

Documento de Trabajo N° 39
Workshop sobre "Financiamiento de
la Inversión Privada en Sectores
de Infraestructura".

FIEL/BANCO MUNDIAL
Buenos Aires 26/27 de abril de
1993



Fundación de
Investigaciones
Económicas
Latinoamericanas

Diciembre de 1993

INDICE

	PAG.
EXECUTIVE SUMMARY	
I. WORKSHOP ON PRIVATE FINANCING OF INFRAESTRUCTURE	1
1. The Workshop's Origins and Objectives	1
2. Infrastructure Capital Requirements	1
3. Private Sector Financing Options	2
4. The Government's Perspective	6
5. Private Sector Perspective	7
6. Role of Multilateral Organizations	8
7. Conclusion	11
II. FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA EN LA ARGENTINA. PROBLEMAS Y PERSPECTIVAS DE LA POSTPRIVATIZACION	12
1. Introducción: el contexto macroeconómico	13
2. Las privatizaciones y las necesidades de inversión	15
3. Las fuentes internas de financiamiento	17
4. Las fuentes de financiamiento internacional	25
5. Conclusiones	29
ANEXO	33

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

EXECUTIVE SUMMARY

A workshop on private financing of infrastructure capital requirements in Argentina sponsored by an Argentine think tank, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) with the collaboration of the World Bank was held in Buenos Aires on April 26-27, 1993. The idea of the sponsors was to bring together the principal players in government and the private sector as well as the international financial organizations to discuss how Argentina's projected infrastructure investment requirements might be financed.

The workshop was well attended by representatives from the Government, private sector and multilateral organizations. Discussions were technical and well-informed and helped highlight the government's and private sector's perspectives on the issues and prospects for financing of privatized infrastructure in Argentina over the medium to longer term.

On the side of the Argentina government, Mr. Juan Carlos Sanchez Arnau, Undersecretary of Privatization, Ministry of the Economy, was the chief spokesman at the workshop, but Ms. Amalia Martínez and Mr. Luis Rotaecche also participated actively in the discussions. There was clearly a keen interest on the part of Argentina's private sector in the workshop's theme. Of some 30 private sector entities represented at the workshop, JP Morgan, First Boston Corporation, Banco Río, Perez Companc and Org. Techint formed a panel to lead discussions on recent experience with infrastructure privatization and financing from the Argentine private sector perspective.

The World Bank worked close with FIEL in the organization of this workshop. The two technical papers that formed the background material for the discussions had been reviewed and commented on by Bank staff. In attendance from the Bank group were Messrs./Mmes: Ping Cheung Loh, Alfonso Sanchez, Paul Levy, Kazuko Uchimura (LA4), Inder Sud, Nina Shapiro (CFS), Michael Klein (FDP), and Pedro Batalla, IFC representative in Argentina. IDB and Eximbank of Japan were represented by Messrs. Aurelio Petrei and Kiyooki Fujimoto of their respective field offices.

The present working paper includes FIEL's document specially prepared by Enrique Bour and Carlos Melconián, on "Financing of Infrastructure in Argentina: Problems and Perspectives for the Post-Privatization Period". The paper is preceded by a summary of the discussions held at the Workshop, written by Kazuko Uchimura.

I. WORKSHOP ON PRIVATE FINANCING OF INFRAESTRUCTURE

1. The Workshop's Origin and Objectives

As pointed out by Mr. Víctor Savanti, President of FIEL, in his opening remarks, the workshop had its origin in an interchange of views between the Honorary Presidente of FIEL, doctor Arnaldo T. Musich, and Staff members of the World Bank about a 1992 study entitled "Infrastructure Capital in Argentina: Public Management, Privatization and Productivity" undertaken by FIEL with the encouragement of the World Bank. This study's objective was to quantify Argentina's medium-term investment requirements in infrastructure sector in the context of the government's ongoing economic reforms and privatization initiatives.

Before the end of 1992, the findings of the study were reviewed and discussed in Washington D.C. between Messrs Arnaldo T. Musich and the Academic Counsellor of FIEL, Manuel Solanet, and Ernesto Badaracco, Enrique Bour and Jorge Kohn, study's co-authors, and members of the Staff of the World Bank. The Bank's concern, as reiterated by Mr. Loh at the start of the workshop, is if and how the post-privatization Argentine economy can secure the level of infrastructure investments commensurate with the projected future growth. Given that some 85% of the infrastructure investment requirements during 1993-2000 would need to be met by privatized utility companies and private concessionaires, the focus of the debate shifted to infrastructure financing options available to the private sector.

Refocusing the infrastructure debate on the financing aspect, FIEL and the Bank decided to organize a seminar on private financing of infrastructure capital. During the two months leading up to the April workshop, FIEL prepared a second study entitled "Financing of Infrastructure in Argentina: Problems and Perspectives for the Post-Privatization Period" to serve as the workshop's principal discussion paper. This paper was prepared by the Argentine economists Carlos Melconian and Enrique Bour. It was agreed that the workshop also include discussions on the role of the government in creating the necessary climate for active private sector participation, and the various facilities provided by multilateral organizations in support of private financing of infrastructure investments.

2. Infrastructure Capital Requirements

Leading off the discussions in the morning session of April 26, Messrs. Manuel Solanet and Enrique Bour presented the main conclusions

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

of the aforementioned 1992 FIEL study "Infrastructure Capital in Argentina" and explained the methodology used to arrive at the quantitative results. The sectors covered by this study are gas, telecommunications, electricity and water/sanitation.

Projecting future investment requirements posed methodological difficulties owing to the rapidly changing policy and institutional environment in the country. With the rapid divestiture and sale of public enterprises in recent years, the public-private shares in these sectors will have altered dramatically from the 85:15 ratio of 20 years ago to 15:85 by the end of the 1990s. Under these circumstances, it would hardly be helpful to use historical coefficients. While assuming the continuation of the government's current macroeconomic policy and a sustainable annual per capita income growth of 2.5%, the authors of the study took a micro-approach to projecting investment requirements sector by sector, basing their judgments on sector-specific factors such as available capacity, maintenance requirements, unmet service demand, tariff distortions, etc.

Looking at the trends over the past 20 years, FIEL study finds that the infrastructure sectors in Argentina have been characterized by (a) the low efficiency of public investment which combined with inadequate spending on maintenance, contributed to the deterioration in the capital stock; (b) low labor productivity which contributed to the high cost of operations; and (c) the poor cost recovery performance of public enterprises in the infrastructure sectors that added to the nation's fiscal burden. Mr. Solanet estimates that the wasted expenditures in infrastructure resulting from bad planning and misallocation of funds, poor supervision, delays in civil works and cost-overruns over the past two decades added up to US\$35 billion, approximately equal to the size of the national debt negotiated under the Brady Plan. The study's basic premise is that these past conditions will no longer apply in the 1990s. Increased productivity on capital and labor brought about by privatization would help reduce the cost investment, expand services, reduce rationing in some sectors, and overall, contribute to the enhance welfare of consumers.

Over the 1992-2000 period, total investment in the infrastructure sectors covered by the FIEL report is expected to amount to US\$ 35.2 billion, averaging US\$94 billion annually and approximately 2% of GDP as compared to the historical average of about 3% of GDP. This is not an insurmountably large sum. What is significant is that some 85% of these requirements will need to be met by the privatized utilities and concessionaires. The basic question is whether these private companies are going to be able to secure financing for these investments.

3. Private Sector Financing Options

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

To initiate on the theme of the Argentine private sector's access to long-term financing, Mr. Carlos Melconian presented the main findings of the study entitled "Financing of Infrastructure in Argentina" which he co-authored with Mr. Enrique Bour for the workshop. This presentation was followed by the comments of Mr. Paul Levy on the paper and his recommendations based on the experience of Mexico and Chile.

Surveying the local sources of financing, Mr. Melconian reported that Argentina's financial system has been strengthened considerable since the adoption of the "convertibility plan" in March 1991: the volume of funds (in local and foreign currencies) mobilized through intermediation tripled and the lending capacity increased five-fold. Nonetheless, Argentina's financial sector is now geared almost exclusively to short-term lending; it offers no long-term funds for infrastructure project financing.

Similarly, the local capital market does not appear an immediate solution. Past experience indicates that private firms would not willingly open up their share capital by mobilizing funds via equity issues on the market unless the cost of capital implicit in the price-earnings ratio were very competitive. With low price-earnings ratios, these companies would prefer to borrow by issuing debt paper. The nature of the privatized utilities, i.e., natural monopolies with a captive demand and dramatically increasing profitability as a result of improvements in efficiency, also provides incentives to finance investments through indebtedness rather than equity. While the local market for private sector debt certificates (obligaciones negociables) has grown considerably in recent years, a large part of these certificates has been used to refinance existing debt. Under current circumstances, it would appear unlikely that privatized utilities would be able to place debt certificates on local markets in significant amounts. The best hope for developing medium-term financing in local markets lies in the emergence of institutional investors such as the pension funds.

The international sources of financing has grown in importance since the start of the convertibility program. To date, the Argentine government has carried out five eurobond issues for a total amount of US\$ 1 billion. The private sector has had recourse to fixed rate instruments on international markets at rates lower than those on domestic markets. The banks and corporations combined placed debt papers in excess of US\$ 3 billion; these are largely fixed rate instruments and the terms vary between three and five years.

The study's conclusion is that Argentina utilities may have problems securing financing on international markets on attractive terms although there may be scope for improving the terms and cost of capital. The privatized infrastructure companies show good

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

performance, promising growth prospects and very good cash flows. It is expected that in sectors such as telecommunications and gas, financing plans appear to be based on financing from retained earnings (well over 50%) and debt from foreign sources with almost no thought given to equity placement.

Mr. Melconian pointed out that the next important step for Argentine firms should be to attempt to obtain financing for five years or more which to date has been difficult to secure on international markets. This would depend among other factors on: (a) the continued stability of the country's macroeconomic policy and management; (b) continuation and consolidation of the privatization process; (c) good track record of privatized companies; (d) accumulation of experience and stability in the regulatory area; and (e) securing the country rating by some internationally recognized risk evaluator. In particular, attention will have to be given to the subject of international country risk rating. Argentina today has attained fiscal balance with the public sector repaying and reducing national debt but the private sector is financing its investment needs out of repatriated capital and increasing indebtedness. Mr. Melconian expressed concern that the private sector is borrowing abroad in order to finance investments in domestic non-tradable sectors that do not directly generate foreign currency and stressed the importance of concerted efforts both by the public and the private sector to increase international competitiveness and export earnings.

Mr. Paul Levy began his comments by praising the FIEL paper for its realistic analysis of financing options and constraints faced by Argentina's private sector. He also emphasized a fundamental point that it would not be useful to discuss Argentina's international financing prospects independent of what is happening on the local financial markets. The same factors that constrain Argentina's domestic financing, such as risks related to macroeconomic management, would also undermine possibilities for obtaining international financing. Mr. Levy noted that while there are clear limitations in the Argentina financial system today, its lending capacity has grown enormously during the past two years. With economic stability in place, the financial system could play a more active role intermediation, in increasing savings, and fostering, as a result, economic growth. The experience of Asian countries that have sustained high economic growth show that economic growth is closely correlated with high savings rates, and in these countries, as in the majority of developing countries, domestic savings are much more important than foreign savings. In that context, gaining good access to international capital markets should be considered as a complement, rather than an alternative, to strengthening Argentina's domestic financial system and savings performance. To illustrate this point, Mr. Levy cited the case of Chile and Mexico,

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

two countries which like Argentina overcame their own debt crisis and have successfully re-established themselves in international capital markets.

Chile's experience with privatization has been generally positive and financing did not pose a major obstacle in this process. The government of Chile utilized various techniques to privatize its state enterprises: sale or gift of shares to employees or individual investors, sale shares to institutional investors and international investors at nominal prices and a variant of debt capitalization (debt-equity swaps). This process required efficient functioning of domestic capital markets, and these markets developed simultaneously as privatization progressed. The growth of the Chile's capital market was given a major boost by the privatization of the country's pension scheme. The new pension system has generated important resources which in 1992 reached a third of Chile's GDP, a significant portion of which is being invested in the capital market. These pension funds account for one-fourth of the shares of privatized companies in which they were allowed to invest.

Hence, while the banking system in Chile does not lend long term, the country's capital markets provides an excellent source of long-term financing. Over the past two years, bonds issued on domestic markets averaged US\$ 1 billion a year with terms extending to as long as 30 years, though the majority ranged between five to 12 years. At the end of 1991, the real rate for 2-year bonds were 5.7% and for 15 years, 6.7%. If one were to assume a country risk of approximately 2%, the domestic rates of interest were almost equal to international rates. Furthermore, the international markets have not offered anything longer than 7 years. Given such favorable terms of domestic bond issues, Chilean investors have not considered it necessary to issue debt instruments on international markets. Thus it was that in 1992, Chile obtained foreign loans amounting to US\$ 515 million but did not register a single debt issue internationally. In 1992, as in four previous years, the inflow of foreign capital exceeded the economy's financing requirements. The favorable expectations regarding Chile's economy and the stability of the government's economic policies -reflected in increases in the value of Chilean papers in secondary debt markets- have contributed to these capital inflows. In reality, since 1991, the government of Chile has faced an interesting paradox -wanting, on one hand, to improve the perceptions of foreign investors of opportunities in Chile, and, on the other hand, not wanting to add to the problem of the overvaluation of the peso and the cost of managing its growing international reserves. To take advantage of the improved perception of Chile among foreign investors, the government of Chile sought and obtained an investment grade rating (BBB) from Standard & Poor in 1992, and a second investment grade rating by Moody's (Baa3) in 1993. These ratings have created a favorable climate for promoting

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

Chile's access to important US institutional investors such as pension funds and insurance companies.

Mexico took a path distinct from Chile's, the major difference being that Mexico has had to seek foreign capital much more aggressively because of the slower development of its domestic capital market and the significantly greater demand for investment. It now is possible to obtain long-term financing for infrastructure in the domestic market (maximum of 10 years at real interest rates of around 18%). But emitting debt in the international markets is more advantageous for investors. The Mexican authorities had fostered the country's re-entry into the international capital market, carefully planning the amounts and frequency of issues, and succeeding gradually to reduce the spread for Mexican issues, including those of the private sector. The first bond issue by Bancomext in June 1989 was only for 2.5 years and had a spread of 820 base points. In September 1992, the Mexican government issued 10-year bonds for US\$ 250 million with a spread of approximately 200 base points.

Many factors helped in Mexico's access to international markets, including the active role of Mexican authorities in opening new markets, use of enhancements in the early years, growing demand for high risk papers on the part of international institutional investors, falling interest rates in the US, development of a secondary market for Mexican papers, etc., and the 1990 Brady Plan. A study by the World Bank on the impact of the Brady Plan notes a significant decline in interest rates, a marked increase in investment and acceleration of economic growth. It concluded that the most significant benefit of the Brady agreement for Mexico, in addition to reducing debt per se, was that it helped reduce the volatility of future transfers abroad which in turn would decrease uncertainties over the exchange rate.

Mr. Levy concluded that while the economic conditions in Mexico and Argentina are not necessary comparable, Mexico's success in re-establishing itself in international financial markets after the Brady Plan, together with Argentina's own successful structural reforms, justify a degree of optimism concerning Argentina's prospects for obtaining external financing on increasingly favorable terms.

4. The Government's Perspective

Commenting on the prospects for private financing of infrastructure in Argentina from the government's perspective, Mr. Juan Carlos Sanchez Arnau indicated that for the privatized utilities and private concessionaires of infrastructure works which are first-tier companies, financing would not be a major problem. First, these

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

groups of private companies show high degrees of self-financing. They have tended to finance investments out of their retained earnings, and the existing concession contracts and the regulatory framework for tariffs would ensure the kind of cash flow that would allow them to continue this practice. Second, given their low indebtedness, there is ample scope for these companies to take on more debt, and to mobilize capital through equity placement. The latter would require a basic change in the Argentine firm's attitude toward opening their capital shares to third parties. Third, as FIEL's study indicates, Argentina companies' access to capital markets has improved dramatically in recent years, both domestically and abroad. This fact, combined with the emergence of new sophisticated financial instruments, would allow this particular segment of privatized firms to secure investment financing. In fact, Mr. Sanchez Arnau was much more concerned about the adverse terms and high cost of financing faced by Argentina's small and medium-scale enterprises, particularly those in the export sectors that competed for financing with the privatized utilities and concessionaires.

Generally speaking, the government can best support private financing of infrastructure by (a) attaining greater fiscal balance and reducing its debt, thereby ensuring that the public sector does not compete unduly with the private sector for scarce financial resources; (b) lowering country risk by staying on course with its macroeconomic reform programs, reducing debt and maintaining monetary stability, and in the process, lowering the cost of borrowing for the private sector; and (c) minimizing sectoral risks through the enactment of effective regulations and the creation of regulatory agencies that enforce these regulations correctly. Mr. Sanchez Arnau added that the Argentine government was not in a position to give guarantees to financial operations undertaken by private companies.

With respect to the role of multilateral organizations, Mr. Sanchez Arnau foresaw that the demand for investments in those subsectors of infrastructure that remain in the public sector would fully absorb, and even exceed, the availability of long-term financing from agencies such as the World Bank and IDB. There will continue to be public investments in segments of the national road network that cannot be offered in concession. At the provincial level, there is substantial demand for infrastructural improvements in power distribution, water and sanitation as well as in health and education. At the same time, pointing to the high cost of official funds, Mr. Sanchez Arnau emphasized the need to improve the efficiency of project implementation, to avoid repeated extensions and paying unnecessary commitment fees. Nonetheless, historically, official financing has been the only source of long-term funds for the public sector, and its high cost has been correlated with the

scarcity of long-term financing.

5. Private Sector Perspective

The afternoon session on April 26 was devoted to presentation by the representatives of Techint S.A., Pérez Companc, Morgan Bank, Banco Río and First Boston Corporation on their perspective concerning the Argentine privatization process and the prospects for private financing of infrastructure investments. The consensus that emerged from this session is that financing would not be a major impediment for the privatized Argentine utilities in terms of supporting their future investments. First, these privatized utilities (especially those in telecommunications and gas) make up a segment of Argentina's private sector that enjoy strong cash-flow positions and are able to finance investments out of retained earnings. Second, given their initial low indebtedness position, most of these firms would have the capacity to take on more debt. Third, the involvement of international operators during the privatization process (especially in gas and telephone) has given these privatized infrastructure companies access to international markets. The dollarization of financial flows resulting from the presence of these international operators has contributed to reducing the perception of risks on the international markets. There was greater concern expressed for small and medium-scale enterprises in other sectors of the economy that do not have the same kind of financial stability and are likely to be "crowded out" of the financial market by the first-tier utility companies.

The participants conceded that Argentine firms had the disadvantage of not being able to get terms longer than 5 years on the international market but did not consider the fact in itself as an insurmountable problem. Mr. Alfredo Irigoin of Morgan Bank advised that Argentine firms wishing to issue bonds internationally must approach the capital markets with a longer-term vision and well planned strategies with respect to managing the spread and the term. Transparency of information was also vital. Mr. Matty Vengerik of First Boston Corporation was even more bullish, emphasizing that as long as the Argentine government stayed its course on macroeconomic management and that there was growth and availability of attractive projects, there would always be financiers willing to put up money on increasingly competitive terms. The theme of "regulatory risks" was also raised and discussed as a key factor that may influence the cost of financing infrastructure investments but no clear consensus emerged on the subject during the session.

6. Role of Multilateral Organizations

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

During the half-day morning session on April 27, representatives of multilateral organizations made presentations on the services they had at their disposal to support private sector activities.

Inter-American Development Bank. Mr. Aurelio Petrei reported on the activities of the IDB group directed at the private sector and the possibilities, now under active discussion within his institution, of moving in the future toward direct lending to private entities without government guarantees. Currently, the three windows of the IDB group (IDB itself, Inter-American Investment Corporation and Multilateral Investment Fund) together lend some US\$ 1 billion annually to private sector activities. The group's largest window, IDB, supports the private sector through (a) multisectoral lines of credit disbursed through appropriate financial intermediaries; (b) micro-enterprise loans; and (c) adjustment lending directed at capital market development. The Corporation which is small and new primarily makes loans without government guarantees to medium -and small-scale enterprises but also lends for intermediation and invests in equity. The Fund was established with major funding from US and Japan as part of the initiatives for the Americas.

Unlike the World Bank, IDB is authorized by its articles of agreement to lend directly to the private sector without government guarantee, but this authority has not been exercised to date. An advisory group formed to look into the possibility of IDB's lending to the private sector without government guarantees produced a report which was submitted and discussed at the Hamburg meeting. The report recommends that IDB allocate 5%-10% of its total resources to this category of operation subject to periodic reviews. Some doubts have been expressed on the impact of this change on IDB's triple A rating. However, both the advisory group and IDB's executive directors believe that this level of lending without guarantees was not going to undermine IDB's rating. What contributed to the institution's triple A rating more than the quality of its portfolio was the stability provided by the industrialized countries' subscribed capital share. Further progress on this matter was expected when the governors meet at the end of June in Punta del Este to discuss IDB's 8th replenishment.

World Bank (Cofinancing and Financial Advisory Services) Ms. Nina Shapiro prefaced her presentation on the Bank's ECO guarantee program by clarifying that the Bank's guarantee program is not intended to substitute for the private sector activities or to disrupt the functioning of the capital markets. The Bank's role is to facilitate the client countries' access to those segments of the capital market that they could otherwise not access on their own. It may be that Argentina privatized utilities, given their standing in the international markets and low debt/equity ratio would not

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

require such a guarantee. However, the government may conceivably see advantages in using such a program to boost a range of second-tier companies that do not enjoy similarly good access.

Ms. Shapiro turned to the ECO program which she explained at great length using examples of the Hungarian Bond Issue and the Pakistan Hub Power Project. Ms Shapiro recounted that the Bank traditionally approached private cofinancing through (a) parallel cofinancing involving co-lenders' agreement and an optional cross-default clause; (b) B-loan program involving direct Bank participation in commercial loans, guarantees of late maturities of commercial loans and contingent obligations. It was after a shortcoming of the B-loan became obvious -direct participation in commercial implied pro rata repayment, and hence, for the Bank to be repaid in full, all other investors had to be paid in full- that the third technique (c) ECO program was developed.

The ECO program can be used in one of several ways. First, it can provide partial guarantees on both the commercial loans and capital market instruments for public, quasi-public, and private sector borrowers. The Bank is limited to guaranteeing only 50% of the overall principal amount. Second, it can function as the guarantee cover of specific risks associated with project finance such as BOT, BOO, limited recourse financing. This facility could be attractive to the private sector because the Bank is able to guarantee 100% of specified sovereign risks. Third, in terms of other contingent obligations, the ECO program can for instance provide liquidity for securitized instruments in order to encourage Third World instruments in the market.

The objectives of the ECO program are to (a) create the leveraging of Bank capital through the use of partial guarantees; (b) expand sources of finance for cofinancing Bank-approved projects and investment program; (c) support client countries develop broader market access, with a view to helping them eventually gain freestanding market access, and, d) improve terms of market financing for clients, especially with respect to longer maturities. The ECO programs are normally available to countries which have not rescheduled their debt during the previous five years. Nonetheless, exceptions can be made for countries such as Chile and Argentina which with a good track record in economic adjustment have appropriately addressed their debt problems. Ms. Shapiro noted that even if the guarantee were going directly to the private sector, the ECO program would be designed within the context of the World Bank's lending program for a given country, and thereby be charged against the resources assigned to the lending program. An ECO guarantee would also be counted against capital for country exposure purposes at the time it becomes callable. The coverage limits for ECO guarantees are up to 50% of all risks for the public sector and 100%

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

of sovereign risks for the private sector. The guarantee fees are priced on the same basis as Bank loans and are usually charged to the borrower (currently 50 base points per annum).

International Finance Corporation. Mr. Pedro Batalla, IFC's resident representative in Argentina, informed the participants of a range of services offered by the Corporation in support of the private sector in developing world, with particular emphasis on its program in Latin America. He remarked that the growth in demand for infrastructure financing was a common phenomenon throughout Latin America: over the 1993-95 period, IFC has prepared a pipeline of 60 infrastructure projects totalling US\$ 36 billion for Latin America. Out of this, it is anticipated some US\$ 13 billion would be directed to Argentina. Taking all sectors, Argentina accounts for about 7% of IFC's total portfolio. The volume of IFC's operations has been growing at the rate of around 15% per annum. While IFC has a more aggressive borrowing policy than other multilateral organizations (its gearing ratio is 1:2.8), since a new capital increase is unlikely in the short term, its capital base will limit the growth of its operations to no more than 10% per annum.

IFC's principal mandate is project financing. It does so with its own resources through loans, equity investments and other financial instruments, such as hedging and swap transactions. Its loans are for up to 12 years with adequate grace periods, fixed or variable interest rates and made without government guarantees. Its capital participation is limited to 20% of the capital of a firm. Alternatively, it may also support project financing by mobilizing resources from third parties through loan syndications and securities underwriting. IFC also provides advisory and technical assistance services to private firms in the areas of project evaluation, design of concession contracts, design of financial programs as well as in securing financing, and advises governments on the privatization process.

7. Conclusion

While the workshop did not come up with specific recommendation, it served as a valuable vehicle for exchanging diverse views. This sentiment was expressed by Mr. Loh in his concluding remarks. He said that the day-and-half workshop provided a valuable learning experience for World Bank participants, and that the Bank is prepared to help explore with the government whatever instruments that are optimal for Argentina's particular circumstances and the government's policy priorities. The Bank was open-minded on the type of instruments. At the same time, he emphasized the crucial importance of the longer-term approaches- that of developing the capital market in Argentina and the establishment and maintenance of

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

the sound regulatory framework designed to increase the supply of capital in the economy.

II. FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA EN LA ARGENTINA.
PROBLEMAS Y PERSPECTIVAS DE LA POSTPRIVATIZACION

por Carlos Melconian
Enrique Bour

1. Introducción: el contexto macroeconómico

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

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

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

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

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

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

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

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

En abril de 1991 el Congreso de la Nación aprobó un proyecto del Poder Ejecutivo de "convertibilidad de la moneda". Esta ley, en tan

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

sólo 14 artículos, sentó las bases para la estabilización de la economía argentina. Podemos distinguir cuatro puntos fundamentales:

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

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

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

- Desindexación, por la prohibición de toda indexación por precios, actualización monetaria, repotenciación de deudas o variación de costos, en un contexto de libertad de precios y de contratación. A dos años de programa el balance es satisfactorio, porque la importancia y cantidad de "aspectos positivos" es superior a la importancia y cantidad de "aspectos negativos". Como resultados positivos destacamos:

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

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

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

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

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

Como temas pendientes con balances insatisfactorios, debemos señalar:

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

- la incapacidad para mejorar la eficiencia en el gasto público y su asignación, a nivel nacional y provincial (en este último caso también en sus respectivos esquemas tributarios).
- las dudas sobre el sendero que seguirán las exportaciones globales y sectoriales en el mediano plazo, dada la fijación del tipo de cambio, la aparente irreversibilidad del tipo de cambio real y las dificultades para reducir los costos internos.
- las volatilidades e imperfecciones en los mercados de capitales que siguen sin constituir una fuente razonable de inversión a mediano plazo de las inversiones reproductivas.

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

2. Las privatizaciones y las necesidades de inversión

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

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

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

En una segunda etapa, dadas las necesidades fiscales del plan de convertibilidad, vino la etapa que priorizó el "selling". Se vendieron los activos públicos que más rápidamente podían ser transferidos y por los cuales el Estado nacional podía obtener recursos en efectivo. Por participaciones en áreas petroleras primarias y secundarias que fueron licitadas a operadores privados nacionales y extranjeros, el gobierno nacional se hizo de recursos en efectivo por u\$s 1.766 M.. Además, por la venta del 30% restante de las acciones de las empresas Telecom y Telefónica, que ya contaban con management privado y que fueron ofrecidas a los mercados locales e internacionales, el gobierno obtuvo u\$s 2.065 M. cash. Estos ingresos constituyeron indudablemente el corazón fiscal del programa de convertibilidad. Como veremos, algunos de estas operaciones fueron realizadas a través de los mercados locales de capitales.

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

Se eligió una estrategia caso por caso. En el caso de la empresas de

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

De esta manera, los grupos que adquirieron las empresas privatizadas se enfrentaron con empresas con malos sistemas de gestión, problemas de mantenimientos, niveles de inversión por debajo de sus conveniencias, excesos de personal empleado, buenos niveles tarifarios, mercados monopólicos y demandas crecientes (e insatisfechas) dado la reactivación de la economía. Con este contexto, las empresas rápidamente pudieron mostrar resultados de gestión superavitarios (telefónicas) o expectativas de ganancias futuras, al mismo tiempo que la participación de importantes grupos empresarios nacionales asociados con operadores internacionales otorgan un respaldo patrimonial importante.

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

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

3. Las fuentes internas de financiamiento

a) el sistema financiero: el primer candidato lógico para proveer financiamiento para inversiones sería el sistema bancario. Como

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

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

Tres años después del plan Bonex, en marzo de 1993, el total de pasivos monetarios del sistema financiero ascendía a \$ 29,9 mil M., de los cuales \$ 16,6 mil M. eran en moneda nacional y u\$s 13,3 mil M. en dólares. Del lado de los activos monetarios (excluyendo los fondeados con capital propio), si se deducen las disponibilidades en efectivo y las tenencias de títulos públicos, la capacidad prestable asciende a \$ 21,9 mil M., con un crecimiento del 358% en términos nominales respecto al inicio de la convertibilidad.

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

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

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

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

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

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

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

b) el mercado de capitales: a partir de la sanción de la ley de obligaciones negociables en 1990, algunas empresas y bancos comenzaron a colocar certificados de deuda (obligaciones negociables) en el mercado local. Este proceso tuvo un crecimiento importante desde 1991. Por parte de empresas, la colocación supera a los u\$s 800 M. y por parte de bancos supera los u\$s 150 M.

Sin embargo, la información recabada muestra que la colocación de estas obligaciones negociables tuvo dos destinos casi exclusivos:

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

primero, la refinanciación de deudas de las empresas, por la cual simplícidamente un banco que tenía otorgado un préstamo a un empresa recibe la ON de la empresa como cancelación del préstamo y posteriormente intenta su colocación en un mercado secundario. Esto ocurrió en parte porque la ley era muy estricta en cuanto a que los fondos debían tener como destino exclusivo constituir capital de trabajo, la refinanciación de pasivos o la compra de activos. Muchos de los pasivos refinanciados se habían originado en préstamos puentes de las entidades que fueron cancelados al momento de la colocación.

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

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

c) mercado de acciones: la colocación de acciones fue un instrumento apoyado desde el gobierno como forma de financiamiento de las empresas. Este procedimiento alentó esperanzas a partir de la fuerte valorización de las acciones que se verificó desde agosto de 1991. En diciembre, el gobierno logró colocar mediante licitación (por sistema holandés) el 30% de las acciones remanentes de la empresa Telefónica de Argentina. La colocación fue un éxito tanto desde el punto de vista fiscal como en el "día después". La acción fue colocada a un precio de u\$s 2,40 la acción, que reflejaba en ese momento un "Price/Earning" ratio (sobre las ganancias esperadas) de alrededor de 21. "El día después" también fue positivo pues las acciones nunca cotizaron por debajo del precio de corte y experimentaron una importante valorización.

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

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

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

otorgó a los compradores ("leveraging"), colateralizados con las mismas acciones y un aforo (colateral) adicional del orden del 25%. Luego de la venta de las acciones de Telecom, se anunció el ingreso de la Argentina al plan Brady y los precios de las acciones experimentaron una fuerte valorización adicional.

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

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

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

La experiencia muestra que muchas empresas solamente quieren colocar acciones cuando el costo del capital implícito en la financiación les compensa la apertura del capital societario. A costos de financiación más altos, las empresas prefieren la colocación de deuda (y la obligación de afrontar los pagos de intereses y amortizaciones de la misma) antes que financiarse mediante "equity" (a pesar de que la mayoría de las compañías no están pagando dividendos en efectivo. Recién a partir del segundo trimestre de 1993, tras una relativa estabilidad en los precios de las acciones, algunas empresas locales vuelven a mostrar interés en la colocación de acciones como instrumento de financiación. Por otro lado, durante el período de tenencia de acciones por parte del Estado, es improbable que los inversores institucionales vuelquen fondos adicionales para capitalizarlas, en la medida que subsistan incógnitas sobre la política de colocación de acciones por parte de aquel.

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

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

infraestructura.

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

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

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

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

En la dinámica de la reforma, esta situación puede cambiar. Si por ejemplo, el gobierno compensara ese desahorro con una reducción proporcional de su gasto corriente, claramente la tasa de ahorro global de la economía estaría subiendo. Este supuesto es muy improbable de verificarse en la realidad. Si la reducción del desahorro viniera por una mayor recaudación tributaria, ahí deberíamos ver el comportamiento del sector privado que ve disminuido su ingreso disponible: si reduce el consumo, si reduce su ahorro o ambas cosas a la vez. Es imposible dar una respuesta definitiva a esta cuestión, máxime si no se especifica a través de qué impuestos el gobierno aumentaría su recaudación y si se produciría vía mayores alícuotas o una mejor administración de impuestos preexistentes o por la creación de nuevos impuestos.

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

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

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

Por estos motivos, estimamos que la aparición de los fondos de pensión constituye la fuente interna más probable de financiamiento al sector privado de mediano y largo plazo para obras de infraestructura. Respecto a los instrumentos, estimamos que, en primer lugar, la emisión de certificados de deuda privada (obligaciones negociables) y, en menor medida, el crédito bancario de largo plazo fondeado en depósitos a plazo fijo de las entidades, a bajos spreads y donde los bancos cumplan más una función de prestadora de servicios que de intermediación financiera.

e) Reforma de las regulaciones: Desde 1991 el mercado de capitales argentino ha sido testigo de una transformación evidenciada, entre otros aspectos, por la aparición de nuevas empresas cotizantes en la Bolsa, el crecimiento de los capitales cotizados, los montos de las

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

transacciones de emisiones de bonos. Modificaciones en las regulaciones y las normas legales han acompañado este proceso: la Comisión Nacional de Valores dictó un considerable número de normas regulando la transparencia en el ámbito de la oferta pública, take-overs, publicidad de las operaciones, unificación de procedimientos de autorización de oferta pública y cotización en bolsa, definición de los requisitos para la emisión de instrumentos de deuda de corto plazo, autorizaciones de oferta pública de títulos valores de emisores extranjeros. Asimismo se estableció para la empresas privatizadas la posibilidad del ingreso a oferta pública cumplimentando un régimen especial de información contable, simplificándose la presentación de los estados contables en los casos de oferta pública adecuándola a normas internacionales. Fue regulado el rol de las entidades calificadoras de riesgo.

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

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

En materia regulatoria se observa la necesidad de avanzar en instrumentar esquemas de estabilización posteriores en la colocación de acciones y la emisión de bonos, a través de intermediarios que aseguren la colocación en firme. Opiniones recogidas en bancos especializados en la colocación de emisiones en el exterior coinciden en destacar que aún falta recorrer un trecho importante para acercar las regulaciones locales a las usuales en los mercados internacionales, incluyendo la eliminación de tributos que pesan sobre la actividad. En el ámbito bancario resta avanzar en la búsqueda de mayor eficiencia en el contralor de superintendencia que se anticipe a la aparición de eventuales problemas en las entidades financieras. Las regulaciones sobre financiación de empresas vinculadas incorporan rigideces que no guardan relación con los cambios en la realidad productiva, la integración societaria compleja que presuponen las compañías licenciatarias y concesionarias de las industrias privatizadas y el rol que al efecto podrán desempeñar los entes reguladores sectoriales.

4. Las fuentes de financiamiento internacional

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

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

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

Desde entonces, los bonos argentinos han estado cotizando en el mercado conjuntamente con viejos bonos públicos que surgieron como refinanciaciones compulsivas (Bonex, Bote, etc.), con los bonos Brady y los eurobonos del sector privado. En términos de "stripped yields" (o sea las tasas de retornos ex ante de los títulos por la parte del bono que es puro riesgo argentino, sin contar el capital colateralizado del bono), los diferentes bonos argentinos han estado cotizando sobre diferentes curvas de "spread over Treasury" (o sea

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

diferenciales respecto al retorno de bonos del Tesoro de EE.UU).

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

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

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

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

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

d) Financiamiento de organismos de crédito multilaterales: en el pasado los organismos de crédito multilaterales han desempeñado un rol activo en el financiamiento de la inversión de infraestructura, ya sea a través de préstamos al gobierno nacional o de créditos a empresas privadas. En el esquema de políticas afines a los mercados vigente a partir de 1989 es de esperar una sustancial reorientación institucional del crédito de estos organismos, dejando de actuar el gobierno como un ente receptor directo de fondos o como

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

garante de los préstamos otorgados a las empresas privadas. La excepción será probablemente en aquellos sectores en que el estado continúe desempeñando un rol central (como probablemente en vialidad, medio ambiente o saneamiento, especialmente a nivel provincial). Organismos como el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) están llevando a cabo un análisis profundo de su rol futuro en estos sectores.

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

1. Uno de los aspectos centrales que estos organismos deben resolver es el del rol de garante del estado en los créditos o garantías otorgadas al sector privado. Los estatutos de estos organismos plantean exigencias de calidad crediticia que pueden trabar el acceso más o menos inmediato a estas fuentes. El BID tiene un estatuto más flexible que el BM para efectuar créditos directos sin garantía oficial, pero la posibilidad de una mayor exposición del Banco está siendo actualmente evaluada por el organismo. El BM por su parte dispone de los recursos de la Corporación Financiera Internacional (CFI).

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

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

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

La CFI ha recibido una considerable demanda de apoyo por parte de empresas argentinas, estimada en unos 1.2 billones a desembolsar en

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

3. El apoyo a proyectos específicos de inversión de infraestructura y la cobertura de elementos de riesgo "regulatorio" o "soberano" del proyecto forma la base de nuevos mecanismos en curso de implementación por parte del BM, en particular el mecanismo de Expanded Cofinancing Operations (ECO). A pesar de que para resultar elegible para este tipo de programas es necesario acumular un antecedente de no menos de tres años luego de una reestructuración de las deudas de un país (hecho que Argentina hoy todavía no acredita), existe la posibilidad de solicitar algún adelantamiento de excepción. Estos mecanismos requieren una negociación con el gobierno y una evaluación del proyecto. Aún cuando no es de esperar que tales mecanismos alleguen en forma inmediata volúmenes importantes de recursos, es de apreciar que su implementación contribuiría a la credibilidad global del programa macroeconómico (ya que el gobierno debería garantizar ante el BM sus propias

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

acciones).

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

La estrategia oficial es que esta institución tenga a su cargo la canalización de líneas de organismos multilaterales al gobierno argentino, actuando como banco de segundo piso, el que repasaría los fondos a entidades financieras. Se encuentra en negociación con el BM un monto de 300 millones, que podría ser desembolsado a partir de 1994. Aspectos como la tasa final de los préstamos a las empresas y los mecanismos licitatorios se encuentran bajo análisis en el Ministerio de Economía, que es uno de los tres accionistas oficiales actuales de la entidad.

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

5. Conclusiones

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

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

Creemos que la mayor parte de las inversiones en sectores de

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

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

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

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

1. Hemos supuesto que el gobierno mantiene una situación fiscal y monetaria controlada, en línea con el plan de estabilización puesto en marcha a partir de abril de 1991. Ello implica una aproximación gradual de la tasa de inflación a pautas civilizadas y una persistente y continua reducción del riesgo argentino. Este proceso de transición puede resultar más o menos largo, pero claramente una alteración de este supuesto por la aparición de una crisis fiscal o shocks de la demanda de dinero podría involucrar escenarios completamente diferentes al expuesto.

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

3. Acompañando el proceso de reinserción de la Argentina en los mercados, el gobierno nacional deberá proceder a una prolija administración de su deuda externa, tanto en términos de amortización - reduciendo la vulnerabilidad del fisco y del país a shocks adversos- como de gestión del endeudamiento en términos de montos, oportunidad, monedas, tasas, plazos y condiciones. El desarrollo de una yield curve eficiente para el sector público tiene externalidades positivas considerables sobre el acceso del sector

FINANCIAMIENTO EN INFRAESTRUCTURA

privado a los mercados. Por consiguiente, el gobierno deberá desarrollar en esta materia una severa disciplina, incluyendo la salida a los mercados en forma planeada y coordinada (aún cuando no registre necesidades de fondos inmediatas).

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

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

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

A N E X O