0.06	2.26	3.86	-0.09	3.77
2008	2.77	0.08	2.85	4.52	0.13	4.65
2009	2.22	-0.06	2.15	3.53	-0.10	3.43

Tabla 2.2.21

Paraguay: Financiamiento bancario y no bancario de las familias En porcentaje del PBI y del gasto familiar (consumo más inversión)						
Año	Cambio en crédito bancario (en % del PBI)	Cambio en crédito no bancario (en % del PBI)	Financiamiento neto de terceros (en % del PBI)	Cambio en crédito bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Cambio en crédito no bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Financiamiento neto de terceros (en % del consumo y la inversión familiar)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)
2001	-1.34	-0.91	-2.25	-1.70	-1.16	-2.85
2002	1.13	-1.42	-0.29	1.51	-1.89	-0.39
2003	-1.47	-2.19	-3.66	-2.00	-2.98	-4.98
2004	0.45	0.18	0.63	0.61	0.25	0.86
2005	-0.33	-2.59	-2.91	-0.44	-3.50	-3.94
2006	0.09	-1.27	-1.19	0.12	-1.73	-1.61
2007	0.33	-1.41	-1.08	0.45	-1.90	-1.45
2008	0.95	-0.36	0.59	1.22	-0.47	0.76
2009	0.82	-0.68	0.14	1.05	-0.87	0.18

Tabla 2.2.22

Uruguay: Financiamiento bancario y no bancario de las familias En porcentaje del PBI y del gasto familiar (consumo más inversión)						
Año	Cambio en crédito bancario (en % del PBI)	Cambio en crédito no bancario (en % del PBI)	Financiamiento neto de terceros (en % del PBI)	Cambio en crédito bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Cambio en crédito no bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Financiamiento neto de terceros (en % del consumo y la inversión familiar)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)
2001	0.60	-1.10	-0.50	0.85	-1.57	-0.72
2002	5.94	0.29	6.23	8.57	0.43	8.99
2003	-6.35	-2.71	-9.07	-9.05	-3.87	-12.92
2004	-1.91	-1.85	-3.76	-2.78	-2.70	-5.47
2005	-1.35	-1.15	-2.50	-1.94	-1.65	-3.60
2006	1.23	-0.68	0.55	1.75	-0.97	0.78
2007	1.26	-1.08	0.18	1.83	-1.57	0.26
2008	4.16	-1.13	3.02	5.99	-1.63	4.36
2009	-1.53	-1.51	-3.07	-2.25	-2.18	-4.43

Tabla 2.2.23

Financiamiento bancario y no bancario de las familias en el MERCOSUR En porcentaje del PBI y del gasto familiar (consumo más inversión) Mediana para el período 2001-2009						
País	Cambio en crédito bancario (en % del PBI)	Cambio en crédito no bancario (en % del PBI)	Financiamiento neto de terceros (en % del PBI)	Cambio en crédito bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Cambio en crédito no bancario (en % del consumo y la inversión familiar)	Financiamiento neto de terceros (en % del consumo y la inversión familiar)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)
Argentina	0.7	-1.9	-1.6	0.9	-3.0	-2.1
Brasil	2.1	-0.5	1.8	3.5	-0.8	2.9
Paraguay	0.3	-1.3	-1.1	0.4	-1.7	-1.5
Uruguay	0.6	-1.1	-0.5	0.9	-1.6	-0.7

Tabla A.2.1

Producto bruto interno nominal, en millones de moneda local Datos para 2001-2009				
Año	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
	(1)	(2)	(3)	(4)
2001	268,697	1,302,140	26,465,700	278,353
2002	312,580	1,477,820	28,841,600	289,233
2003	375,909	1,699,950	35,665,600	339,792
2004	447,643	1,941,500	41,521,900	392,850
2005	531,939	2,147,240	46,169,300	425,018
2006	654,439	2,369,480	52,270,100	476,707
2007	812,456	2,661,340	61,511,700	562,177
2008	1,032,760	3,004,880	73,621,700	653,151
2009	1,145,460	3,143,010	74,357,900	711,137

Fuente: CEPAL.

Tabla A.2.1

Tipo de cambio nominal promedio anual contra el dólar estadounidense Datos para 2001-2009				
Año	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
	(1)	(2)	(3)	(4)
2001	1.00	2.32	4,128.82	13.32
2002	3.09	3.53	5,766.73	21.25
2003	2.95	2.89	6,464.33	28.21
2004	2.94	2.65	5,987.38	28.70
2005	2.92	2.34	6,174.94	24.48
2006	3.07	2.14	5,653.57	24.07
2007	3.12	1.77	5,042.69	23.47
2008	3.16	2.33	4,394.84	20.95
2009	3.73	1.74	4,981.93	22.57

Fuente: CEPAL.

3. Enfoque microeconómico por el lado de la oferta para la medición del financiamiento no bancario

3.1 Metodología

Bajo el *enfoque microeconómico por el lado de la oferta*, se mide directamente la actividad crediticia de los intermediarios a través de los movimientos en el activo en sus hojas de balance.²¹ La principal ventaja de este método es que el relevamiento por el lado de la oferta resulta más eficiente que por el lado de la demanda porque los intermediarios están normalmente mucho menos atomizados que los clientes.²² La principal dificultad, por su parte, reside en que muchos intermediarios no bancarios no están sometidos a regulación u operan fuera de los mercados formales, por lo que no existen estadísticas oficiales y periódicas sobre sus transacciones crediticias.²³

Antes de reportar la información cuantitativa obtenida en el apartado 3.2, la Tabla 3.1.1 presenta una tipología de los intermediarios financieros, en la que se agrupan las posibles estructuras de intermediación financiera en tres categorías: (a) Los entes financieros bancarios (que tienen como rasgos distintivos la capacidad para tomar depósitos a la vista y/o a plazo y están por tanto bajo el control del Banco Central) y no bancarios (que abarca un variado número de intermediarios que operan bajo distintos grados de regulación y formalidad); (b) Los inversores institucionales, que aglutinan y administran ahorro destinado a fines específicos, abarcando a los fondos de pensión, las compañías de seguros y los fondos de inversión. Estos intermediarios revisten interés para el Estudio solamente en la medida que den crédito directo al sector privado, además de sus inversiones más tradicionales en activos negociables del mercado de capitales

21 Considerando el interés del Estudio en las actividades de crédito, el análisis no cubrirá a los intermediarios e instrumentos financieros especializados en la administración de riesgos que no conceden crédito al sector privado, como los fondos de inversión (y eventualmente a los fondos de pensión y compañías de seguro, que pueden o no hacer préstamos), las casas de cambio y los instrumentos derivados, entre otros.

22 Esta característica es la que permite contar con datos detallados del volumen de crédito bancario en todo el mundo: a pesar de no contarse con acceso a los datos de cada deudor individual (que aparecen en los registros oficiales de crédito, pero que no son de libre acceso), si son públicamente disponibles los balances agregados de las entidades intermediarias.

23 Otro inconveniente de los datos agregados es que generalmente impiden discriminar con claridad el crédito a empresas del crédito a familias; este problema es sin duda más serio en los intermediarios no bancarios que en los bancarios debido a las asimetrías regulatorias, y la correspondiente diferencia en la calidad de las estadísticas, entre ambos mercados.

y otras colocaciones;²⁴ y (c) El mercado de capitales, a través del cual las empresas emiten títulos de renta fija y variable. Los títulos de renta fija incluyen a los bonos de corto y largo plazo, mientras que las acciones constituyen títulos de renta variable. Como tercera categoría aparecen los activos securitizados, emitidos principalmente como renta fija pero que pueden contener un componente variable.

La actividad crediticia peculiar de cada intermediario bancario y no bancario se define sucintamente en la lista que sigue:

1. Bancos comerciales: Pueden realizar todas las actividades de intermediación financiera que no prohíba explícitamente el marco legal de la actividad bancaria.

2. Bancos de inversión: Concentran su actividad en la concesión de créditos a mediano y largo plazo.

3. Bancos hipotecarios: Se especializan en el financiamiento de largo plazo de la vivienda.

4. Bancos cooperativos: Desarrollan operaciones similares a las del banco comercial pero bajo un régimen asociativo.²⁵

5. Bancos de desarrollo: Financian, en su carácter de entidades del sector público, proyectos productivos con fuerte impacto social.

6. Sociedades de ahorro y préstamo: Otorgan préstamos, principalmente destinados a la vivienda, a prestatarios con ahorro previo en la entidad, quienes participan como accionistas.

7. Compañías financieras: Ofrecen financiamiento a personas físicas, principalmente con fines de consumo de bienes durables y no durables.²⁶

8. Cajas de crédito: Con una estructura legal comparable a las cooperativas, ofrecen servicios crediticios a clientes de porte más pequeño que el cliente promedio de la banca.²⁷

9. Cooperativas: Otorgan crédito, como actividad subsidiaria (cooperativas de producción) o principal (cooperativas de crédito), a sus asociados a partir de capital propio.²⁸

10. Tarjetas de crédito no bancarias: Desarrollan actividad crediticia similar a las tarjetas de crédito bancarias, pero por fuera del circuito bancario.

11. Compañías de leasing: Transfieren la tenencia de un insumo productivo mueble o inmueble para su uso, con opción de compra, contra el pago de un cánón.

12. Compañías de factoring: Adquieren, con un descuento, facturas, cheques u otros instrumentos de crédito recibidos por una empresa como pago por la venta de sus productos.

13. Compañías de warrant: Conceden crédito contra la garantía de productos con un valor conocido en el mercado, operando principalmente en el ámbito agropecuario.

14. Compañías de crédito personal: Otorgan créditos de bajo monto y corto plazo a consumidores.²⁹

15. Instituciones de microcrédito: Financian actividades productivas de pequeños emprendedores de bajos ingresos.

16. Tiendas comerciales: Financian las compras de los consumidores que adquieren sus productos.³⁰

17. Proveedores: Financian las compras de sus empresas clientes.

18. Autocírculos de ahorro previo: Reúnen, a través de una empresa administradora, recursos de un número limitado de socios, que prefinancian a lo largo del tiempo la compra de ciertos bienes y servicios de cada uno de sus miembros.³¹

19. Propietarios, familiares y amigos: Financian, a través de arreglos de renta fija o variable, actividades de consumo o inversión.

24 Los fondos de inversión no realizan este tipo de préstamos, por lo que los datos cuantitativos se referirán a los fondos de pensión y de seguros únicamente, siempre y cuando desarrollen esta actividad crediticia. Obviamente los títulos en poder de estos inversores institucionales también financian en parte al sector privado, pero las emisiones primarias correspondientes son capturadas en el punto (c) siguiente.

25 Como todo banco, los bancos cooperativos están habilitados a tomar depósitos del público, lo cual distingue a estas modalidades asociativas de las cooperativas mencionadas más abajo.

26 Además de su especialización en este tipo de actividad, las compañías financieras tienen en general, pero no en todos los países, restricciones para tomar depósitos a la vista.

27 Las cajas de crédito, que aparecen en el renglón 8, son esencialmente cooperativas de crédito creadas en Argentina a partir de la Ley 26.173 y reguladas por el Banco Central, a diferencia de las mencionadas más abajo en el renglón 20, que no se encuentran bajo la jurisdicción del regulador bancario.

20. Otros prestamistas informales: Otorgan préstamos para financiar consumo o inversión sin contar con licencia comercial ni estar por tanto sujetos a regulación.³²

Como se adelantara en la Introducción al trabajo, la línea divisoria adoptada para este Estudio es la sujeción o no a la regulación del respectivo Banco Central, ampliado para incluir los flujos de crédito de entidades reguladas por el Banco Central pero que no figuran dentro de las estadísticas públicas sobre crédito al sector privado no financiero. Este criterio es el más satisfactorio

a la luz del objetivo de armonización estadística entre los países del bloque e incluso para el monitoreo de la actividad crediticia dentro de cada país a los largo del tiempo.

A efectos de clarificar la situación regulatoria de cada intermediario y obtener una visión armonizada a nivel de los cuatro países, la Tabla 3.1.1 asigna un "1" a los países donde el intermediario se encuentra bajo la jurisdicción regulatoria del Banco Central, "2" a los casos en que el regulador no es el Banco Central y un "0" a los intermediarios no regulados:³³

28 Además de las cooperativas –que se dedican principalmente a la producción y venta de bienes y servicios–, se incluye en este grupo a las mutuales, que prestan variados servicios sociales (como salud, turismo y otros) a sus asociados y desarrollan actividades crediticias bajo un régimen idéntico al de las cooperativas.

29 Si bien su actividad de préstamo se asemeja a la de otros intermediarios, estas compañías se caracterizan por estar registradas como empresas (a diferencia de los prestamistas informales) pero no ser reguladas por el Banco Central, lo cual les impide tomar depósitos del público.

30 Incluye la emisión de tarjetas de crédito cerradas para realizar compras en el establecimiento emisor (una empresa no financiera). Este rasgo las diferencia de las tarjetas no bancarias antes mencionadas, que son emitidas por empresas financieras no bancarias y permiten efectuar compras en los diversos comercios adheridos.

31 Estos autocírculos son una forma de autofinanciamiento, con la diferencia de que los participantes contratan a un tercero que se hace cargo de la administración del sistema.

32 En este grupo están incluidos los llamados "usureros" y otros prestamistas similares

33 En la Tabla A.3, que aparece como un apéndice a esta sección, se presenta el nombre específico de cada intermediario que recibe en cada país del MERCOSUR.

Tabla 3.1.1

Tipología de intermediarios y reguladores financieros en los países del MERCOSUR (*)					
Grupo	Intermediario	ARG	BRA	PAR	URU
<i>Entidades financieras bancarias y no bancarias</i>	Bancos comerciales	1	1	1	1
	Bancos de inversión	1	1	-	-
	Bancos hipotecarios	1	1	-	1
	Bancos cooperativos	1	1	-	1
	Bancos de desarrollo	1	1	1	-
	Sociedades de ahorro y préstamo	1	1	1	-
	Compañías financieras	1	1	1	1
	Cajas de crédito	1	-	-	-
	Cooperativas	2	1	2	2
	Tarjetas de crédito no bancarias	0	-	-	1
	Compañías de leasing	0	1	-	-
	Compañías de factoring	0	0	-	0
	Compañías de warrant	0	0	1	-
	Compañías de crédito personal	0	0	0	0
	Instituciones de microcrédito	0	1	0	0
	Tiendas comerciales	0	0	0	0
	Proveedores	0	0	0	0
	Autocírculos de ahorro previo	0	1	0	1
	Propietarios, familiares y amigos	0	0	0	0
Otros prestamistas informales	0	0	0	0	
<i>Inversores institucionales</i>	Fondos de pensión	2	2	-	1
	Compañías de seguros	2	2	2	1
<i>Mercado de capitales</i>	Bonos	2	2	2	1
	Securitizaciones	2	2	2	1
	Acciones	2	2	2	1

(*)“1”: regulado por el Banco Central, “2”: regulado por otros entes, “0”: no regulado; “-”: no existe este intermediario.

La Tabla 3.1.2 sintetiza la información contenida en la tabla anterior, arrojando dos conclusiones de interés: (a) Un alto porcentaje de intermediarios (entre 30% en Brasil y 44% en Argentina) no están regulados; y (b) El Banco Central ostenta una mayor presencia regulatoria, medida por el porcentaje de intermediarios bajo su control, en Uruguay (53%) y en Brasil (48%), frente a valores de 32% en Argentina y el 29% en Paraguay. De todas maneras, los casos uruguayo y brasile-

ño revisten características distintas: en el primer caso, el rol dominante del Banco Central obedece a la consolidación de la estructura regulatoria del mercado de capitales en esa institución, mientras que en Brasil la causa es la incumbencia del organismo en la regulación de intermediarios no bancarios que, en otros países, están fuera de su jurisdicción, como las cooperativas, las instituciones de microcrédito, las compañías de leasing y otras.³⁴

Tabla 3.1.2

Estructura regulatoria de los intermediarios financieros en los países del MERCOSUR				
Tabla resumen en base a Tabla 3.1.1				
Intermediario	ARG	BRA	PAR	URU
Por número total de intermediarios				
<i>Tipos de intermediarios (total)</i>	25	23	17	19
Regulados por el Banco Central	8	11	5	10
Regulados por otros entes	6	5	5	1
No regulados	11	7	7	8
En % del número total de intermediarios				
<i>Tipos de intermediarios (total)</i>	100	100	100	100
Regulados por el Banco Central	32	48	29	53
Regulados por otros entes	24	22	29	5
No regulados	44	30	41	42

Con el fin de completar la información volcada en las dos últimas tablas, la Tabla 3.1.3 enumera las agencias regulatorias distintas al Banco Central y los intermediarios correspondientes.³⁵ Debe de cualquier forma tenerse en cuenta que algunos organismos regulatorios (como los encargados de las cooperativas, o los ministerios

de agricultura en materia de warrants) ejercen un control reglamentario que no incluye regulaciones sobre solvencia, liquidez, calidad y composición de la cartera de préstamos y otras, por lo que no deberían considerarse sustitutos de la regulación financiera propia de los Bancos Centrales.

34 A diciembre de 2009, las compañías de leasing (Sociedade de Arrendamento Mercantil) representan el 7.46% de los activos del sistema financiero, las Cooperativas de Crédito el 1.18% y las instituciones de microfinanzas (Sociedade de Crédito ao Microempreendedor) el 0.002%.

35 En los casos de Argentina y Uruguay, una regulación indirecta es la ejercida por la Inspección General de Justicia (Argentina) y la Auditoría Interna de la Nación (Uruguay), organismos ante los cuales estas y toda otra persona jurídica debe presentar sus balances generales en forma periódica.

Tabla 3.1.3

Reguladores de intermediarios financieros distintos al Banco Central				
Intermediario	Regulador/es			
	ARG	BRA	PAR	URU
Compañías de Seguros	Superintendencia de Seguros de la Nación	Superintendência de Seguros Privados - SUSEP	Superintendencia de Seguros, Banco Central de Paraguay	(BCU, Ver Tabla 3.1.1)
Fondos de pensión	Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), a cargo del único fondo existente (público)	Fondos cerrados: Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC Fondos abiertos: Superintendência de Seguros Privados - SUSEP	-	(BCU, Ver Tabla 3.1.1)
Bonos	Comisión Nacional de Valores	Comissão de Valores Mobiliários	Comisión Nacional de Valores	(BCU, Ver Tabla 3.1.1)
Acciones	Comisión Nacional de Valores	Comissão de Valores Mobiliários	Comisión Nacional de Valores	(BCU, Ver Tabla 3.1.1)
Securitizaciones	Comisión Nacional de Valores	Comissão de Valores Mobiliários	Comisión Nacional de Valores	(BCU, Ver Tabla 3.1.1)
Cooperativas	Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social - INAES	(BCB, Ver Tabla 3.1.1)	Instituto Nacional de Cooperativismo del Paraguay	Comisión Honoraria del Cooperativismo, Oficina de Planeamiento y Presupuesto
Compañías de warrant	Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca	Ministério da Agricultura e do Abastecimento	(BCP, Ver Tabla 3.1.1)	-

3.2 Resultados

En este apartado se vuelca la información cuantitativa sobre flujos y stocks de financiamiento de fuentes no bancarias en base al relevamiento de la oferta. Como se señalara con antelación, el reto más significativo en esta materia en el ámbito del MERCOSUR es la existencia de numerosos intermediarios no regulados y/o informales más allá del sistema bancario y el mercado de capitales. Para superar esta restricción informativa se ha hecho una búsqueda exhaustiva de información a partir de datos de balance de aquellos intermediarios que reportan a algún regulador (que puede o no ser el regulador bancario), estadísticas levantadas por asociaciones privadas que agrupen a estos intermediarios y estudios públicos o privados que hayan efectuado una cuantificación basada en una metodología transparente, sólida y documentada.³⁶ Teniendo en cuenta este último criterio de selección, se ha optado por descartar cualquier estimación dependiente de supuestos altamente cuestionables y por tanto susceptible de sufrir severos errores de estimación, así como todo dato proveniente de fuentes no confiables desde el punto de vista técnico, incluyendo notas periodísticas o estudios de dudosa calidad. Aun así, en algunos casos la información disponible no es plenamente comparable en calidad y confiabilidad a la reportada por los Bancos Centrales con relación a (la mayoría de) sus instituciones reguladas, debido a la variedad de fuentes (por ejemplo, asociaciones de intermediarios, emisiones en el mercado de capitales, organismos estatales diversos) y de metodologías de presentación de datos (por ejemplo, uso de flujos brutos en algunos casos y de flujos netos en otros) y, sobre todo, a la ausencia de un proceso de supervisión on- y off-site que garantice la veracidad de las estadísticas.

La recopilación de datos en esta sección se ajusta a la definición de intermediación no bancaria como aquella realizada por intermediarios no regulados por el Banco Central, más aquellos regulados por el Banco Central, pero que no forman parte de las estadísticas públicas sobre crédito al sector privado no financiero.³⁷ Además de omitir el flujo de crédito bancario, en los cuadros siguientes se excluyen las emisiones en el mercado de capitales –ya cubiertas en la Sección 2- y la actividad de los inversores institucionales que no ofrecen préstamos directos a sus afiliados o a terceros.³⁸

Las Tablas 3.2.1 a 3.2.4 presentan la información individual recabada para Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, respectivamente, expresada nuevamente en porcentaje del PBI. En cada caso se incluye al pie un detalle de fuentes y notas, que deberían facilitar la actualización y ampliación futura de las estadísticas. La información por país se resume para el conjunto de los cuatro países en la Tabla 3.2.5, en la que queda en evidencia el déficit informativo sobre la intermediación no bancaria: existe información parcial o total sobre los flujos y/o stocks de crédito para 50% de estos intermediarios en Argentina, 37.5% en Brasil, 54.5 % en Paraguay y 33.3% en Uruguay.³⁹ También en ese cuadro se presenta la suma de los flujos y de los stocks de financiamiento generados por los intermediarios para los que existe información. Sin embargo, este dato no se puede conciliar con los cálculos efectuados en base al enfoque macroeconómico de la Sección 2, debido a que para ello sería necesario: (i) contar con información completa sobre flujos netos en todas las celdas de las Tablas 3.2.1 a 3.2.4; (ii) establecer con claridad qué sector o sectores (familias y/o empresas) generan los recursos cedidos en préstamo y reciben el financiamiento; y (iii) Determinar las fuentes de financiamiento de los intermediarios no bancarios.^{40,41} Como los da-

36 Para el caso de Uruguay, Alfaro, Rippe y Villa (2008), "Bancarización y crédito no bancario en Uruguay: Una aproximación a su cuantificación", Universidad de la República, los autores realizan algunas estimaciones del crédito no bancario en base a los balances contables presentados ante la Auditoría Interna de la Nación (AIN) por 370 empresas. Además de que estos datos no están informatizados, este procedimiento enfrenta la dificultad de que los balances contables no suelen presentar una satisfactoria apertura de las distintas fuentes de financiamiento y que las micro, pequeñas y medianas empresas, las más propensas a usar financiamiento no bancario, están escasamente representadas en la AIN. Estos problemas se repiten, e incluso se agudizan, en los demás países del MERCOSUR.

37 Las entidades reguladas por el Banco Central pero que no aparecen en las estadísticas de crédito de esta institución son los autocírculos de ahorro previo en Brasil y Uruguay, los warrants en Paraguay y las tarjetas no bancarias (emitidas por Empresas Administradoras de Crédito). En el caso uruguayo también entra en esta categoría el crédito de los inversores institucionales y las emisiones en el mercado de capitales, que se encuentran bajo el control del BCU.

38 En el caso brasileño, tanto los seguros como los fondos de pensión abiertos no hacen préstamos directos al sector privado no financiero. Para ello se revisó la composición de los activos de estos intermediarios en los sitios de SUSEP (<http://www.susep.gov.br/menuestatistica/estatisticas.aspx>) para seguros y fondos previsionales abiertos. Para el caso de los fondos cerrados, no existe información pública de ningún tipo en el sitio oficial del regulador, <http://gruprevic.previdencia.gov.br/index.php?id=principal>, pero sí en la Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), que se reportan en la Tabla 3.2.2. Lo mismo aplica al caso uruguayo para el caso de los fondos de pensión, pero no para seguros. Se consultó a este fin la composición de portafolio de las Administradoras de Fondos de

tos disponibles no satisfacen en absoluto estas condiciones, se ha preferido no hacer comparaciones, carentes de todo valor informativo, entre estas cifras y las presentadas en la Sección 2. No obstante, es evidente la relevancia de estas comparaciones una vez que se haya podido mejorar

la calidad y alcance de la medición por el lado de la oferta. Por las mismas razones, no es posible establecer a partir de este enfoque el peso de la intermediación no bancaria relativa a la bancaria, como sí fue hecho mediante el enfoque macroeconómico.⁴²

Tabla 3.2.1

Financiamiento no bancario en Argentina: Enfoque de oferta						
Celdas en blanco indican información no disponible						
Intermediario	Flujos sobre PBI					Stock sobre PBI
	2005	2006	2007	2008	2009	2009
Cooperativas						0.447
Compañías de leasing						
Compañías de factoring						
Tarjetas no bancarias	0.152	0.186	0.223	0.067	0.064	0.608
Compañías de warrant		0.164	0.171	0.205	0.180	
Compañías de crédito personal						
Instituciones de microcrédito					0.002	0.009
Tiendas comerciales	0.197	0.397	0.425	0.367	0.215	
Proveedores						
Autocírculos de Ahorro previo						
Propietarios, familiares y amigos						
Otros prestamistas informales						
Fondos de pensión					0.036	0.036
Compañías de seguros	-0.003	-0.001	-0.008	0.001	-0.001	0.010

Fuentes y notas:

Cooperativas y mutuales: Información disponible sobre flujos netos para 2008. Fuente: Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social, INAES, <http://www.inaes.gob.ar/es/noticias.asp?id=851>.

Tarjetas de crédito no bancarias: Flujos netos publicados en el Boletín de Estabilidad Financiera, Banco Central de la República Argentina. Las prin-

cipales tarjetas no bancarias son: Tarjeta Naranja, Tarjeta Cuyana, American Express, Tarjeta Más y Tarjeta Shopping.

Warrants: Flujos brutos, Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentación, Dirección Nacional de Alimentos.

Instituciones de microcrédito: Flujos brutos, Red Argentina de Instituciones de Microcrédito (RADIM)

Ahorro Previsional (AFAP), <http://www.bcu.gub.uy/a5957.html>. Los datos para seguros, que aparecen en la Tabla 3.2.4, provienen también del BCU.

39 Además de que en algunos casos la información es parcial, cubriendo un subperíodo de 2005-2009, cabe hacer notar la falta de datos sobre los prestatarios, la calidad de la cartera, la asignación sectorial y regional y las condiciones de los préstamos.

40 Por ejemplo, es posible que una tienda comercial financie parte de sus operaciones de crédito con crédito bancario, por lo que se estaría duplicando la participación de este último.

41 Inclusive es posible que entidades reguladas por el Banco Central financien o sean propietarias a través de vínculos societarios indirectos de algunos intermediarios no bancarios. En definitiva, una tarea pendiente a futuro es afinar la calidad de la información sobre origen y uso de fondos, y la estructura de propiedad de estos intermediarios.

42 De igual manera, no se ha podido determinar el flujo y el stock de crédito bancario para cada uno de los intermediarios regulados por el Banco Central (señalados con un "1" en la Tabla 3.1.1) en base a la información disponible en las distintas publicaciones estadísticas de los respectivos Bancos Centrales. Si bien por supuesto la información existe dentro de cada una de estas instituciones, el desglose tradicional (y de uso casi excluyente tanto por el sector público como privado) por tipo de institución es el que divide el sistema financiero en banca pública, privada nacional y extranjera.

y Fundación Andares, “Mapeo de Instituciones de Microcrédito en Argentina”, <http://www.reddemicrocredito.org/MAPEO%20JUNIO%202009.pdf>

Tiendas comerciales: Flujos brutos, estimados a través de los fideicomisos de préstamos de consumo emitidos por grandes tiendas comerciales (este financiamiento se securitiza en alrededor del 90%, según fuentes confiables). Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales - IAMC, y Fundación Capital.

Fondos de pensión: Toma en cuenta los préstamos brutos otorgados al sector privado no financiero por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), que se hizo cargo de las inversiones del sistema privado de pensiones, derogado en 2008.

Compañías de leasing: La única empresa no bancaria es CGM Leasing, pero no se dispone de datos sobre el volumen de operaciones.

Compañías de factoring: Las principales son empresas subsidiarias de grupos bancarios, tales como Nación Factoring y Galicia Factoring, pero no se dispone de datos sobre el volumen de operaciones.

Compañías de crédito personal: Se consultaron condiciones de los préstamos de 50 de estas empresas a través de entrevistas telefónicas y de www.miprestamopersonal.com, pero no se obtuvieron estadísticas de volumen de crédito.

Compañías de seguros: Flujos netos a partir del rubro Préstamos de la cartera de inversiones. Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación-SSN, Comunicación 2336 de 21/01/2010.

Tabla 3.2.2

Financiamiento no bancario en Brasil: Enfoque de oferta						
Celdas en blanco indican información no disponible						
Intermediario	Flujos sobre PBI					Stock sobre PBI
	2005	2006	2007	2008	2009	2009
Compañías de factoring				0.454	0.417	3,376
Compañías de crédito personal						
Tiendas comerciales	2,457	2,677	2,727	2,772	2,858	
Fondos de pensión cerrados	0.059	0.059	0.053	0.056	0.063	0.460
Proveedores						
Autocírculos de Ahorro previo						
Propietarios, familiares y amigos						
Otros prestamistas informales						

Fuentes y notas:

Tiendas comerciales: Flujos brutos, a partir de la facturación de Cartões Rede e Loja. Fuente: Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (ABECS), www.abecs.org.br.

Compañías de factoring: Flujos brutos, a partir de datos de ANFAC Associação Nacional das Sociedades de Fomento Mercantil Factoring, “Levantamento Estatístico”, Año 2008, <http://www.anfac.com.br/jsp/arquivos/documentos/estatistica2008.pdf>.

Fondos de pensión cerrados: Flujos netos, a partir del rubro Empréstitos a participantes, Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/Consolidado%20Estatistico_12_09.pdf.

Círculos de ahorro previo (Consórcios): Si bien reportan mensualmente al BCB distintos datos sobre su funcionamiento, estos datos no incluyen el volumen de crédito total otorgado en cada período. La información está disponible en www.bcb.gov.br/?consintro.

Tabla 3.2.3

Financiamiento no bancario en Paraguay: Enfoque de oferta						
Celdas en blanco indican información no disponible						
Intermediario	Flujos sobre PBI					Stock sobre PBI
	2005	2006	2007	2008	2009	2009
Cooperativas	3.00	1.13	1.00	2.00	1.00	8.45
Compañías de warrant	0.000	0.019	-0.002	0.002	-0.003	0.012
Compañías de crédito personal						
Instituciones de microcrédito	0.021	0.012	0.022	0.020	0.008	0.100
Tiendas comerciales	0.480	0.170	0.340	0.110	0.110	0.940
Proveedores						
Autocírculos de Ahorro previo						
Propietarios, familiares y amigos						
Otros prestamistas informales						
Fondos de pensión	0.020	0.002	0.012	0.000	0.001	0.030
Compañías de seguros	0.0003	0.0004	0.0004	0.0001	0.001	0.004

Fuentes y notas:

Cooperativas y mutuales: Flujos netos, Instituto Nacional de Cooperativismo del Paraguay (IN-COOP), y Caja Mutual de Cooperativistas del Paraguay, <http://www.cmcp.org.py/balances.php>

Compañías de warrant (Almacenes Generales de Depósito): Flujos netos, Banco Central de Paraguay, http://www.bcp.gov.py/index.php?option=com_content&task=view&id=192&Itemid=378. Computado como el rubro de Crédito en el activo de estas compañías.

Instituciones de microcrédito: Flujos netos, en base a los balances de las dos instituciones más importantes en el país): Microsol (www.microsol.org.py) y Fundación Paraguaya (www.fundacionparaguaya.org.py).

Fondos de pensión: Flujos netos, en base a los datos de las Cajas de Jubilación del Instituto de Previsión Social (IPS), Administración Nacional de Electricidad (ANDE), Municipalidades y Jubilados Bancarios. No se obtuvieron datos de la Caja de Itaipú. Fuente: Informe Financiero Anual Ministerio de Hacienda, <http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/index.php?c=385>.

Tiendas comerciales: Flujos netos, en base a datos de balance de las principales tiendas: NGO, INVERFIN, CHACOMER, CASA CENTRO Y RIEDER. Fuente: Bolsa de Valores de Paraguay, <http://www.bvpassa.com.py/>

Compañías de seguros: Flujos netos, Boletín Estadístico, Superintendencia de Bancos, Banco Central del Paraguay, http://www.bcp.gov.py/index.php?option=com_content&task=view&id=192&Itemid=378

Tabla 3.2.4

Financiamiento no bancario en Uruguay: Enfoque de oferta						
Celdas en blanco indican información no disponible						
Intermediario	Flujos sobre PBI					Stock sobre PBI
	2005	2006	2007	2008	2009	2009
Cooperativas						
Tarjetas de crédito no bancarias				0.135	-0.027	0.94
Compañías de factoring						
Compañías de crédito personal						
Tiendas comerciales		0.002	-0.001	0.002	0.002	0.020
Proveedores						
Autocírculos de Ahorro previo		0.015	0.004	0.002	0.010	0.052
Propietarios, familiares y amigos						
Otros prestamistas informales						
Fondos de pensión						
Compañías de seguros	-0.005	0.002	-0.003	0.003	0.003	0.029

Fuentes y notas:

Compañías de seguros: Flujos netos, en base al rubro Préstamos sobre pólizas de vida, <http://www.bcu.gub.uy/a31936.html>

Tiendas comerciales: Flujos netos, en base a datos de balance de Divino S.A., tienda cotizante en la Bolsa de Valores de Montevideo.

Autocírculos de ahorro previo: Flujos netos, en base a balances de las Administradoras, reportadas al BCU, www.bcu.gub.uy.

Tarjetas de crédito no bancarias: Flujos netos, en base a balances de las Empresas Administradoras de Crédito. Información provista por el BCU.

Cooperativas: Se contactó entre otras fuentes a la Confederación Uruguaya de Entidades Coope-

rativas (CUDECOOP), pero no fue posible acceder a la información requerida.

Factoring: la única empresa no bancaria es Summa, pero no se obtuvo información cuantitativa.

Compañías de crédito personal: Tres de los principales participantes de mercado son Crédito Ya, Pronto y Administradora de Soluciones Integrales (ASI). No se pudo obtener información estadística.

Tarjetas no bancarias: De acuerdo a lo dispuesto en la Comunicación N° 2010/052 del 15 de marzo de 2010, a partir del mes de abril de 2010 las empresas emisoras, adquirentes y procesadoras de tarjetas de crédito y débito deben presentar al cierre de cada trimestre diversos datos contables.

Tabla 3.2.5

Información disponible sobre financiamiento no bancario por el lado de la oferta en el MERCOSUR Tabla resumen				
Variable / País	ARG	BRA	PAR	URU
Tipos de intermediarios no bancarios (total)	14	8	11	10
Tipos de intermediarios no bancarios con información total o parcial	7	3	6	4
% de intermediarios con información sobre total de intermediarios	50.0	37.5	54.5	40.0
Suma de flujos de financiamiento de los intermediarios con información en 2009 (en % del PBI)	0.495	3.339	1.12	0.013
Suma de stocks de financiamiento de los intermediarios con información en 2009 (en % del PBI)	1.11	3.835	9.54	1.041

Anexo: Denominación de los intermediarios financieros en cada país del MERCOSUR
Tabla A.3

Denominación de los intermediarios financieros en los países del MERCOSUR			
Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Bancos comerciales	Bancos comerciales y múltiples	Bancos comerciales	Bancos comerciales
Bancos de inversión	Bancos de investimento	-----	-----
Bancos hipotecarios	Sociedades de crédito inmobiliario y Companhias Hipotecárias	-----	Bancos hipotecarios
Bancos cooperativos	Cooperativas de crédito	-----	Cooperativas de intermediación financiera
Bancos de desarrollo	Bancos de desenvolvimento (incluyendo, entre otros, Caixa Econômica Federal y Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social)	Bancos de desarrollo	-----
Sociedades de ahorro y préstamo	Associações de Poupança e Empréstimo	Sociedades de ahorro y préstamo	-----
Compañías financieras	Sociedades de crédito, financiamiento e investimento	Compañías financieras	Casas financieras
Cajas de crédito	-----	-----	-----
Cooperativas	Cooperativas de crédito y Cooperativas centrais de crédito	Cooperativas	Cooperativas
Tarjetas de crédito no bancarias	-----	-----	Tarjetas de crédito no bancarias
Compañías de leasing	Sociedades de arrendamento mercantil	-----	-----
Compañías de factoring	Sociedades de fomento mercantil	-----	Compañías de factoring
Compañías de warrant	Companhias de warrant	Compañías de warrant	-----
Compañías de crédito personal	Companhias de crédito pessoal	Compañías de crédito personal	Compañías de crédito personal

Tabla A.3 (cont)

Denominación de los intermediarios financieros en los países del MERCOSUR			
Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Instituciones de microcrédito	Sociedades de crédito ao microempreendedor	Instituciones de microcrédito	Instituciones de microcrédito
Tiendas comerciales	Lojas	Tiendas comerciales	Tiendas comerciales
Proveedores	Fornecedores	Proveedores	Proveedores
Autocírculos de ahorro previo	Administradoras de consorcio	Autocírculos de ahorro previo	Autocírculos de ahorro previo
Propietarios, familiares y amigos	Proprietários, família y amigos	Propietarios, familiares y amigos	Propietarios, familiares y amigos
Otros prestamistas informales	Otros prestamistas informais	Otros prestamistas informales	Otros prestamistas informales
Fondos de pensión	Entidades abertas y fechadas de previdência complementar	-	Fondos previsionales
Compañías de seguros	Sociedades seguradoras	Compañías de seguros	Compañías de seguros
Bonos u obligaciones negociables	Debêntures y Notas Promissórias	Bonos	Bonos u obligaciones negociables
Securitizaciones	Securitização	Securitizaciones	Securitizaciones
Acciones	Ações	Acciones	Acciones

4. Enfoque microeconómico por el lado de la demanda para la medición del financiamiento no bancario

4.1 Metodología

En el enfoque microeconómico por el lado de la demanda se releva el uso efectivo de las distintas fuentes, tanto formales como informales, por parte de las empresas (y eventualmente de las familias). En este caso, se reportarán resultados de las Enterprise Surveys del Banco Mundial, realizadas entre 2006 y 2009 en los países bajo análisis. Adicionalmente, a fin de chequear la validez de los resultados, estas encuestas se compararán con estudios similares para empresas pequeñas y medianas llevadas adelante en Argentina y Brasil.⁴³

La mayor ventaja del método es el acceso a información de primera mano sobre el uso de instrumentos de crédito informales, que pueden presentar insalvables problemas de medición por el lado de la oferta de los intermediarios. A su vez, el principal cuestionamiento que amerita este enfoque es que la muestra entrevistada puede no ser representativa del perfil de financiamiento del universo de empresas, aunque este sesgo se minimiza mediante un adecuado diseño muestral.

4.2 Resultados de las Enterprise Surveys

Como puede constatarse en la Tabla 4.2.1 este relevamiento empresario se llevó a cabo en 2006 en Argentina, Paraguay y Uruguay, y en 2009 en Brasil.⁴⁴ La misma tabla muestra asimismo el tamaño de muestra en cada país, que fluctúa entre 600 y 1.800 empresas de acuerdo al tamaño de cada economía. En todos los casos, como es previsible, la muestra incluye una mayor proporción de empresas micro y pequeñas (hasta 19 empleados) y medianas (entre 20 y 99 empleados) que de grandes empresas (100 o más empleados).

La Tablas 4.2.2 da cuenta de la estructura de financiamiento para la totalidad de la muestra en cada país, dividiendo el gasto empresario en inversión (adquisición de activos fijos) y capital de trabajo. Las Tablas 4.2.3 a 4.2.5 reportan los mismos datos para cada grupo de tamaño empresario (micro/pequeñas, medianas y grandes). En general los resultados refrendan las conclusiones alcanzadas en la Sección 2, donde se practicó una estimación a nivel macroeconómico. Dado que la composición de recursos es similar para los dos tipos de gasto, los próximos comentarios se refieren a la acumulación de activos fijos, excepto cuando haya diferencias remarcables.

En particular, (a) Se confirma la incidencia dominante de los fondos propios (autofinanciamiento), con un nivel promedio del 66%, desde un mínimo de 44.5% en Brasil a un máximo de 82% en Uruguay; (b) Salvo por su alto peso en Brasil (33.6%), el crédito bancario sólo explica entre el 5.4% del financiamiento en Argentina y el 9.1% en Paraguay; (c) El crédito de proveedores y clientes genera el 9.3% en promedio, con un máximo de 16.4% en Brasil y un mínimo de 4.5% en Argentina; (d) Otras fuentes no bancarias (cuya composición no es especificada) aportan un máximo de 18.7%⁴⁵ en Argentina, ubicándose en el 3.2% en Brasil, el 4.5% en Uruguay y el 9.5% en Paraguay;⁴⁶ y (e) En función del tamaño de las empresas, juzgando por el promedio para los cuatro países, se advierte que la importancia de los fondos propios decrece levemente a medida que aumenta el tamaño (de 74.1% en las más pequeñas a 62.1% en las grandes) y que lo contrario ocurre con el crédito bancario (de 7.6% a 21.0%).⁴⁷ En el caso de las fuentes no bancarias, no se registra un patrón claro entre su peso en el total y el tamaño de las empresas.

43 Existe una literatura académica abundante sobre la estructura de financiamiento de las empresas cotizantes en bolsa, pero este no es el subconjunto de mayor interés para el Estudio, por tratarse de un número muy pequeño de compañías y principalmente porque ellas no utilizan masivamente financiamiento no bancario por fuera del mercado de capitales. Para los casos de Brasil, un trabajo reciente en el tema es: Valle, Mauricio, "Estructura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presenta de fontes diferenciadas de financiamento", Tese de Livre Docencia, Universidade de São Paulo, 2008, disponible en: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/96/tde-25062008-123025/pt-br.php>. Para el caso de Argentina, Brasil y otros países de América Latina (pero no Paraguay y Uruguay), se remite a Bebczuk, R. y Galindo, A. (2010), "Corporate Leverage, the Cost of Capital and the Financial Crisis in Latin America", Banco Interamericano de Desarrollo, Research Department, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1577687>.

44 Un nuevo relevamiento ha estado en curso en Argentina, Paraguay y Uruguay en 2010, el cual debería estar disponible en 2011.

45 Esto no es estrictamente comparable con el financiamiento no bancario calculado en el punto 2. Con respecto a esa estimación, otras fuentes no bancarias excluyen al crédito comercial, e incluyen emisiones de deuda en el mercado de capitales local e internacional. Por otro lado, la Encuesta a Empresas, así como la mayoría de las encuestas acerca del financiamiento, pregunta acerca de la composición del pasivo bruto de las empresas, independientemente de la financiación, que registra en el activo. Por el contrario, los cálculos de la sección 2 miden flujos líquidos.

46 Para una muestra de otros seis países de América Latina (Guatemala, Ecuador, Perú, México, Chile y Colombia), de acuerdo a estas mismas encuestas, las fuentes no bancarias explican en promedio el 9.2% del total, con un mínimo de 1.9% en Chile y un máximo de 21.2% en Colombia.

47 Esta diferencia entre empresas pequeñas y grandes es explicable por la reducción de los costos administrativos unitarios y por la mejor calidad informativa de las grandes empresas, la cual aumenta la voluntad del sistema bancario a prestar

Tabla 4.2.1

Enterprise Surveys: Tamaño y composición de la muestra						
País	Año	Número de empresas	Micro/Pequeña [<20 empleados] (en %)	Mediana [20 - 99 empleados] (en %)	Grande [100 + empleados] (en %)	Total (en %)
Argentina	2006	1063	38.3	36.9	24.8	100.0
Brasil	2009	1802	37.6	41.6	20.8	100.0
Paraguay	2006	613	51.1	39.6	9.3	100.0
Uruguay	2006	621	47.7	37.7	14.7	100.0

Tabla 4.2.2

Enterprise Surveys: Estructura de financiamiento – Muestra completa				
Variable / País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Estructura de financiamiento de la inversión (en %)				
Fondos propios	71.0	44.5	68.6	82.0
Préstamos bancarios	5.4	33.6	9.1	8.4
Crédito de proveedores y clientes	4.5	16.4	11.5	4.8
Aportes de propietarios	0.5	2.4	1.1	0.2
Otras fuentes	18.7	3.2	9.5	4.5
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
Estructura de financiamiento del capital de trabajo (en %)				
Fondos propios	69.5	47.8	67.5	72.3
Préstamos bancarios	7.8	25.4	8.9	7.0
Crédito de proveedores y clientes	17.9	22.2	13.6	15.1
Otras fuentes	4.8	4.7	9.9	5.6
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Porcentaje de empresas con crédito bancario</i>	39.4	65.3	46.0	45.0

Tabla 4.2.3

Enterprise Surveys: Estructura de financiamiento – Micro y pequeñas empresas				
Variable / País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Estructura de financiamiento de la inversión (en %)				
Fondos propios	80.6	62.7	66.9	86.4
Préstamos bancarios	1.6	15.1	8.9	5.0
Crédito de proveedores y clientes	5.0	10.1	10.4	5.1
Aportes de propietarios	0.1	4.0	0.7	0.0
Otras fuentes	12.7	8.1	13.2	3.6
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
Estructura de financiamiento del capital de trabajo (en %)				
Fondos propios	75.3	58.5	67.3	75.1
Préstamos bancarios	3.2	17.7	7.1	4.8
Crédito de proveedores y clientes	16.0	18.6	13.1	14.0
Otras fuentes	5.5	5.2	12.5	6.2
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Porcentaje de empresas con crédito bancario</i>	23.0	42.8	39.8	37.5

Tabla 4.2.4

Enterprise Surveys: Estructura de financiamiento – Medianas empresas				
Variable / País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Estructura de financiamiento de la inversión (en %)				
Fondos propios	66.9	40.7	68.0	77.1
Préstamos bancarios	8.9	32.7	8.7	111.4
Crédito de proveedores y clientes	4.4	23.2	13.6	4.9
Aportes de propietarios	0.8	1.5	1.2	0.5
Otras fuentes	19.1	2.0	8.5	6.0
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
Estructura de financiamiento del capital de trabajo (en %)				
Fondos propios	65.4	45.8	67.4	66.3
Préstamos bancarios	8.8	23.5	10.7	11.0
Crédito de proveedores y clientes	21.2	26.7	13.9	18.0
Otras fuentes	4.6	4.0	8.0	4.7
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Porcentaje de empresas con crédito bancario</i>	45.9	67.5	46.0	57.4

Tabla 4.2.5

Enterprise Surveys: Estructura de financiamiento – Grandes empresas				
Variable / País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay
Estructura de financiamiento de la inversión (en %)				
Fondos propios	57.1	36.5	76.4	78.2
Préstamos bancarios	7.5	49.7	10.9	15.7
Crédito de proveedores y clientes	3.7	10.2	9.0	2.8
Aportes de propietarios	0.8	2.5	2.2	0.0
Otras fuentes	31.0	1.1	1.6	3.3
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
Estructura de financiamiento del capital de trabajo (en %)				
Fondos propios	61.1	38.9	69.3	68.0
Préstamos bancarios	19.7	38.0	12.6	16.7
Crédito de proveedores y clientes	16.2	17.6	15.5	12.9
Otras fuentes	3.0	5.5	2.7	2.4
<i>Total fuentes</i>	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Porcentaje de empresas con crédito bancario</i>	74.7	89.6	59.2	81.7

4.3 Otras encuestas empresarias de interés⁴⁸

A fin de completar la información anterior y revalidar sus resultados, se citan aquí otras encuestas de similar naturaleza puestas en marcha en Argentina y Brasil.

En el caso argentino, los resultados de ambas encuestas se pueden comparar con la que anualmente realiza el Observatorio Pyme de la Unión Industrial Argentina (www.observatorio-pyme.org.ar) sobre 1.000 empresas industriales pequeñas y medianas. En promedio para el período 2004-2008, de acuerdo a este relevamien-

to, el 71.7% del financiamiento correspondió a fondos propios, el 19.2% a crédito bancario, el 6.9% a crédito de proveedores, y el restante 2.3% a otras fuentes no bancarias no especificadas. Estos resultados reafirman el peso saliente del autofinanciamiento, pero arrojan una ponderación más baja al crédito de proveedores y una más alta a los fondos propios que la encuesta encomendada para este Estudio.⁴⁹

Para el caso de Brasil, la encuesta más relevante por su tamaño y cobertura es la de SEBRAE, realizada en 2009 sobre 4.200 micro y pequeñas empresas de hasta 99 empleados, elegidas

48 Además de las encuestas comentadas más abajo, se llevó adelante una encuesta telefónica en los cuatro países sobre una muestra de 250 empresas en cada uno de ellos. Sin embargo, los resultados se consideran no plenamente confiables a la luz de la evidencia acumulada sobre estructura de financiamiento presentada en encuestas ampliamente reconocidas, como las citadas a lo largo de esta Sección 4. Uno de los resultados más llamativos es que la participación del crédito de proveedores se ubica en torno al 50%, mientras que los fondos propios aportan menos del 25%. Esta anomalía debería estar relacionada a algún tipo de sesgo muestral.

49 Para el caso argentino, el Banco Central ha realizado un extenso relevamiento del uso de instrumentos financieros desde 2008 a través de las Encuestas sobre Bancarización, pero los resultados no están libremente disponibles a la fecha.

aleatoriamente sobre el universo de estas empresas. La limitación, sin embargo, es que no presenta la estructura de financiamiento sino solamente si la empresa utilizó o no distintas fuentes de financiamiento (sin incluir en la lista el financiamiento propio). El dato más significativo con respecto al uso de fuentes no bancarias es que 71% de las empresas usaron crédito de proveedores, constituyendo el recurso más demandado, muy por encima de las distintas modalidades de crédito bancario (49%). Este uso intensivo del financiamiento de proveedores es capturado por la encuesta especial realizada para este Estudio. Por su parte, de acuerdo a la encuesta de SEBRAE, el crédito informal no se presenta como una fuente habitual, destacándose en este renglón el uso de préstamos de familiares y amigos (11% de las empresas), y los prestamistas informales (2%).^{50,51}

5. Conclusiones y recomendaciones

El objetivo central del este Estudio ha sido la medición del financiamiento no bancario del sector privado en los países del MERCOSUR, siguiendo para ello diferentes metodologías comparables entre países. Ante las limitaciones informativas derivadas de la presencia de numerosos intermediarios no bancarios desregulados y/o informales, en particular se han propuesto tres enfoques alternativos, complementarios entre sí, para calcular el grado de utilización de estas fuentes de financiamiento, a saber: (1) El enfoque macroeconómico; (2) El enfoque microeconómico por el lado de la oferta; y (3) El enfoque microeconómico por el lado de la demanda.

En apretado resumen, y a pesar de las esperables discrepancias entre metodologías, ellas coinciden en que los recursos provenientes de la intermediación no bancaria representan una proporción no superior al 5%-15% del total de fuentes del financiamiento empresario en el MERCOSUR. Si bien este valor puede aparecer como bajo, no difiere marcadamente de la contribución del crédito bancario. En términos de stocks, el financiamiento no bancario representa en promedio para los cuatro países un elevado 10.7% del PBI en 2009 (desde un mínimo de 4.2% en Brasil a un máximo de 16.9% en Argentina), contra el 25.8% promedio para el crédito bancario. Estas cifras ponen de manifiesto la innegable importancia cuantitativa, a nivel macroeconómico, de estos canales alternativos de crédito.

A lo largo del Estudio se señalaron diversas deficiencias informativas que deberían salvarse a la hora de generar estadísticas de financiamiento no bancario armonizadas entre países y que respeten estándares mínimos de calidad y confiabilidad. A la luz de esta meta de mediano plazo, la recomendación que emerge del trabajo es que deberían profundizarse los esfuerzos de las autoridades en cada país para contar con mediciones a través de las tres metodologías propuestas. La comparación entre ellas permitirá detectar eventuales deficiencias de cada procedimiento y tender hacia una mayor consistencia y confiabilidad de las estimaciones. Con esta finalidad, en la Tabla 5.1 se presentan las ventajas, desventajas, requerimientos de información y situación actual en el MERCOSUR en relación al desarrollo de cada una de estas metodologías:

50 La encuesta puede consultarse en <http://www.sebraesp.com.br> o [http://201.2.114.147/bds/BDS.nsf/942EB05232EE2FB783257687006C3C2F/\\$FILE/NT00042EA2.pdf](http://201.2.114.147/bds/BDS.nsf/942EB05232EE2FB783257687006C3C2F/$FILE/NT00042EA2.pdf).

51 También para Brasil, aunque con información desactualizada correspondiente a 2002, un estudio detallado de acceso al crédito sobre la base de una encuesta a 2,000 individuos en varias ciudades es Kumar A. (2004), "Access to Financial Services in Brazil", Banco Mundial, disponible en http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2004/12/01/000090341_20041201150906/Rendered/PDF/30858.pdf. Los resultados no son estrictamente comparables porque esta encuesta se efectuó a nivel de individuos y no de empresas, aunque muestra un resultado también observado en el Estudio en cuanto a la baja participación del crédito: el 84.8% de los entrevistados no pidieron ningún crédito, informal o formal, en los 12 meses anteriores. De los que solicitaron crédito, apenas el 10% lo hizo de fuentes no bancarias.

Tabla 5.1

Comparación de metodologías para la medición del financiamiento no bancario

Metodología 1: Enfoque macroeconómico

Ventajas:

- Utiliza variables agregadas, lo cual asegura la consistencia a nivel macroeconómico y minimiza los sesgos por trabajar con muestras no representativas del universo
- Permite medir la totalidad de fuentes no bancarias, tanto formales como informales
- En la medida que estos datos son públicos y de libre acceso, el costo del procedimiento es muy bajo

Desventajas:

- Dado que el financiamiento no bancario se calcula en forma residual, se requiere información oficial, sólo parcialmente disponible en la actualidad, sobre autofinanciamiento (ahorro) empresarial y sobre las necesidades de financiamiento de las empresas y familias
- La naturaleza agregada de los datos no permite conocer los detalles sobre la oferta y la demanda de fondos
- En el agregado se cancelan los flujos de crédito inter-empresarial e inter-familiar

Requerimientos de información:

- Información macroeconómica sobre usos y fuentes de fondos, la cual requiere estimaciones de las hojas de balance de las familias y las empresas no financieras

Situación actual en el MERCOSUR:

Al momento no se desarrolla esta metodología

Tabla 5.1 (Cont)

Comparación de metodologías para la medición del financiamiento no bancario

Metodología 2: Enfoque microeconómico por el lado de la oferta

Ventajas:

- Los intermediarios están menos atomizados que los usuarios de crédito, lo cual facilita el relevamiento informativo
- El regulador tiene poder legal para exigir el reporte de la información relevante por parte de sus regulados, lo que asegura la disponibilidad de la información a bajo costo, de primera mano y alto grado de precisión (merced a la autoridad legal del regulador para auditar los datos primarios)

Desventajas:

- La información provista por los intermediarios (con la posible excepción de los bancos) tiende a ignorar las características de los distintos segmentos de clientela (por ejemplo, el crédito otorgado a familias y a empresas)
- Diversos intermediarios no bancarios no reportan información al regulador, en particular los no regulados y/o informales (e incluso algunos que están regulados pero no tienen obligación de informar)

Requerimientos de información:

- Identificación de todos los proveedores de crédito y acceso a sus hojas de balance

Situación actual en el MERCOSUR:

- Muy escasa información pública y de fuentes privadas confiables sobre la oferta de financiamiento no bancario

Tabla 5.1 (Cont)

Comparación de metodologías para la medición del financiamiento no bancario

Metodología 3: Enfoque microeconómico por el lado de la demanda

Ventajas:

- Los usuarios de crédito pueden brindar información sobre sus fuentes de financiamiento tanto formales como informales
- Los demandantes pueden ofrecer detalles sobre sus preferencias y condiciones de acceso a las distintas formas de crédito

Desventajas:

- Se requieren encuestas, lo cual implica altos costos pecuniarios
- Estas encuestas raramente cubren a las familias, aunque este punto es fácilmente reparable ampliando la cobertura de la encuesta
- Las encuestas abarcan el financiamiento recibido pero no el concedido (a través del crédito entre empresas o entre empresas y familias), sobreestimando el financiamiento neto de las unidades económicas
- Como se trata de datos auto-reportados, no es posible verificar la veracidad y exactitud de la información

Requerimientos de información:

- Encuestas periódicas sobre muestras suficientemente amplias y representativas del universo de empresas y familias

Situación actual en el MERCOSUR:

- Existen en Argentina y en Brasil algunas encuestas privadas (de asociaciones empresarias) y públicas nacionales (de organismos dedicados a la promoción de las pymes y del BCRA para Argentina, aunque ésta última no es pública). Asimismo, el Banco Mundial hace encuestas comparables en distintos países (Enterprise Surveys).
- Sin embargo, estas encuestas sufren de algunas limitaciones: (i) No se conocen los detalles del diseño muestral y cuestiones vinculadas, y deberían revisarse algunos aspectos metodológicos para mejorar la calidad informativa. En general, no se dan a conocer públicamente tales aspectos sino solamente los resultados; (ii) No se realizan con una periodicidad aceptable (por ejemplo, pocas encuestas se efectúan todos los años; una excepción, para el caso de las pymes argentinas, es la encuesta del Observatorio Pyme); y (iii) Ninguna encuesta existente es representativa del total del sector privado, entendiéndose por ello el universo de empresas (micro, pequeñas, medianas y grandes) y el sector de familias (también distribuidas por tamaño).

A todas luces, la mayor restricción para aplicar estas metodologías radica en la obtención de los datos primarios. El trabajo de recolección para el presente Estudio reveló notorias deficiencias en el grado de cobertura de la información disponible. Por caso, en el enfoque por el lado de la oferta, se obtuvo información sobre un promedio de apenas el 44% de los intermediarios no bancarios identificados en los cuatro países, y para ello se debió recurrir a fuentes diversas y heterogéneas, que no permiten en general conocer con la debida profundidad la clientela a la cual están dirigidas, las características del financiamiento concedido y la propia estructura de recursos que fondea sus actividades de intermediación. Para atender este problema, y hacer sostenible el esfuerzo en el tiempo, se sugieren los siguientes cursos de acción:

(a) Los Bancos Centrales deberían ser la contraparte natural dentro de la estructura estatal para reunir y difundir la información sobre la intermediación no bancaria, para luego abogar por su uso en el diseño de las políticas públicas en el área financiera. La efectividad de esta opción dependerá en primer lugar obviamente de la prioridad que las autoridades de los Bancos Centrales asignen, relativo a la intermediación bancaria tradicional, al conocimiento y uso de esta información, en particular a su efecto esperado sobre la estabilidad sistémica y la protección de los consumidores;

(b) Como primer paso, el Banco Central debería construir estadísticas de crédito sobre algunos intermediarios bajo su jurisdicción sobre los que no se dispone de información pública a la fecha;⁵²

(c) El Banco Central debería ahondar en la vinculación societaria directa o indirecta entre los intermediarios bajo su regulación y los demás intermediarios identificados en el Estu-

dio. Este análisis permitiría computar con mayor precisión el origen de los flujos de financiamiento neto al sector privado no financiero y evitar arbitrajes regulatorios indeseables;⁵³

(d) Para medir los flujos de financiamiento por el lado de la oferta, debería hacerse un mapeo de entidades y de sus respectivos volúmenes y condiciones de crédito, cubriendo como mínimo las entidades de mayor tamaño;

(e) En los casos en que ello sea posible, debería convocarse a las asociaciones que aglutinan a distintos segmentos de intermediarios y a los reguladores no bancarios que los controlen. Por esta vía se podría lograr un ahorro de costos y alcanzar una mayor cobertura, al menos en ciertos tipos de entidades

(f) Una vía de obtención de información a bajo costo es la inclusión de las preguntas relevantes en los cuestionarios que las autoridades estadísticas administran regularmente entre empresas y familias (encuestas a hogares, censos económicos e industriales, etc.). El mayor obstáculo en este sentido es lograr la cooperación de los organismos de estadística, que, además de sus restricciones de recursos y los límites naturales a la extensión de los cuestionarios, en general priorizan la recolección de información sobre condiciones productivas y sociales por sobre los aspectos financieros subyacentes. De manera similar, la coordinación con los organismos estatales de defensa al consumidor de servicios financieros, y la alianza estratégica con asociaciones privadas con este mismo fin, está llamada a potenciar los resultados de estas iniciativas, puesto que estas instituciones tienen un incentivo explícito para conocer el funcionamiento de los mercados no bancarios y el tratamiento brindado a sus clientes;

(g) Todavía más importante, los registros de crédito privados podrían aportar información de sumo valor, ya que ellos reúnen infor-

52 Ver Sección 3, nota al pie 23.

53 Por ejemplo, algunas tarjetas no bancarias no reguladas, de amplia y creciente influencia en Argentina, cuentan entre sus accionistas a entidades bancarias reguladas.

mación sobre una amplia variedad de deudas, de origen bancario y no bancario, de individuos y empresas;⁵⁴

(h) Eventualmente, se podría considerar la posibilidad de subsidiar las etapas iniciales de la labor de recopilación estadística de estas asociaciones, en caso de ser el costo financiero de la iniciativa un obstáculo para su lanzamiento;

(i) Dado el costo de realización de encuestas a empresas y familias, en caso de no poder contarse con recursos presupuestarios podría solicitarse apoyo a organismos multilaterales, que en general ya cuentan con programas de este tipo o podrían estar dispuestos a financiar esfuerzos nacionales;

(j) Una positiva estrategia común a los cuatro países debería partir de la confección de formularios de encuesta armonizados, que cubran todos los aspectos relevantes a las políticas de financiamiento de las unidades económicas privadas;

(k) A la hora de extraer lecciones de política, se recomienda que los resultados obtenidos se segmenten por el tamaño de las empresas y por el ingreso de los consumidores, y que las cifras resultantes para el total y para cada subgrupo se comparen entre los países del MERCOSUR y con otras economías en desarrollo y desarrolladas. La disponibilidad de crédito no debería considerarse como una variable absoluta sino relativa a otros grupos de referencia;⁵⁵

(l) A partir del bajo incentivo de los intermediarios no regulados e informales a compartir información, en caso de encontrar resistencia por parte de los intermediarios no bancarios el Estado podría invocar la obligación de reportar estos datos en razón de que: (1) La intermediación no bancaria influye sobre la estabilidad financiera sistémica, como lo ha demostrado recientemente, aunque en un modelo de intermediación distinto al predominante en el MER-

COSUR, la crisis financiera iniciada en Estados Unidos, donde la mayor vulnerabilidad estuvo asociada al llamado shadow banking; y (2) Con independencia del riesgo sistémico, estos intermediarios pueden comprometer la protección a los consumidores de servicios financieros; y

(m) Esta segunda justificación de la intervención estatal en los mercados financieros conlleva el monitoreo de empresas que realizan intermediación financiera aunque no sea su actividad principal, como el caso de las tiendas comerciales, las cooperativas de producción y otras. Aun sin llegar a aplicar las mismas normas regulatorias que a otros intermediarios, el Banco Central podría invocar el deber de informar a entidades que hagan intermediación financiera en forma sistemática. Incluso cuando lo hagan con fondos propios, sin captar recursos de terceros, es de sumo interés para las políticas de Estado conocer la estructura de financiamiento del sector privado por su influencia sobre el crecimiento de corto y largo plazo a través del gasto en consumo e inversión.

54 La Iniciativa de Sistemas de Reporte de Préstamos Bancarios y Créditos del Hemisferio Occidental, impulsada por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), con el apoyo del Banco Mundial desde 2004, ofrece un completo panorama de la industria de registros de crédito privados y públicos puede encontrarse, para Argentina, Brasil y Uruguay. Los reportes correspondientes pueden descargarse de <http://www.whcri.org/>.

55 Por ejemplo, el alto peso del autofinanciamiento en la región, que se suele atribuir al escaso desarrollo de los mercados financieros formales, es un hecho estilizado a nivel internacional, con independencia del grado de desarrollo económico. Sin este punto de referencia podría pensarse que la importancia del autofinanciamiento requeriría medidas extraordinarias de política.

Apéndice: Fuentes de datos y bibliográficas consultadas

(en el orden en que aparecen en el texto)

Fuentes de datos:

Bancos Centrales de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Data Catalog del Banco Mundial, <http://data.worldbank.org>.

Financial Access Survey, FMI, <http://fas.imf.org>

Doing Business, Banco Mundial, www.doingbusiness.org

CEPALSTAT, la base de datos estadísticos de CEPAL, disponible en www.eclac.org/estadisticas/

U.S. Census Bureau, www.census.gov/const/

Enterprise Surveys, www.enterprisesurveys.org

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (www.bolsar.com.ar)

Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC, www.iamc.sba.com.ar)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM, www.cvm.gov.br)

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, www.anbima.com.br)

Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. (BVPASA, www.bvpasa.com.py)

Global Development Finance, <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-development-finance>

[dbank.org/data-catalog/global-development-finance](http://data-catalog/global-development-finance)

SUSEP, <http://www.susep.gov.br/menuestatistica/estatisticas.aspx>

Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social, INAES, <http://www.inaes.gob.ar>

Red Argentina de Instituciones de Microcrédito (RADIM), <http://www.reddemicrocredito.org>

Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (ABECS), www.abecs.org.br

ANFAC, Associação Nacional das Sociedades de Fomento Mercantil Factoring, <http://www.anfac.com.br/>.

Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), <http://www.abrapp.org.br/>.

Instituto Nacional de Cooperativismo del Paraguay (INCOOP), y Caja Mutual de Cooperativistas del Paraguay, <http://www.cmcp.org.py/balances.php>

Microsol, www.microsol.org.py.

Fundación Paraguaya, www.fundacionparaguaya.org.py.

Ministerio de Hacienda, <http://www.hacienda.gov.py/>.

Confederación Uruguaya de Entidades Cooperativas (CUDECOOP).

Observatorio Pyme de la Unión Industrial Argentina, www.observatoriopyme.org.ar

SEBRAE, <http://www.sebraesp.com.br>.

Iniciativa de Sistemas de Reporte de Préstamos Bancarios y Créditos del Hemisferio Occidental, <http://www.whcri.org/>

Referencias bibliográficas

Djankov S., C. McLeish y A. Shleifer (2007), “Private Credit in 129 Countries”, *Journal of Financial Economics*.

Bebczuk, Ricardo (2010), *Progresos en Finanzas*, Asociación Argentina de Economía Política, Editorial Temas, Noviembre

Valle, Mauricio, “Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presenta de fontes diferenciadas de financiamento”, Tese de Livre Docencia, Universidade de São Paulo, 2008, disponible en: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/96/tde-25062008-123025/pt-br.php>

Bebczuk, R. y Galindo, A. (2010), “Corporate Leverage, the Cost of Capital and the Financial Crisis in Latin America”, Banco Interamericano de Desarrollo, Research Department, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1577687>.

Kumar A. (2004), “Access to Financial Services in Brazil”, Banco Mundial, disponible en: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/12/01/000090341_20041201150906/Rendered/PDF/30858.pdf

ESPECIALISTAS NACIONALES

El GMM agradece la colaboración de los especialistas nacionales :

Argentina – Banco Central de la República de Argentina

Ivana Termansen
Susana Monteagudo
Federico Grillo
Emilio Blanco

Brasil – Banco Central de Brasil

Ericson Semerene Costa
Helcio Magalhães Novaes
Renato Baldini Junior

Paraguay – Banco Central del Paraguay

Angel Barreto Bareiro
Cesar Yunis
Julia Villaverde Lugo
Jorge Burgos

Uruguay – Banco Central del Uruguay

Adriana Induni
Jorge Sander
Pablo Bazerque
José Ignacio González
Silvia Cabrera
Patricia Carballo
