

DE ECONOMIA

Nº 52

CUADERNOS

Crecimiento sostenido  
y con equidad:  
el rol del financiamiento



Ministerio de Economía  
de la Provincia de Buenos Aires  
República Argentina

# **Crecimiento sostenido y con equidad: el rol del financiamiento**

La coordinación general del trabajo fue realizada por el Lic. Pedro Ariel Aramburu y el Lic. Agustín Lódola con la colaboración del Lic. Matías Busso, el Lic. Federico Cerimedo, el Lic. Fernando Cuenin, el Lic. Lisandro Menéndez y el Lic. Diego Moccerro.\*

La Plata, Octubre de 2000.

Se agradece al Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal (CPCECF) la autorización para publicar este trabajo, que obtuvo el primer premio en el concurso "PREMIO ANUAL DR. MANUEL BELGRANO. AÑO 1999", organizado por dicha institución. El jurado estuvo integrado por Carlos E. Albacete (CPCECF), José María Fanelli (CEDES), Bernardo Kosacoff (CEPAL), Humberto Petrei (BID), Martín Redrado (Fundación Capital), Julio Rotman (CPCECF) y Héctor Valle (FIDE).

\* Integrantes del Grupo de Investigación Económica (GIE), Ministerio de Economía, Provincia de Buenos Aires.

---

# **Autoridades**

**Dr. Carlos Ruckauf**  
Gobernador

**Ing. Felipe Solá**  
Vicegobernador

**Lic. Jorge Emilio Sarghini**  
Ministro de Economía

**Lic. Gerardo Otero**  
Subsecretario de Finanzas

**Lic. Sergio Bugallo**  
Subsecretario de Ingresos Públicos

**Lic. Carlos Fernández**  
Subsecretario de Política y Coordinación Fiscal

Director: **Lic. Jorge Emilio Sarghini**

Coordinador: **Lic. Lisandro Menéndez Paratore**

# Prólogo

El crecimiento económico es uno de los objetivos más importantes que plantean los países como forma de elevar los estándares de vida de sus sociedades. Sin embargo, este no debe lograrse a cualquier precio, relegando otros factores que igualmente son prioritarios para el desarrollo y haciendo que ese crecimiento sea inequitativo.

Los gobiernos deben tener en cuenta cómo se distribuye el producto per cápita en la sociedad, cuán igualitario es el acceso a los servicios sociales, cómo el funcionamiento del mercado de trabajo garantiza la plena utilización de los recursos productivos en condiciones apropiadas, y cuál es el grado de competitividad de su economía.

Un ejemplo es el caso de la Argentina. Durante la década del '90, se ha logrado un crecimiento del producto como hacía decenios no se veía, pero los resultados en términos de equidad (desempleo, distribución del ingreso, etc.) y de volatilidad (fuertes contracciones de la actividad económica) dejan mucho que desear. Una sensación de inconformismo ha acompañado a este proceso, por lo que es natural preguntarse cuáles son las vías para revertir esa situación.

En esa búsqueda surge considerar cuál es el rol del sistema financiero. Precisamente el trabajo que se presenta en esta edición de "Cuadernos de Economía" transita por ese camino.

En "Crecimiento sostenido y con equidad: el rol del financiamiento", se resumen los aspectos teóricos y empíricos que brindan un marco adecuado para estudiar la relación entre financiamiento y crecimiento. A partir de allí, se realiza un diagnóstico de la situación en

Argentina, analizando la estructura y evolución del ahorro y del sistema financiero. También se analizan algunas medidas de política que podrían emprenderse no sólo para crecer más, sino también para crecer mejor y atenuar la sensación de inconformismo.

Además, debemos resaltar que este trabajo, realizado por el Grupo de Investigación Económica (GIE) de este Ministerio, obtuvo el 1º premio en el Concurso Anual Dr. Manuel Belgrano (año 1999) que organiza el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal. Lo que constituye un reconocimiento a las actividades de investigación dentro de la administración pública.

Al igual que en la mayoría de las disciplinas, existe una disociación natural entre el conocimiento acabado de los problemas (que está vinculado a la gestión) y el conocimiento teórico básico (que está profundamente ligado al campo académico). Tal disociación debe ser cubierta por la investigación aplicada, que sin abocarse exclusivamente a ninguno de estos frentes, tiene un enorme potencial para arbitrar información específica de ambos campos y así lograr un producto investigativo fructífero.

Este es un ejemplo claro para verificar hacia donde se encamina las investigaciones emprendidas por este Ministerio. Desde esa concepción se ha realizado un importante esfuerzo para complementar tareas cotidianas de gestión en materia de política económica con un espacio destinado a la reflexión sobre temas de más largo aliento, no como una simple especulación teórica sino para fortalecer y fundamentar la toma de decisiones. Como este premio muestra, el esfuerzo rinde sus frutos.

*Jorge Emilio Sarghini*

Ministro de Economía  
Provincia de Buenos Aires

# Indice

## Crecimiento sostenido y con equidad: el rol del financiamiento

	Pág.
<b>INTRODUCCION</b>	<b>11</b>
<b>CAPITULO 1: ASPECTOS CONCEPTUALES Y TEORICOS</b>	<b>13</b>
1. INTRODUCCION	13
2. ESTRUCTURA DE AHORRO: DETERMINANTES Y CONSECUENCIAS	14
2.1. DETERMINANTES TEORICOS DEL AHORRO	14
2.2. RELACION ENTRE LOS DISTINTOS TIPOS DE AHORRO	20
2.3. AHORRO, CRECIMIENTO Y FORMA DE CRECIMIENTO	22
2.4. ALGUNAS REFLEXIONES	25
3. EL ROL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	25
3.1. EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO	26
3.2. SISTEMA FINANCIERO Y FORMA DE CRECIMIENTO	29
3.3. ALGUNAS REFLEXIONES	36
<b>CAPITULO 2: FINANCIAMIENTO Y CRECIMIENTO EN ARGENTINA</b>	<b>38</b>
1. INTRODUCCION	38
2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO AGREGADO	38
2.1. ESTRUCTURA DE AHORRO Y SUS DETERMINANTES	38
2.2. ESTRUCTURA DE AHORRO Y LA FORMA DE CRECIMIENTO	45
2.3. ALGUNAS REFLEXIONES	49
3. INTERMEDIACION FINANCIERA	49
3.1. CRECIMIENTO E INTERMEDIACION FINANCIERA	50
3.2. LAS REFORMAS REALIZADAS EN EL SISTEMA FINANCIERO	53
3.3. EL EFECTO DE LAS REGULACIONES	56
3.4. ALGUNAS REFLEXIONES	68
<b>CAPITULO 3: RESUMEN Y POLITICAS</b>	<b>69</b>
1. INTRODUCCION	69

2. UNA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO	69
3. LA NECESIDAD DE INCREMENTAR EL AHORRO	70
4. LA INTERMEDIACION FINANCIERA	71
4.1. MEDIDAS GENERALES	71
4.2. PROBLEMAS ESPECIFICOS DE LAS PYMES	73
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>76</b>

## Introducción

Argentina ha experimentado en los '90 un crecimiento de su producto relativamente importante. Desde los años '30 ésta es la década con mayor crecimiento promedio anual.

Sin embargo una sensación de inconformismo ha acompañado a este proceso, al menos durante la segunda mitad del decenio. Básicamente pueden encontrarse dos grupos de problemas. El primero tiene que ver con cuestiones relacionadas con la equidad: deterioro de variables claves del mercado laboral (desempleo e informalidad), de la distribución personal del ingreso, del sector externo (déficit de cuenta corriente, pobre dinamismo y excesiva concentración de destinos y productos en las exportaciones) y del crecimiento regional. Junto con el alto crecimiento del producto, en los años '90 ha sido donde se ha observado la mayor tasa de desocupación e informalidad, una notoria ampliación en la desigualdad en la distribución personal del ingreso y un muy desigual crecimiento de las diferentes regiones del país.

La otra característica problemática de este proceso de crecimiento ha sido la volatilidad del mismo. La década de los '90 no es sólo la que presenta mayores tasas de crecimiento, sino también los más altos índices de volatilidad en términos históricos y en relación con otros países de la región. En general se ha asociado a la elevada volatilidad con una alta vulnerabilidad ante shocks externos (a través del canal financiero en el '95, a través del canal de las exportaciones en el '99). El principal inconveniente son los daños permanentes que determinados shocks temporarios pueden acarrear por esta vía lo que genera cuantiosas pérdidas sociales y, de este modo, reduce el potencial de crecimiento de largo plazo (Easterly, Islam y Stiglitz, 1999). Por otro lado, las expansiones han sido acompañadas por un gran déficit de la cuenta corriente y la situación fiscal se ha visto resquebrajada en las recesiones, hechos que a priori podrían ser indicados como elementos causantes de un elevado riesgo país.

A la luz de estos hechos se puede decir que si bien ha existido crecimiento económico, éste no ha sido el ideal, debido a cuestiones relacionadas con la forma de crecimiento, las cuales a su vez son capaces de poner en duda la sostenibilidad del mismo.

Es claro que una elevada volatilidad puede condicionar la tasa de crecimiento. En primer lugar, una alta volatilidad viene asociada a una alta incertidumbre y ello tiene repercusiones negativas sobre la inversión debido a que los inversores incrementan la rentabilidad exigida, o posponen decisiones a la espe-

ra de nueva información (Dixit y Pindyck, 1994). En segundo lugar, un contexto volátil podría afectar la elección (por parte de las empresas) de la tecnología de producción a utilizar, dado que se dará prioridad a inversiones de corto plazo y de recupero rápido que pueden implicar una tecnología inadecuada y una escala de planta menor a la óptima. Por último, la evidencia empírica señala que el efecto de la volatilidad es especialmente relevante para los países en desarrollo (Pyndick y Solimano, 1993).

Asimismo, la volatilidad impacta sobre la distribución del ingreso. Por ejemplo, en un contexto de información imperfecta que genere restricción de crédito, las familias pobres se verán más afectadas que las ricas (lo que afecta a la equidad) y en la medida que la misma esté asociada a un mayor riesgo, elevará la tasa de interés alterando la distribución funcional del ingreso en detrimento del factor trabajo. A su vez una mayor volatilidad podría inducir una mayor proporción de empleo informal lo que también deteriora la distribución del ingreso.

Por otro lado, la relación entre equidad<sup>1</sup> y crecimiento es más controvertida. Por un lado, se han presentado argumentos respecto a que una mejor distribución del ingreso conlleva a una menor tasa de crecimiento. El más importante establece que si se supone que la propensión marginal a consumir disminuye cuando se incrementa el ingreso y que el ahorro es función del ingreso corriente, entonces una distribución del ingreso más igualitaria conducirá a una menor tasa de ahorro y así a una menor tasa de crecimiento de la economía. Asimismo, la necesidad de financiar proyectos indivisibles (junto con la existencia de restricciones de liquidez) apoyaría una distribución regresiva para acceder a un mayor crecimiento pues la misma permitiría la ejecución de los mismos (Aghion y Howitt, 1998). Sin embargo, ciertos relevamientos empíricos mostrarían una relación positiva y significativa con el crecimiento (Alessina y Perotti, 1994; Barro, 1999),<sup>2</sup> aunque no definen el sentido de causalidad.

---

<sup>1</sup> Si bien se reconoce que existen diferencias conceptuales importantes entre equidad e igualdad en la distribución del ingreso, ante la dificultad de definir una medida operativa de equidad, se asume que una distribución del ingreso más igualitaria implica (en principio) una mayor equidad. Para una discusión sobre el problema en cuestión ver Sarghini et al. (1999).

<sup>2</sup> En este caso la relación sólo es válida para países no desarrollados.

Siguiendo una parte de la literatura podría argumentarse que a medida que los países crecen, los frutos del crecimiento van alcanzando cada vez a más personas, con lo que la distribución del ingreso mejora (Kuznets, 1955). Otra línea de trabajos destaca que la causalidad va en sentido contrario, ya sea porque una distribución más igualitaria disminuye la inestabilidad política y con ello eleva la capacidad de crecer de la economía (Alesina y Perotti, 1994), o porque una mejor distribución incrementa la demanda ex ante, ello también eleva la capacidad de crecer (Solimano, 1999) y a la vez conduce a una mayor inversión en capital humano (Barro, 1999). De este modo, correcciones en la forma del crecimiento podrían conducirnos también a una mayor cuantía del mismo.

En este contexto y sin negar la importancia de otros factores, el presente trabajo tiene como objetivo investigar el rol del financiamiento no sólo en la cuantía del crecimiento, sino fundamentalmente en la forma que el mismo puede tomar, principalmente con relación a las cuestiones de equidad y volatilidad. Para ello se analizan dos cuestiones: la estructura del ahorro y la intermediación financiera.

La estructura de ahorro es relevante. Por ejemplo si bien es posible y conveniente el uso de ahorro externo al inicio del proceso de crecimiento, un elevado uso de financiamiento externo puede tener consecuencias nocivas sobre la volatilidad (reversión repentina en el flujo de capitales) y sobre la equidad (elevada prima de riesgo), en la medida en que dicho

financiamiento se canalice a través de instrumentos de corto plazo y el destino de los fondos no garantice el repago.

La intermediación financiera también tiene incidencia sobre cuánto y cómo se crece. En particular: existe un intercambio entre capacidad prestable y liquidez del sistema financiero, lo que indicaría una relación inversa entre la cuantía del crecimiento y la volatilidad; ciertas fallas del mercado que conducen a la restricción financiera de determinados sectores (fundamentalmente PyMEs) resta viabilidad a inversiones rentables (lo que reduce la cuantía del crecimiento) y, a su vez, generan efectos perversos sobre la equidad toda vez que distorsionan las condiciones competitivas entre grandes y pequeñas empresas. A su vez, el escaso desarrollo relativo del mercado de capitales afecta el financiamiento de proyectos de largo plazo impidiendo el desarrollo de ciertas actividades para las cuales ese tipo de créditos es fundamental.

Para el tratamiento de estas cuestiones el trabajo se divide en tres partes. En primer lugar y para establecer un marco adecuado, se resumen aspectos teóricos y empíricos que brindan un marco adecuado para estudiar dichas hipótesis. Luego se realiza un diagnóstico de la situación en Argentina. Por último, se analizan algunas medidas de política que podrían emprenderse no sólo para crecer más, sino también para crecer mejor y lograr de esta forma minimizar la sensación de inconformismo.



# Capítulo 1

## Aspectos conceptuales y teóricos

### 1. INTRODUCCION

En este primer capítulo se buscarán analizar los principales aspectos teóricos referentes al problema del financiamiento y su relación con el crecimiento económico. Entendiendo por financiamiento al ahorro de ciertos agentes que, a través de la intermediación del sistema financiero (bancos, mercado de capitales), está disponible para el uso de otros agentes; interesa conocer los caminos a través de los cuales éste influye tanto sobre la cuantía del crecimiento como sobre la forma en la cual la economía crece.

La teoría del crecimiento es clara en establecer los vínculos entre ahorro y crecimiento. Esta ha enfocado su análisis en la acumulación de factores productivos (fundamentalmente, capital físico y humano) y el avance tecnológico como fuentes del incremento del producto per capita. Inicialmente, la única explicación formalizada de ello era el incremento en el capital físico per cápita y esto ocurriría sólo durante la transición al estado estacionario, una vez allí, la economía dejaría de crecer (Solow, 1957). Sin embargo, aún las economías más avanzadas mostraban tasas de crecimiento positivas, con lo que el desarrollo continuo de nuevas tecnologías fue interpretado como la explicación de esta evidencia. Dicho desarrollo tecnológico podría ser función de la acumulación de capital físico (Arrow, 1962) o de un proceso de aprendizaje por la práctica (Romer, 1986). En forma más reciente, a través de los modelos de crecimiento endógeno, se integró al análisis la incidencia de ciertas políticas del Estado, ya sea a través de la acumulación de capital humano (Lucas, 1988; Rebelo, 1990), de la inversión en investigación y desarrollo (Romer, 1990) o a través del mismo gasto público (Barro, 1990).

Por lo tanto la inversión en general (en trabajo, en capital físico y humano y en investigación) es la forma a partir de la cual una economía incrementa su acervo de factores productivos, desarrolla nuevas técnicas y, consecuentemente, crece. A su vez, para invertir es necesario un monto adecuado de ahorro, esto es deben existir agentes (internos o externos) dispuestos a posponer consumo (ahorrar) y prestar los recursos excedentes para que otros agentes inviertan.

Sin embargo, la existencia de ahorro puede no ser suficiente. En primer lugar, la economía puede contar con un monto determinado de recursos que potencialmente podrían ser intermediados y sin embargo los

mismos pueden no financiar crecimiento. El sistema financiero juega en este sentido un rol clave y por ende, los problemas de intermediación son fundamentales. Por un lado, es probable que un sistema financiero ineficiente no atraiga la suficiente cantidad de recursos para intermediar y, entonces, se incrementen los costos de conseguir financiamiento y por lo tanto la tasa de crecimiento se ubique por debajo del potencial. Por el otro, es posible que un sistema financiero ineficiente intermedie recursos hacia proyectos que no son socialmente óptimos.

En segundo lugar, la economía puede contar con un monto determinado de financiamiento y, sin embargo, pueden existir problemas de inversión que atenten contra el crecimiento: esto es, puede no existir demanda de ese financiamiento o asimismo los recursos pueden no ser canalizados hacia los mejores proyectos. Esto puede deberse a la falta de oportunidades de inversión suficientes para crecer (que podría obedecer a problemas como falta de seguridad jurídica, alta incertidumbre política o económica, restricciones por el lado de la demanda de bienes, entre otros) o que la misma devenga en un proceso insostenible debido por ejemplo, a la existencia de precios relativos distorsionados que induzcan una asignación ineficiente de recursos.

A su vez, la forma en que la economía crece también puede ser afectada por las condiciones del ahorro y del financiamiento.

En el caso del ahorro, ante la disponibilidad de ahorro externo, la frugalidad —manifiesta a través de un elevado ahorro interno— no aparece como un determinante tan estricto de la inversión (Vamvakidis y Wacziarg, 1998) y por ende, de la tasa de crecimiento. Sin embargo su relevancia se realza a través de su incidencia sobre las condiciones de financiamiento externo. Dicho en otros términos, un bajo ahorro interno conduciría a una elevada dependencia del ahorro externo, hecho que podría ser asociada a un alto costo de dicho financiamiento (vía prima de riesgo) o a una mayor exposición a shocks externos. Desde esta perspectiva, la composición del ahorro (familias, empresas, gobierno o ahorro externo) no sería inocua, fundamentalmente para la forma en que se crece.

En cuanto al sistema financiero, es claro que existen una serie de canales mediante los cuales un mayor desarrollo financiero permite un mayor crecimiento. Sin embargo, ciertas características tales como la “elección” o el “sesgo” de la economía al uso de dis-

tintos tipos de instrumentos (bonos, acciones, financiación propia), así como los efectos colaterales de algunas regulaciones, pueden afectar la forma en que la economía crece.

## 2. ESTRUCTURA DE AHORRO: DETERMINANTES Y CONSECUENCIAS

Como se planteó en la introducción, la existencia de ahorro (interno y externo) es necesaria para que la economía crezca. Sin él la acumulación de recursos y el progreso tecnológico sería imposible. Por ello, es importante analizar cuáles son los determinantes principales de las decisiones de ahorro de agentes públicos y privados que período tras período se toman en la economía (así como los determinantes y condiciones del ingreso de capitales) y cuáles son las implicancias de dichas decisiones en términos de la forma en que la economía crece.

### 2.1. DETERMINANTES TEORICOS DEL AHORRO

El análisis de los determinantes del ahorro puede ser planteado en términos del ahorro privado (tanto de empresas como de las familias), el ahorro público y el ahorro externo.

#### 2.1.1. Ahorro privado

Dentro del ahorro privado, la distinción entre el ahorro de las empresas (fundamentalmente dividendos no distribuidos) y el ahorro de las familias, en principio no sería necesaria, ya que el primero de ellos representa en realidad, parte del pago a factores que son considerados como propiedad de las familias. Más aún, en la literatura se ha planteado una perfecta separación entre las decisiones de ahorro y de inversión de parte de las empresas (Modigliani y Miller, 1958), por lo que una empresa no necesitaría ahorrar: le alcanzaría con obtener del sistema financiero, la liquidez suficiente para invertir. De este modo, la teoría ha logrado identificar (y probablemente ha investigado más) los determinantes del ahorro de las familias y no ha prestado gran atención al ahorro de las empresas.

Sin embargo, la evidencia muestra que el ahorro de las empresas es un componente importante del ahorro privado, especialmente en los países en desarrollo (Cuadro N° 1).

Por ello se analizan, en primer lugar, los determinantes del ahorro de las familias y luego los determinantes del ahorro de las empresas, tratando de entender por qué se produce la diferencia antes mencionada entre países desarrollados y subdesarrollados.

**CUADRO N° 1**  
**AHORRO PERSONAL Y AHORRO EMPRESARIO EN EL MUNDO**  
(En porcentaje del ahorro privado)

País / región	Ahorro empresarial	Ahorro familiar	País / región	Ahorro empresarial	Ahorro familiar
<i>Países desarrollados</i>			<i>América Latina</i>		
Canadá	47,0	53,0	Argentina	81,0	19,0
Francia	53,0	47,0	Brasil	72,0	28,0
Alemania	62,0	38,0	Chile	71,0	29,0
Italia	22,0	78,0	Colombia	90,0	10,0
Japón	48,0	52,0	Venezuela	67,0	33,0
España	61,0	39,0			
Reino Unido	53,0	47,0			
Estados Unidos	50,0	50,0			
<i>Promedio</i>	<i>49,5</i>	<i>50,5</i>	<i>Promedio</i>	<i>76,3</i>	<i>23,7</i>

Nota: los datos corresponden al período 1990-1995 para los países desarrollados y 1990-1996 para los países latinoamericanos.

Fuente: Bebczuk (2000).

### Ahorro de las familias

En la literatura se han identificado un conjunto de variables que inciden en el ahorro de las familias. Las mismas pueden clasificarse en cuatro grandes grupos: aquellos factores asociados al rendimiento del ahorro (tasa de interés y política impositiva), aquellos asociados a la capacidad de ahorro de una familia (ingreso corriente, ingreso permanente, riqueza, edad, tamaño de gastos para subsistencia), aquellos factores que tienen que ver con la cultura o idiosincrasia de la sociedad (aversión al riesgo, miopía, religión predominante) y aquellos asociados a las características institucionales del país (seguros, régimen previsional).

**Rendimiento del ahorro.** El retorno del ahorro viene determinado por la tasa de interés observada por las familias, la cual es afectada por la productividad marginal del capital, los impuestos sobre el ahorro y los costos (reales y percibidos) de intermediación financiera.<sup>3</sup>

Un incremento en la tasa de interés pasiva generará dos efectos. Un efecto sustitución por el cual se incrementará el ahorro (dado que aumenta el costo de oportunidad de consumir hoy) y un efecto ingreso que hace que, dado que se incrementa la capacidad de consumo del individuo, se tienda a ahorrar menos para suavizar el consumo en el tiempo. En general, se supone que prevalece el efecto sustitución, es decir que, cualquier medida que haga caer la tasa de interés real reducirá el ahorro.

Sin embargo, la evidencia empírica no es concluyente sobre este punto. Si bien se ha hallado que en los países desarrollados un incremento en la tasa de interés real debería incrementar el ahorro, expandir la oferta de crédito y así, incrementar el crecimiento (McKinnon, 1973 y Shaw, 1973), también se ha encontrado que en el caso de los países emergentes esta relación no es tan clara (Giovannini, 1985 y Rossi, 1988). En consistencia con estos hechos se ha encontrado que la elasticidad tasa de interés del ahorro crece con el nivel de ingreso. En particular se encontró que para los países más pobres un incremento del 1% en la tasa de interés incrementa el ahorro en 0,1% mientras que en los países más ricos el ahorro sube en un 0,6% (Ogaki, Ostry y Reinhart, 1996). Sin embargo, no existe consenso acerca de cuál es la verdadera razón que

---

<sup>3</sup> La tasa de interés indica, en última instancia, el beneficio de posponer consumo presente y por ende la voluntad de ahorrar.

explicaría estos resultados. Una posibilidad es que en los países en desarrollo el consumo sea de subsistencia y entonces sólo una pequeña parte pueda ser destinada al ahorro, de manera que, la elasticidad intertemporal de sustitución y la tasa de interés real no jugarían un papel importante (Rebelo, 1992 y Easterly, 1994). Otra explicación es que, dada la existencia de restricciones de liquidez, el crecimiento del consumo sigue al ingreso corriente en lugar de estar en función de las tasas de retorno -costo de oportunidad- (Rossi, 1988). Una última hipótesis sostiene que en dichos países la falta de sofisticación y profundidad del sistema financiero (o la regulación directa del mismo) pueda resultar en que la tasa de interés no refleje los verdaderos fundamentals y, entonces no sea utilizada para tomar decisiones de ahorro (Ogaki, Ostry y Reinhart, 1996).

Por último, debe considerarse el efecto que el sistema tributario puede tener sobre el nivel y el destino del ahorro familiar (y del ahorro privado, en general). En primer lugar, el sistema tributario puede afectar al retorno del ahorro al gravar al ahorrista en forma directa o al gravar a los intermediarios financieros (pues al menos una parte del impuesto se trasladará al ahorrista). Esto afectará al nivel de ahorro de la economía, aún si se gravan todos los destinos del ahorro por igual (depósitos bancarios, compra de bonos, compra de acciones, etc.).<sup>4</sup>

**Capacidad de ahorro.** La capacidad de ahorro de las familias está determinada básicamente por su ingreso tanto corriente como intertemporal.

En el caso de acceso perfecto al mercado de capitales las familias buscarán suavizar su patrón intertemporal de consumo<sup>5</sup> de tal manera de ajustar la estructura temporal de ahorro para que la misma sea consistente con su ingreso permanente (Teoría del Ingreso Permanente de Friedman) o con su edad (Teoría del Ciclo de Vida de Ando y Modigliani).

---

<sup>4</sup> Dado que la elección entre diferentes destinos del ahorro depende del riesgo, de la liquidez y del retorno del instrumento y dado que el sistema impositivo no puede afectar al grado de liquidez y al riesgo de un instrumento, la imposición uniforme sesgará la elección de instrumentos (de acuerdo al grado de aversión al riesgo y a preferencia por la liquidez).

<sup>5</sup> En realidad lo que buscan suavizar es el patrón intertemporal de los *servicios* de consumo. Esta distinción no es menor: el consumo de bienes durables (representan un gasto corriente elevado pero brindan servicios durante un lapso prolongado de tiempo) generaría observaciones opuestas a las indicadas por la teoría del ingreso permanente.

En el primer caso ante un shock transitorio en el ingreso se produciría un movimiento en el ahorro para mantener estable el nivel de consumo. Por el contrario, si el shock en el ingreso fuese permanente el ahorro no se modificaría sustancialmente ya que, indefectiblemente debería ajustar el consumo.<sup>6</sup> De acuerdo al segundo caso cuando los individuos son jóvenes, su ingreso es bajo y se endeudan para financiar su consumo corriente. Luego, conforme el ingreso comienza a incrementarse, las deudas son repagadas y el ahorro personal empieza a aumentar. Finalmente, durante la vida pasiva se desahorra lo ahorrado durante la vida activa. De esta manera cambios en los patrones de evolución demográfica de las sociedades tenderán a producir cambios (presentes o futuros) en las tasas de ahorro.<sup>7</sup>

Ahora bien, cuando no se cuenta con acceso perfecto al mercado de capitales y aparecen restricciones de liquidez, el ingreso corriente se convierte en un determinante esencial del ahorro. A su vez, al no poder adelantar consumo en relación al ingreso, el ahorro de ciertos individuos tenderá a ser mayor para financiar compras grandes: especialmente bienes durables, viviendas, inversiones en capital físico o humano.

Factores Culturales. El grado de aversión al riesgo y de miopía de los individuos, que dependen de ciertos valores culturales e idiosincráticos de la sociedad, ceteris paribus las posibilidades disponibles de asegurarse, también determinarán sus decisiones de ahorro. De esta manera una mayor aversión al riesgo del individuo representativo y una menor miopía tenderán a incrementar la tasa de ahorro por motivo precaución.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Existe cierta evidencia empírica que ha tendido a apoyar la hipótesis sostenida por esta teoría (Flavin, 1981).

<sup>7</sup> La evidencia empírica respecto a esta teoría tiende a ser ambigua. Por un lado, muestra que las familias ahorran más en su edad activa (King, 1982). Sin embargo, se ha observado que los individuos viejos no tienden a desahorrar tanto sino que, en lugar de ello, mantienen los activos intactos dejando herencias a las generaciones siguientes. Existen básicamente cuatro enfoques de los que se definen ciertas razones por las que los individuos dejan herencias: como un subproducto de la acumulación de riqueza -fundada en la adquisición de poder y prestigio- (Keynes, 1920), por razones altruistas (Barro, 1974), como una forma que tienen los padres de ejercer influencia sobre el comportamiento de los hijos (Summers, 1985) o, finalmente, como una acción no intencional fruto del ahorro preventivo (Abel, 1985).

<sup>8</sup> Asimismo, la religión y la cultura (en términos de hábitos y costumbres) puede jugar también algún rol en la determinación del ahorro.

Factores Institucionales. Existen ciertos factores institucionales que pueden ser considerados como determinantes del ahorro: la posibilidad de asegurarse contra distintos tipos de riesgos, la eficiencia del sistema financiero y el tipo de régimen previsional son ejemplos de ello.

Una mayor posibilidad de asegurarse tenderá a disminuir el ahorro: las economías de escala existentes en la administración de riesgos a través de seguros hacen que el ahorro por motivo precaución en las economías donde no existen seguros sean mayores a las reservas que deben realizar las compañías de seguros para cubrir riesgos similares.

Asimismo, la mayor eficiencia del sistema financiero, al canalizar recursos hacia los mejores proyectos de inversión permitirá que se le pague a los ahorristas una mayor tasa. Como se analizó anteriormente no es claro cómo esto afecta al ahorro (se contraponen el efecto ingreso y el sustitución) aunque cuanto mayor sea el desarrollo del país mayor será la posibilidad de que el ahorro se vea incrementado.

Por último, en la literatura se le ha dado especial importancia a la incidencia de la Seguridad Social sobre el ahorro. Si bien, no existe acuerdo sobre si la introducción de este tipo de sistema lo reduce o lo deja inalterado, en general se destaca que el cambio de un sistema de reparto por uno de capitalización lo elevaría, al menos mientras dure la transición.

Respecto de la introducción de un régimen de Seguridad Social, por un lado se ha sostenido que reduciría el ahorro ya que el "efecto sustitución de riqueza"<sup>9</sup> superaría al "efecto retiro"<sup>10</sup> (Feldstein, 1974). Sin embargo, Barro (1974) al introducir el papel de las herencias,<sup>11</sup> cambia los resultados del modelo; en este caso, la introducción de Seguridad Social generaría riqueza para la generación presente, pero también generaría una deuda que deberán enfrentar las generaciones futuras, por lo que la generación presente compensará esta transferencia intergeneracional aumentando la "herencia" por un monto tal que permita dejar a su descendencia con

<sup>9</sup> Según el cual el ahorro se reduce debido a que el individuo consume más en el presente al darse cuenta que dispondrá de los beneficios jubilatorios durante su vejez.

<sup>10</sup> Según el cual el ahorro aumenta, ya que el individuo podrá retirarse a una edad más temprana que si el sistema previsional no existiera y por ello incrementará su esfuerzo de ahorro durante su vida activa.

<sup>11</sup> Bajo el supuesto de que la utilidad de un individuo depende no solo de su propio consumo sino también del consumo de las próximas generaciones.

el mismo bienestar que antes de la introducción del sistema; según esta formulación, el ahorro quedaría inalterado.

Luego, Feldstein (1995) halló un impacto negativo de los regímenes de reparto sobre el ahorro nacional. Esto es esperable pues este tipo de sistema suele, a lo largo de un período dado de tiempo, repartir entre los pasivos lo que recauda de los aportes de los activos. El paso hacia un régimen de capitalización tiende a generar en el corto plazo una caída en el ahorro público mientras que, conforme se reduce el déficit de la parte pública del sistema y crece el ahorro de las familias, el ahorro de la economía se incrementa en el largo plazo.

### *Ahorro de las empresas*

El ahorro de las empresas está determinado básicamente por las oportunidades de inversión y el costo diferencial de financiamiento.<sup>12</sup>

Las mejoras en las oportunidades de inversión que enfrenten las empresas tenderán, bajo ciertas condiciones, a incrementar el ahorro (Hachette, 1998); es decir, modificarán la decisión sobre la distribución de dividendos. De manera más estricta, incrementos en la productividad marginal de la inversión (o disminuciones en el riesgo) que harán más rentable invertir, tenderán a incrementar el ahorro empresarial.

En general y como se ha mencionado, suele considerarse que existe una separación perfecta entre las decisiones de ahorro y las decisiones de inversión. Esto está relacionado de manera directa con la proposición de Modigliani y Miller (1958) según la cual la fuente de financiamiento de la empresa resulta irrelevante: lo único que importa es el valor de los proyectos de inversión de los que dispone. En esta situación una empresa con oportunidades de inversión no necesitaría ahorrar: le alcanza con obtener del sistema financiero, la liquidez suficiente para invertir.

---

<sup>12</sup> Podrían identificarse también otras variables que determinan el ahorro que están relacionadas con las características estructurales del sector al que pertenecen. Existen empresas que, por su naturaleza, tienden a ahorrar menos que otras. Principalmente aquellas empresas que se dedican a actividades de más largo plazo o aquellas que deben realizar grandes inversiones iniciales tendrán, al menos en los períodos iniciales, un flujo de fondos relativamente bajo y consecuentemente una capacidad de ahorro también menor. Asimismo, para ciertas empresas cuyo ingreso es volátil puede ser óptimo mantener una relación deuda-capital propio baja para evitar que en aquellos períodos de ingresos bajos se deban enfrentar pagos importantes de intereses.

Sin embargo, se observa que las empresas ahorran. La explicación reside en la imperfección existente en el sistema financiero y en las distorsiones existentes en el sistema impositivo, que implican un costo diferencial entre fuentes alternativas de financiamiento: esto es, entre financiación con capital propio y financiación con capital de terceros.<sup>13</sup>

Justamente, que la importancia del ahorro empresarial sea mayor en los países en desarrollo (ver Cuadro N° 1) puede ser un indicio sobre la mayor gravedad relativa de dichos problemas en este grupo de países. Esto, a su vez, tiene implicancias sobre la forma de crecimiento; la mayor necesidad de contar con fondos propios para invertir constituye un sesgo hacia una mayor concentración dentro de las empresas, ya que ubica a las empresas pequeñas (que tienen una menor capacidad de ahorro) en una posición relativamente desventajosa.

### 2.1.2. Ahorro público

Los determinantes del ahorro público son menos claros que los determinantes de los otros dos componentes del ahorro interno muy probablemente debido a la influencia de ciertos factores políticos.

Sesgos políticos. La existencia de fallas informativas en el sistema político trae aparejado cierta tendencia a la disminución del ahorro público (o, inclusive, tendencia al desahorro). Se reconocen en la literatura tres razones principales que explican este fenómeno. En primer lugar, suele existir un problema de acción colectiva (Olson, 1965) por el cual distintos sectores (sectores del gobierno, facciones políticas, grupos de presión, etc.) tienen incentivos a asignar un alto gasto para su propio sector -sin observar el conjunto-. Esto, en un modelo estático, lleva a un sobredimensionamiento del Estado y en un modelo dinámico conduce a déficits fiscales crónicos. En segundo lugar, dado que las decisiones de gasto e impuestos dependen de un gran número de actores con múltiples objetivos y en situaciones en las que la información es generalmente escasa, suelen observarse ciertos proble-

---

<sup>13</sup> En este sentido, tanto la existencia de un sistema financiero más eficiente como la política tributaria vigente determinarán el ahorro de las empresas (ceteris paribus las oportunidades de inversión). Debe aclararse que los hechos que conducen a la existencia de ahorro empresarial no implican, en manera alguna, una situación óptima desde el punto de vista social (la pérdida social podría devenir, por ejemplo, del retraso en la ejecución proyectos).

mas de agencia dentro de la burocracia pública que pueden conducir, sistemáticamente, a un menor esfuerzo de sus integrantes. Así, para realizar la misma tarea se necesitarán cada vez mayores recursos. Dado que la capacidad recaudatoria es limitada, el déficit fiscal se verá incrementado de manera sostenida (Tommasi, 1998). En tercer lugar, el ciclo económico de origen político podría ser otro factor explicativo del (des)ahorro público (dependiendo de distintas características institucionales prevaletes en el país). Según esta teoría, los gobernantes tienden a utilizar la política fiscal para obtener un mayor número de votos en elecciones futuras: de esta manera se incrementan los gastos y se disminuyen los impuestos antes de un proceso electivo. Así, a medida que se acercan nuevas elecciones, tiende a disminuir el ahorro público (Nordhaus, 1975).<sup>14</sup>

**Reglas de presupuestación.** Se ha analizado en la literatura la manera en que los procedimientos de definición, discusión y ejecución presupuestaria afectan al ahorro público. En general se identifican las siguientes variables: fuerza del ministro de finanzas en la discusión dentro del Ejecutivo, existencia de límites a las modificaciones que puede hacer el Legislativo, forma de votar del Congreso (discusión de cada una de las partidas presupuestarias o voto global del presupuesto), transparencia del presupuesto y grado de control efectivo del ministro de finanzas sobre la ejecución presupuestaria (Von Hagen, 1992). La evidencia empírica parece avalar que cuanto mayor es el poder efectivo del Ejecutivo y cuanto menor es la injerencia del Legislativo más alto suele ser el ahorro público.

**Existencia de restricciones.** En la práctica, se verifican una serie de restricciones, ajenas a la decisión de política pública, que pueden afectar al ahorro del gobierno. En primer lugar, muchos países tienen reglas (en general, leyes de un orden jurídico similar a la Ley de Presupuesto) que limitan distintas variables fiscales: se suele limitar el déficit anual, el endeudamiento o el gasto. La efectividad de las reglas para establecer un tope al déficit depende de su configuración específica: rigidez y definición de cláusulas de escape, castigos por incumplimiento, quién la dictó, con qué consenso se la aprobó, etc. (Kopits, 1999). La experiencia indica que las reglas fuertes suelen incrementar el ahorro público en general vía reducción de gastos (Bohn e Inman, 1996 en Tommasi, 1998). Además

pueden existir otros tipos de restricciones que pueden conducir a incrementos sostenidos del ahorro público. Una posibilidad es que los requisitos de déficit/superávit sean impuestos por organismos internacionales a través de la firma de acuerdos con los países. Adicionalmente, en un caso extremo el mercado puede llevar al ajuste presupuestario si el mismo deja de financiar al Estado (generalmente por problemas de credibilidad): por supuesto, estos últimos ajustes suelen ser muy costosos.

### 2.1.3. Ahorro externo

Analizar cuáles son los determinantes del ahorro externo es, en última instancia, analizar cuáles son las causas por las cuales existe déficit en cuenta corriente o, alternativamente, cuáles son las causas por las que el resto del mundo estaría dispuesto a permitir a la economía utilizar parte de su ahorro. En este sentido pueden distinguirse dos tipos de factores: reales y financieros. Las variables reales explican, en principio, la determinación de la cuenta corriente mientras que las financieras explican la naturaleza y composición de la cuenta capital.

**Factores reales.** La posibilidad de acceder al ahorro externo, permitiría a los agentes económicos locales suavizar su patrón intertemporal de consumo e incrementar las posibilidades de crecimiento de la economía (Obstfeld y Rogoff, 1996) mediante el acceso a mayores tasas de inversión. De esta manera, factores que eleven la demanda interna (alta preferencia temporal por el presente, alto déficit fiscal, etc.), así como los shocks temporarios que reduzcan el ingreso corriente podrán explicar la existencia de ahorro externo.

Por otro lado, los términos de intercambio y el tipo de cambio real juegan un papel fundamental en la determinación del ahorro externo. Básicamente, al caer el valor de las exportaciones con relación al de las importaciones podría producirse un desbalance en el saldo comercial que traería aparejado un mayor déficit (menor superávit) en cuenta corriente. Si el shock fuera permanente, ello implicaría la necesidad de un ajuste en las variables internas. Por supuesto, la duración del período de ajuste y la severidad del mismo serán función inversa de la flexibilidad de los precios internos.

**Factores financieros.** Por otro lado, factores financieros como la tasa de retorno en el resto del mundo, la tasa de retorno local y el riesgo país, determinarán la rentabilidad relativa percibida por los inversores internacionales y de esta manera influirán sobre el ingreso de capitales y el déficit externo.

<sup>14</sup> Esta hipótesis ha sido avalada también por la evidencia empírica (Tufte, 1978).

La tasa de retorno internacional será función de las tasas de interés internacionales y de la situación económica del resto del mundo: así, una recesión externa traerá aparejado un incremento en el retorno relativo de invertir en el país. Por otro lado, reformas estructurales que eleven la productividad interna o restricciones al crédito doméstico que mantengan una tasa de interés local alta influirán en una suba de la tasa de retorno local.

Por su parte el riesgo país, puede ser determinado por diversos factores, internacionales e internos. Entre los primeros, son relevantes aquellos factores que pueden afectar la capacidad de pago presente o futura (por ejemplo, las tasas de interés en los mercados internacionales,<sup>15</sup> situaciones complicadas en otros países que generen contagio sobre la economía o induzcan conductas de tipo “manada”, las calificaciones recibidas por organismos internacionales, etc.). Entre los factores internos, la sostenibilidad de la situación de pagos y de la situación fiscal pueden ejercer una influencia importante en la determinación del riesgo país pues indican: en el primer caso, la capacidad de disponer de divisas

para devolver los montos obtenidos (transferencia externa);<sup>16</sup> y en el segundo caso, la capacidad y la voluntad del sector público de obtener los recursos necesarios para repagar sus propias deudas (transferencia interna).<sup>17</sup>

#### 2.1.4. Estructura de ahorro en el mundo

Si bien, el ahorro privado es naturalmente el principal componente del ahorro total, su tamaño varía entre países. Vale destacar su especial importancia en los países de Asia emergente, hecho que diversos autores indican como dato explicativo del elevado crecimiento económico registrado en dicha región durante las últimas décadas. Se observa que Argentina presenta tasas significativamente bajas de ahorro privado (sólo similares a las de los países de América Latina y al grupo de países de menor desarrollo) y tasas de ahorro externo y de ahorro público similares a las observadas en el resto de la muestra (aunque diferentes de los países más desarrollados y de Asia emergente).

---

<sup>15</sup> Altas tasas repercutirán en los servicios de la deuda y, en general reflejan situaciones de mayor escasez relativa de fondos.

---

<sup>16</sup> El balance de pagos de la economía en que reside el deudor es informativo acerca de la evolución plausible de la capacidad de honrar los compromisos adquiridos por éste ante agentes no residentes (en este sentido la perspectiva sobre la evolución de los saldos de comercio, de los saldos en cuenta corriente y de las reservas internacionales, así como también el stock de la deuda externa en relación al PIB y a las exportaciones, así como la distribución de sus vencimientos, son factores relevantes)

<sup>17</sup> En relación a la capacidad, hay que analizar tanto factores económicos que hacen a la salud de la economía (ahorro privado, estabilidad macroeconómica, el nivel de la inflación) y a la capacidad en si misma (desahorro público, stock de deuda en relación a los ingresos fiscales o al PIB) como factores políticos que pueden indicar la capacidad política de obtener los fondos necesarios (el nivel del desempleo, algunos indicadores distributivos). En relación con la voluntad deben contemplarse los tipos de gobiernos y la historia de cumplimiento de obligaciones.

**CUADRO N° 2**  
**EL AHORRO EN PORCENTAJE DEL PRODUCTO EN EL MUNDO<sup>18</sup>**

Media	Ahorro externo		Ahorro privado		Ahorro público	
	Media	H0	Media	H0	Media	H0
Muestra completa	1,7% (2,0%)	(H0)	23,4% (1,9%)	(~H0)	2,1% (1,5%)	(H0)
Muestra OECD	-0,1% (1,1%)	(~H0)	23,3% (1,9%)	(~H0)	-3,3% (1,8%)	(H0)
Muestra Asia emergente	2,1% (2,6%)	(H0)	28,9% (1,9%)	(~H0)	2,0% (1,3%)	(~H0)
Muestra América Latina	3,6% (2,3%)	(H0)	18,9% (2,3%)	(H0)	-1,2% (1,3%)	(H0)
Muestra desarrollo bajo	4,0% (1,7%)	(H0)	21,6% (2,2%)	(H0)	-3,1% (1,6%)	(H0)
Argentina	3,4% (2,3%)		16,3% (3,3%)		-3,0% (0,8%)	

Nota: Para cada muestra (promedio de los últimos 5 años en que se dispone de datos para cada país), se presenta la media hallada y el desvío estándar (este último entre paréntesis). Asimismo, luego de verificar la existencia de normalidad de las muestras se testeó la hipótesis nula (H0) de que la media hallada para la muestra i es estadísticamente igual a la media hallada para Argentina: (H0) significa que se acepta H0 mientras que (~H0) significa que se rechaza (es decir que Argentina es distinta a la muestra i).

Fuente: elaboración propia en base a Estadísticas Financieras del FMI, FIEL (1997) y Ministerio de Economía.

## 2.2. RELACION ENTRE LOS DISTINTOS TIPOS DE AHORRO

Si un país partiera de una situación de pagos o fiscal insostenibles, las acciones encaminadas a corregir su estructura de ahorro (reducir el ahorro externo en el primer caso y elevar el ahorro público en el segundo) podrían reportar beneficios en términos de un menor riesgo país, mejores condiciones de financiamiento, etc.. La posibilidad de cambiar la estructura de ahorro dependerá principalmente de dos cuestiones: en primer lugar, del instrumento elegido y, en segundo lugar, del grado de endogeneidad que exista en la determinación de los distintos tipos de ahorro.

### Ahorro de las empresas y ahorro de las familias.

Puede pensarse al ahorro de las empresas como dividendos retenidos que no van hacia las familias. Con-

secuentemente cuando la empresa decide no distribuir dividendos, el ingreso corriente de las familias disminuye en ese mismo monto. Si la familia no modifica su pauta de consumo (pues la misma es función del ingreso permanente) entonces el ahorro global no se verá modificado (simplemente se producirá un cambio en la composición, subirá el ahorro de las empresas pero disminuirá el ahorro de las familias). Se dice entonces que las familias “perforan el velo corporativo” pues comprenden y compensan cualquier cambio en el ahorro empresarial. La existencia de restricciones de liquidez, las políticas tributarias –que traten asimétricamente a uno u otro tipo de ahorro- y las imperfecciones informativas pueden llegar a limitar la sustituibilidad de ambos tipos de ahorro. De hecho en Bebczuk (2000) se afirma que para los Estados Unidos un aumento de U\$S 1 en el ahorro empresarial reduce el ahorro personal en sólo U\$S 0,5 a U\$S 0,75, mientras que para América Latina esta contracción se ubica en U\$S 0,6.<sup>19</sup>

Ahorro privado y ahorro público. Al variar el ahorro público, el ahorro privado puede responder de diversas formas según los supuestos que se realicen. Según la equivalencia ricardiana (Barro, 1974), suponiendo que los mercados se encuentran en equilibrio,

<sup>19</sup> Bebczuk (2000) cita un trabajo de Poterba (1987) para la evidencia sobre EEUU y un trabajo de Bebczuk (1999) para la evidencia sobre América Latina.



que los agentes tienen horizonte infinito, expectativas racionales y conocen la restricción presupuestaria del gobierno, entonces una reducción en el ahorro público (tanto por suba de gastos como por bajas de recursos) inducirá un incremento equivalente en el ahorro privado.<sup>20</sup> Sin embargo, el carácter restrictivo de los supuestos ha puesto en duda los resultados que se predicen en la teoría. Por ejemplo, el hecho de que el horizonte no sea infinito (aún cuando a las personas les interesen sus descendientes), hace que el cambio en el ahorro público genere efectos reales. De la misma manera la existencia de mercados crediticios imperfectos y la incertidumbre acerca de los impuestos futuros restringen la posibilidad y la capacidad de arbitraje intertemporal y con ello anula el resultado de perfecta sustitución entre componentes del ahorro interno.

### CUADRO N° 3 CORRELACION ENTRE AHORRO PUBLICO Y PRIVADO EN PAISES SELECCIONADOS

	Coefficiente de correlación entre ahorro público y privado
Muestra completa	0,28
Muestra OECD	-0,13
Muestra Asia emergente	0,64
Muestra América Latina	-0,14
Muestra desarrollo bajo	0,36

Nota: la muestra completa (promedio de los últimos 5 años en que se dispone de datos para cada país), corresponde a los países incluidos en el Cuadro N° 2. Se calcularon los coeficientes de correlación simple de las variables para cada una de las muestras.

Fuente: elaboración propia en base a Estadísticas Financieras del FMI.

De esta manera, el incremento en el ahorro público podrá no estar acompañado por una disminución (igual del ahorro privado y, con ello, se verificaría una mayor disponibilidad de financiamiento para las inversiones. Esta ambigüedad parece reflejarse en los datos: mientras que la equivalencia ricardiana implicaría un coeficiente de correlación entre ahorro privado y público muy alto y negativo, las observaciones muestran coeficientes de correlación positivos y negativos (aunque estos últimos de valores absolutos pequeños, ver Cuadro N° 3).

<sup>20</sup> Los agentes sabiendo que un mayor endeudamiento público actual repercutirá en sus obligaciones tributarias futuras, ahorrarán por ese monto. En otras palabras, existe una sustitución perfecta entre desahorro público y ahorro privado. Bajo estas condiciones, las trayectorias de los tipos reales de interés, de la inversión, del consumo, de la inflación, etc. serán invariantes ante cambios en la relación entre el ahorro privado y el ahorro público.

**Ahorro interno y ahorro externo.** Como se expuso anteriormente, existe un canal real y otro financiero que puede afectar al ahorro externo y estos, a su vez, podrán afectar la relación entre dicho ahorro y el interno.

En principio, puede establecerse una relación negativa entre ambos tipos de ahorro. A partir de la ecuación macroeconómica básica, un incremento en el ahorro interno estará acompañado de una disminución del ahorro externo, si el mayor ahorro interno es capaz de mejorar la situación de precios relativos (Krugman, 1989). Asimismo, un shock transitorio en los términos de intercambio también explicaría este tipo de asociación negativa: una caída en el valor de las exportaciones reduciría el ingreso corriente, dejando inalterado el consumo (según la teoría del ingreso permanente), lo que implica un menor ahorro interno. En el caso de las interacciones registradas por el lado financiero, lo mismo sucede con los cambios en el flujo de capitales generados por causas externas o por alteraciones en la prima de riesgo país disparadas por causas ajenas a la estructura de ahorro.<sup>21</sup> Sólo se produciría una asociación positiva si el ingreso de capitales fuera disparado por una mayor rentabilidad relativa de la inversión doméstica<sup>22</sup> o por una reducción en el riesgo país inducida por un mayor ahorro interno (o alguno de sus componentes).<sup>23</sup> La evidencia muestra coeficientes de correlación negativos y altos en valor absoluto para la mayoría de los casos (Cuadro N° 4).

La correlación positiva entre el ahorro externo y el ahorro público para América Latina constituye la única excepción a la afirmación anterior. La asociación positiva que se evidencia entre ahorro público y ahorro externo puede poner de manifiesto la relevancia del canal financiero en la determinación del ahorro externo de este grupo de países. Un mayor ahorro público conduce a mayor confianza por parte de los inversores, el mayor ingreso de capitales resultante permite la existencia de un mayor déficit en cuenta corriente. O, alternativamente, puede indicar la conjunción de ciclos disparados por financiamiento externo y comportamiento procíclico de la recaudación de impuestos.

<sup>21</sup> La mayor disponibilidad de financiamiento tendería a elevar tanto el consumo como la inversión por la vía de una menor tasa de interés doméstica, induciendo a un mayor déficit en cuenta corriente. De este modo, se reduciría el ahorro interno y se incrementaría el ahorro externo.

<sup>22</sup> La mayor demanda de inversión, junto con el mayor uso de ahorro externo, elevaría también el ahorro interno por la vía de una mayor tasa de interés local.

<sup>23</sup> En este caso, una caída en el riesgo país generaría un ingreso de capitales y un menor pago en concepto de servicios de deuda, si predomina el primer efecto por sobre el segundo entonces se incrementaría el ahorro externo.

**CUADRO N° 4**  
**MATRIZ DE CORRELACION DE AHORRO**

	<b>Coefficiente de correlación entre ahorro externo y público</b>	<b>Coefficiente de correlación entre ahorro externo y privado</b>
Muestra completa	-0,26	-0,60
OECD	-0,04	-0,74
Asia emergente	-0,84	-0,78
América Latina	0,38	-0,63
Desarrollo bajo.	-0,49	-0,31

Nota: la muestra completa (promedio de los últimos 5 años en que se dispone de datos para cada país), corresponde a los países incluidos en el Cuadro N° 2. Se calcularon los coeficientes de correlación simple de las variables para cada una de las muestras.

*Fuente:* elaboración propia en base a Estadísticas Financieras del FMI.

### 2.3. AHORRO, CRECIMIENTO Y FORMA DE CRECIMIENTO

Definidos los principales determinantes, la relevancia empírica y la relación entre los distintos tipos de ahorro se buscará mostrar de qué manera influye la composición del ahorro sobre la cuantía de crecimiento experimentado por la economía y sobre la forma en que dicha economía crece.

#### 2.3.1. Ahorro y crecimiento

Se ha mostrado anteriormente que para crecer es necesario contar con ahorro, aunque la existencia del mismo no asegura por sí misma una alta tasa de crecimiento. Ahora se busca analizar cómo la composición del ahorro puede impactar en la tasa de crecimiento de la economía. Por un lado, si se demostrara que la composición del ahorro afecta la equidad y la volatilidad, entonces también influiría en la tasa de crecimiento de la economía.

**CUADRO N° 5**  
**MATRIZ DE CORRELACION AHORRO-CRECIMIENTO**

	<b>Coefficiente de correlación entre crecimiento y ahorro externo</b>	<b>Coefficiente de correlación entre crecimiento y ahorro público</b>	<b>Coefficiente de correlación entre crecimiento y ahorro privado</b>
Muestra completa	0,11	0,41	0,35
OECD	0,24	0,30	-0,40
Asia emergente	-0,12	0,56	0,28
América Latina	0,07	0,36	0,22
Desarrollo bajo	0,10	0,21	0,83

Nota: la muestra completa (promedio de los últimos 5 años en que se dispone de datos para cada país), corresponde a los países incluidos en el Cuadro N° 2. Se calcularon los coeficientes de correlación simple de las variables para cada una de las muestras.

*Fuente:* elaboración propia en base a Estadísticas Financieras del FMI.

Por otro lado, también pueden existir efectos directos de la composición del ahorro sobre el crecimiento. La necesidad de ahorro expuesta anteriormente ¿implica la necesidad de incrementar el ahorro doméstico? Si esto fuera así, el primer paso para incrementar las tasas de crecimiento de una economía sería incrementar la tasa de ahorro interno.

Feldstein y Horioka (1980) encontraron que para los países de la OECD la inversión doméstica era muy sensible a los cambios en el ahorro doméstico.<sup>24</sup>

Sin embargo, Vamvakidis y Wacziarg (1998) del FMI refutaron ese análisis. Hallaron que, en realidad, al realizar el mismo test para una muestra de países que incorporara a aquellos de desarrollo mediano y bajo, la relación entre ahorro interno e inversión se desvanecía,<sup>25</sup> lo que estaría indicando que los países de menor desarrollo financian una mayor parte de su inversión con ahorro externo que los países de mayor desarrollo. Esto podría apoyar la hipótesis de que el ahorro interno no es indispensable para desarrollarse (siempre y cuando el resto del mundo esté dispuesto a financiarlo).<sup>26</sup> El problema aparece, claro está, si el

resto del mundo no está dispuesto a financiar el crecimiento doméstico o si sólo está dispuesto a financiarlo a un costo alto.

Por su parte, Cottani y Llach (1993) han encontrado que con posterioridad a los procesos de reforma estructural, junto con un incremento en la tasa de crecimiento de la economía, el ahorro doméstico tiende a aumentar. Este hecho muestra también que puede existir una relación causal que vaya del crecimiento hacia el ahorro interno. Aunque existen razones teóricas para justificar una doble relación causal entre ahorro interno y crecimiento, los estudios empíricos no han logrado aún alcanzar un consenso razonable (FIEL, 1996).

Los datos mostrados en el Cuadro N° 5 confirman una relación positiva entre crecimiento y ahorro interno (sólo los países de la OCDE tienen una relación negativa entre ahorro privado y crecimiento, presumiblemente, debido a la importancia de la demanda interna como impulsora del crecimiento). Respecto a la relación entre ahorro externo y crecimiento, la asociación también es positiva excepto para Asia emergente: en este caso, dicho comportamiento se debería al rol de la demanda externa como motor del crecimiento.

Por otra parte, la existencia de desahorro público (permanente) puede afectar también al crecimiento de la economía básicamente a través de incrementos en la tasa de interés doméstica (si se utiliza endeudamiento interno), a través de incrementos en el riesgo país (si se utiliza endeudamiento externo) o a través de incrementos en la inflación (si se utiliza dinero). Esto parece verificarse desde un punto de vista empírico: en todos los casos un mayor ahorro público está asociado a un mayor crecimiento.

### 2.3.2. Ahorro y Volatilidad

El ahorro incide en la volatilidad económica a través de dos canales: el comportamiento del sector público y el desempeño del sector externo.

En primer lugar, el comportamiento del sector público afecta la volatilidad a través de su influencia en la tasa de riesgo país. Dentro de las economías emergentes puede asociarse un alto riesgo país con una mayor volatilidad económica; en estos casos cualquier señal desfavorable puede inducir a un cambio de ánimo en los inversores induciendo a una contracción repentina en el financiamiento externo; esto a su vez puede tener importantes consecuencias reales. Desde esta perspectiva, todos aquellos factores que eleven la percepción de los inversores acerca del riesgo país, contribuirán a que la economía sea más volátil. De

<sup>24</sup> De ese resultado dichos autores infirieron que la integración financiera mundial era muy baja. Aunque en realidad esta no es la única interpretación: i) bajo incertidumbre los inversores buscarán diversificar riesgo invirtiendo en mercados que tengan rendimientos poco o negativamente correlacionados; entonces, como los países desarrollados son relativamente iguales, las posibilidades de diversificar son pocas; ii) si el capital persigue igualar rendimientos es más factible que lo haga dirigiéndose desde los países desarrollados a los menos desarrollados que entre países desarrollados pues en estos la igualación de rendimientos se puede dar vía el comercio de bienes; iii) otros factores comunes a todos los países de la muestra pueden estar correlacionando los movimientos en el ahorro y la inversión: crecimiento poblacional, apertura, etc.

<sup>25</sup> La estimación fue realizada para un conjunto de 103 países, controlando por apertura comercial y por crecimiento poblacional y promediando las variables para períodos largos de tiempo para limpiar el efecto del ciclo económico. Utilizaron tres métodos distintos de estimación: mínimos cuadrados ordinarios, variables instrumentales y datos de panel: todos los métodos condujeron a resultados idénticos.

<sup>26</sup> Este resultado, sin embargo, no es nuevo. Para un país cuya condición inicial está caracterizada por una baja relación capital/trabajo y por grandes oportunidades de inversión, puede ser rentable tomar préstamos en el exterior e invertir por encima de lo que su ahorro interno le permitiría. Luego, a medida que se va incrementando el stock de capital (y consecuentemente va disminuyendo su productividad marginal), la inversión irá disminuyendo y se verificará un superávit comercial que repague los préstamos anteriormente adquiridos. Esta lógica de tomar deuda en la fase de crecimiento veloz y de repagarla una vez alcanzado un crecimiento maduro responde a la lógica desarrollada por Cairnes en 1870 (Sachs, 1994).

este modo, la falta de sostenibilidad fiscal, la cual está relacionada de manera directa con el crecimiento en el tiempo del stock de deuda pública,<sup>27</sup> así como por la dificultad que enfrenta el estado para captar los recursos necesarios para el repago, conducirían a una economía más volátil.

Por otra parte, en el análisis del ahorro externo y su influencia en la volatilidad deben considerarse dos cuestiones: por un lado, su sostenibilidad y por el otro, su composición.

En principio, la teoría económica acepta que si los déficits en cuenta corriente son fruto de decisiones privadas, entonces no se debería interferir para disminuirlo (pues esto disminuiría el bienestar de la sociedad). De manera opuesta, en el caso en que el déficit sea causado por decisiones públicas, habría que disminuir el déficit fiscal (especialmente si se está financiando consumo público o inversión pública de baja rentabilidad social) dado que la incapacidad de repago podría conducir a una crisis.

Sin embargo, el razonamiento anterior puede tener implícito ciertas falencias. En primer lugar, puede ocurrir que los agentes externos que están financiando el déficit en cuenta corriente sólo observen el tamaño del mismo y no qué factores los causan. En este caso, aún siendo el déficit en cuenta corriente producido enteramente por agentes privados y destinado a inversiones rentables, dado el problema de la imperfección informativa, podría ser deseable mantenerlo entre ciertos valores límites.

En segundo lugar, no existen garantías de que las decisiones individuales de los agentes privados conduzcan a inversiones rentables. Pueden producirse fallas de coordinación (o de previsión) por parte de los agentes privados que lleven a la economía a un equilibrio desfavorable: un agente puede observar una tasa de interés dada por los préstamos que está recibiendo del sector externo y, bajo esas condiciones, puede resultarle óptimo contraer ese préstamo; sin embargo, si todos los agentes siguieran un comportamiento similar, la tasa de interés se incrementaría originando condiciones bajo las cuales nadie hubiera tomado préstamos en un primer momento porque el costo de repagarlos resulta ahora excesivamente alto. De esta manera, ante el incremento en el riesgo de no pago, los inversores internacionales podrían dejar de prestar induciendo una crisis.

---

<sup>27</sup> Se supone de manera implícita que el gobierno tiene déficits permanentes y que los financia completamente con deuda pues si lo financiara con emisión generaría inflación y si lo financiara con reservas internacionales podría inducir una corrida sobre el tipo de cambio.

En suma, desde otra perspectiva, el problema de la sostenibilidad tiene que ver con la capacidad de repago que generen los flujos de capitales que ingresan en la economía: en particular, si los capitales van a financiar mayoritariamente consumo, difícilmente puedan ser repagados en el largo plazo. Por ello una preocupación es que vayan a financiar inversión -en particular, inversión en transables competitivos- (Cepal, 1995).

Ahora bien, dado que la existencia de ahorro externo genera cambios en la estructura del país, también puede ser relevante la composición del mismo (esto es, si la cuenta capital está compuesta principalmente por inversión extranjera directa, por deuda de largo plazo o por deuda de corto plazo) principalmente por los efectos que se puedan generar en términos de volatilidad económica. En particular, la reversión rápida y masiva del flujo de capitales podría tener efectos altamente perjudiciales para la economía: *ceteris paribus* la solidez del sistema financiero, la prevalencia de capitales de corto plazo (bonos y títulos de corto plazo) por encima de capitales de más largo plazo (inversión extranjera directa, bonos y títulos de largo plazo, etc.) permitiría la posibilidad de una contracción rápida y brusca del ahorro externo lo que redundaría en una menor oferta de financiamiento y, por ende, en una menor capacidad de crecimiento. Además, podrían verificarse corridas sobre aquellos bancos que estuvieran demasiado expuestos lo que también repercutiría negativamente sobre el bienestar (Diamod y Dybig, 1983).

### 2.3.3. Ahorro y Equidad

Podría afirmarse que a mayor ahorro externo, menor será la restricción de liquidez (bajo el supuesto de que el sistema financiero funcionara bien) lo que impactaría positivamente sobre la equidad. Sin embargo, en general en los países poco desarrollados el sistema financiero tiende a tener grandes fallas: de esta manera, la existencia de un mayor ahorro externo estará en función de la introducción de mejoras en el sistema financiero lo que generalmente se logra a través de un acotamiento de la capacidad prestable del sistema bancario (lo que a su vez afecta negativamente a la equidad).

En segundo lugar, los incrementos en la prima de riesgo producto, por ejemplo, de altos y persistentes niveles de desahorro público o de ahorro externo, pueden ser interpretados como incrementos en la remuneración al factor capital y dado también que los individuos pobres no obtienen (u obtienen pocas) rentas de dicho factor, tal incremento en la tasa de interés ocasionaría una distribución del ingreso más desigual.

**CUADRO N° 6**  
**MATRIZ DE CORRELACION AHORRO-DESIGUALDAD**

	<b>Coefficiente de correlación entre desigualdad y ahorro externo</b>	<b>Coefficiente de correlación entre desigualdad y ahorro público</b>	<b>Coefficiente de correlación entre desigualdad y ahorro privado</b>
Muestra completa	0,10	0,16	-0,11
OECD	0,12	0,31	-0,17
Asia emergente	-0,18	0,12	0,31
América Latina	-0,09	-0,29	0,63
Desarrollo bajo	-0,34	-0,18	-0,27

Nota: la muestra completa (promedio de los últimos 5 años en que se dispone de datos para cada país), corresponde a los países incluidos en el Cuadro N° 2. Se calcularon los coeficientes de correlación simple de las variables para cada una de las muestras.

Fuente: elaboración propia en base a Estadísticas Financieras del FMI.

Por último, aunque existen fundamentos teóricos que apoyan una relación entre ahorro y equidad, los datos brindan evidencia ambigua. Mientras que en los países desarrollados un mayor ahorro externo y un mayor ahorro público están asociados a una mayor equidad, en los países de menor desarrollo parece verificarse una relación inversa lo que avalaría la relevancia del canal de la prima de riesgo y la importancia de la estructura de ahorro en su determinación (además de mostrar la necesidad de mantener controladas las cuentas públicas y las cuentas externas).

#### 2.4. ALGUNAS REFLEXIONES

Si bien la capacidad y la forma de crecimiento de una economía se encuentra en función de un gran número de variables, es claro que para mantener una tasa de crecimiento sostenida en el tiempo, se necesita contar con una elevada cantidad de ahorro disponible. Por ello, se analizaron los determinantes de los distintos componentes del mismo y sus implicancias en términos de la cuantía y forma de crecimiento. En este sentido, se demostró que la posibilidad de acceder al ahorro externo está limitada básicamente por la sostenibilidad percibida por los inversores internacionales, la que se traduce en cambios en el costo (medido por la prima de riesgo país) y en la cantidad. Por otro lado, el ahorro privado está en función de variables no controladas por el gobierno (o que siendo controladas por el mismo sean relativamente estables en el tiempo).

A su vez, la posibilidad de elevar el ahorro público requeriría lidiar con cambios en ciertas instituciones que generen una variación en la estructura de la relación entre gastos e ingresos públicos (cambios legales que lleven a mejorar la eficiencia

en el gasto y en la recaudación y también la imposición de límites al gasto y al endeudamiento que tiendan a limitar los problemas de acción colectiva, de agencia y de ciclos políticos).

Sin embargo, también es claro que los límites al endeudamiento externo y la capacidad y necesidad de modificar el ahorro público está en función de las características propias de cada país. Consecuentemente las prescripciones de política también lo estarán. En los capítulos 2 y 3 se abordarán estas cuestiones con mayor detenimiento.

Por último, la sola existencia de un mayor ahorro es una parte del problema de la cuantía y de la forma de crecimiento. Sin embargo, concomitantemente deben considerarse los problemas existentes en el sistema financiero que determinarán en última instancia la cantidad de financiamiento con que cuenten los agentes de la economía y, por lo tanto, la capacidad potencial de crecer sin volatilidad y con equidad.

### 3. EL ROL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Se ha dicho en la introducción que el ahorro (y consecuentemente el financiamiento) es necesario para el crecimiento, que este no es suficiente y que la elección o sesgos de la economía a distintos tipos de financiamiento (bonos, acciones, ganancias retenidas) no es inocuo para la forma de crecimiento, en particular, en términos de la equidad y volatilidad. El sistema financiero es un actor decisivo en estas cuestiones por dos motivos.

Primero, porque existe una estrecha relación entre crecimiento y sistema financiero. Si bien no es clara la relación de causalidad, existen importantes vías por las cuales los intermediarios finan-

cieros influyen en el crecimiento de la economía: (i) facilitan la movilización de ahorros; (ii) reducen las necesidades de liquidez de las empresas; (iii) desarrollan y recopilan información que permite una mejor asignación de fondos; (iv) generan liquidez; (v) permiten reducir riesgos a través de la diversificación; (vi) contribuyen a la acumulación de capital humano. En este sentido su eficiente funcionamiento es fundamental para que el ahorro efectivamente se traduzca en una mayor y mejor inversión (financiamiento) y por ende en un mayor crecimiento.

Segundo, porque los intermediarios financieros influyen en la forma en que una economía crece. Principalmente las regulaciones y el tipo de financiamiento utilizado (acciones, bonos, crédito bancario) constituyen elementos que afectan el grado de volatilidad y equidad que presenta un país.

La volatilidad y profundidad financiera se condicionan mutuamente. Si bien es cierto que un sistema financiero sólido reduce la inestabilidad en una determinada economía, también lo es que, en un contexto volátil, difícilmente pueda desarrollarse un sistema financiero sólido y profundo que permita suavizar los shocks de diversa índole que afecten la actividad económica. En un mundo de creciente integración financiera, cambios repentinos en los flujos de capitales constituyen uno de los principales causantes de la inestabilidad (financiera y real) observada en los países emergentes. En este contexto, el control a los movimientos de capitales y la regulación prudencial del sistema bancario constituyen el eje del debate acerca de las políticas que puede implementar el Estado con el propósito de impedir una elevada inestabilidad financiera.

Las regulaciones no son el único canal por el cual el sistema financiero afecta la forma que adquiere el crecimiento, la estructura de financiamiento también es importante. El teorema de Modigliani Miller afirma que si el sistema financiero funciona perfectamente, la estructura de financiamiento de la empresa es irrelevante. Se ha demostrado en varios trabajos que en presencia de imperfecciones (típicamente informativas) el tipo de financiamiento no es irrelevante en cuánto se crece.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Desviaciones del supuesto hecho por Modigliani y Miller (1958) que los agentes pueden realizar contratos con plena información han sido utilizados para explicar la estructura de capital en las finanzas corporativas durante 40 años. Estas imperfecciones informativas son mucho más aplicables a las finanzas de las pequeñas empresas.

Los problemas informativos establecen una *cuña* entre el financiamiento con fondos propios y otras fuentes (acciones, bonos, crédito bancario). Esto hace que aquellas empresas que no cuentan con fondos propios suficientes deban recurrir a otras fuentes más costosas, con lo cual la inversión se contrae. En este trabajo se quiere resaltar que dicha estructura también afecta la forma en la que se crece, especialmente en lo concerniente a la volatilidad y equidad de ese crecimiento. Por ejemplo, la utilización de crédito bancario puede exacerbar fluctuaciones en el nivel de actividad debido a que en un contexto recesivo, el contrato de deuda bancaria representa una obligación fija para el deudor, factor que lo puede llevar a la quiebra. Otras explicaciones se presentarán a lo largo de esta sección.

### 3.1. EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO

#### 3.1.1. La evidencia empírica

Antes de considerar los aspectos teóricos sobre la relación existente entre sistema financiero y crecimiento, es importante destacar dos cuestiones que surgen de la evidencia empírica. Una relacionada con las formas en que se financian las empresas y otra referida a la relación de causalidad que existe entre desarrollo financiero y crecimiento.

Los datos indican que las empresas financian la mayor parte de su inversión a través de fondos no intermediados ni por los bancos ni por los mercados de valores (Cuadro N° 7).

Tanto en los países desarrollados como en los de América Latina los recursos intermediados (deuda, bonos, acciones) alcanzan apenas entre el 20% y 30% del total, siendo las ganancias retenidas (fondos propios) la principal fuente de financiamiento. La explicación de este comportamiento radica en la diferencia de costos asociados con cada una de las fuentes de financiamiento, como así también en que muchas empresas directamente ven vedado el acceso al sistema financiero.

Dicha regularidad estaría indicando que los intermediarios financieros no logran eliminar totalmente los problemas informativos y los costos de transacción asociados al proceso de intermediación, los cuales establecen una *“cuña”* entre el costo de los fondos propios y los recursos intermediados.

**CUADRO N° 7**  
**FUENTES DE FONDOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS**  
**EN PAISES DESARROLLADOS Y EN AMERICA LATINA**  
 (En porcentaje del total de fuentes)

País	Deuda	Acciones	Ganancias Retenidas	Total
Austria	-2,7	9,6	93,1	100
Canadá	31,0	11,8	57,1	100
Italia	24,9	9,1	66,0	100
Japón	41,6	5,2	53,2	100
Holanda	17,1	17,6	65,3	100
Suecia	20,5	-1,0	80,4	100
España	26,9	11,4	61,7	100
Estados Unidos	-7,9	15,6	92,2	100
Promedio países desarrollados	18,9	9,9	71,1	100
Argentina	17,4	3,7	79,0	100
Brasil	21,3	2,6	76,1	100
Chile	34,4	5,6	60,2	100
Colombia	18,6	1,9	79,6	100
México	12,0	3,3	84,7	100
Perú	12,0	0,3	87,8	100
Venezuela	2,8	0,4	96,8	100
Promedio América Latina	16,6	2,5	80,6	100

Nota: los datos para los países desarrollados corresponden al período 1990-1995 y los datos para los países latinoamericanos al período 1990-1996.

Fuente: Bebczuk (2000).

Por otra parte, numerosos estudios empíricos han demostrado que países que presentan un mayor desarrollo financiero muestran mayores niveles de crecimiento y desarrollo económico. Sin embargo, estos estudios sólo sugieren que crecimiento y desarrollo financiero están correlacionados positivamente, pero nada dicen respecto a la relación de causalidad que existe entre estas variables. Por ejemplo, mientras que las instituciones financieras son diseñadas para reducir el costo de recolectar y analizar información lo cual favorece el crecimiento, también el crecimiento económico genera medios para implementar costosas estructuras financieras (Greenwood y Javanovic, 1990).

Cuando se intenta determinar empíricamente el sentido de causalidad es posible que se presenten problemas relacionados con la omisión de variables lo cual pone en duda la relación existente entre desarro-

llo financiero y económico. Por ejemplo, una relación positiva entre estas últimas variables podría estar captando el comportamiento del ahorro.<sup>29</sup> Por otro lado, el desarrollo financiero puede predecir el crecimiento económico simplemente porque los mercados financieros anticipan el crecimiento futuro: el mercado de acciones capitaliza el valor presente de las oportunidades de crecimiento, mientras que las instituciones financieras prestan más si esperan un mayor crecimiento. En consecuencia, el desarrollo financiero

<sup>29</sup> Es decir, si se supone que el ahorro contribuye a explicar la tasa de crecimiento de una economía y a su vez determina el desarrollo del sistema financiero y esta variable se omite de la relación teórica a estimar, entonces el coeficiente estimado para la relación crecimiento y desarrollo financiero también estaría captando los efectos del ahorro (variable omitida) sobre el crecimiento.

puede ser simplemente un indicador adelantado más que un factor causal.

Reconociéndose estos problemas, se han desarrollado algunos trabajos que intentan establecer relaciones de causalidad. Algunos de los principales hallazgos dentro de esta línea de investigación sugieren que el desarrollo ex ante de los mercados financieros facilita el crecimiento ex post de los sectores que dependen del financiamiento de terceros, ya que permite reducir el costo asociado a este tipo de fondeo (Rajan y Zingales, 1998) y que aumentos en los niveles de desarrollo del sector bancario producen tasas más altas de crecimiento económico y de productividad (Beck, Levine y Loayza, 1999).

A pesar de que estos datos hacen dudar de la importancia del sistema financiero, una vasta literatura ha encontrado importantes vías por las cuales tanto el sector bancario como el mercado de capitales afectan el crecimiento de un país. Por otro lado, la evidencia respecto a la estructura de financiamiento esconde en el agregado cuestiones particulares que hacen que la intermediación financiera influya no sólo en la cuantía del crecimiento (cuestiones de eficiencia) sino en la forma que el mismo adquiere (equidad y volatilidad). A su vez, si ciertas imperfecciones en el funcionamiento del mismo se originan en errores de la política pública o en fallas de mercado solucionables, es lógico que la corrección de tales imperfecciones permita un mayor crecimiento y desarrollo económico.

### 3.1.2. Los canales mediante los cuales el sistema financiero afecta el crecimiento

El sistema financiero influye en el crecimiento mediante los siguientes canales.

Mayor liquidez. El nexo existente entre liquidez y crecimiento económico se produce debido a que las inversiones de largo plazo implican la inmovilización de capital durante un período prolongado. Si el sistema financiero no logra garantizar liquidez a los ahorristas, entonces los mismos no estarán dispuestos a financiar proyectos de larga duración y alto rendimiento lo cual termina repercutiendo negativamente sobre el crecimiento. Mediante el calce de plazos, las entidades bancarias logran conciliar las preferencias de liquidez de los depositantes con la necesidad de los prestatarios quienes demandan fondos durante un período más extenso.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> La evidencia empírica indica que un mercado de acciones líquido favorece el crecimiento, la acumulación de capital y la productividad, mientras que el tamaño del mismo no muestra una correlación robusta (Levine y Zervos, 1998).

Reducción de riesgos. El sistema financiero también contribuye a reducir el riesgo idiosincrático de un determinado proyecto, región, industria o país a través de la diversificación. Dado que el ahorrista típico es averso al riesgo, en ausencia de mecanismos que le permitan diversificar sus inversiones sólo estaría dispuesto a financiar proyectos de bajo riesgo y por ende de escaso rendimiento.<sup>31</sup>

Mayor información y mejor asignación de los fondos. Debido a la existencia de economías de escala, técnicas y personal especializado, el sistema financiero torna mucho más eficiente el proceso de intermediación y adquisición de información, disminuyendo los costos asociados a esta tarea y asignando los fondos eficientemente. Los intermediarios financieros pueden invertir en forma más productiva que los individuos debido a que poseen una mayor habilidad para detectar las inversiones más rentables (Greenwood y Javanovic, 1990).<sup>32</sup> Además, el buen funcionamiento del sistema financiero impulsa la innovación tecnológica dado que permite identificar y dirigir los fondos hacia aquellos empresarios con mayores probabilidades de tener éxito (Joseph Schumpeter, 1912).<sup>33</sup> Es decir, el sistema financiero altera el patrón del crecimiento económico debido a que afecta el destino de los ahorros.

Movilización de ahorros. Los costos que debería enfrentar un empresario para recolectar fondos destinados a financiar un determinado proyecto serían inmensos en ausencia del mercado financiero. En muchos casos podría verse forzado a trabajar con escala subóptima debido a la escasez de fondos para financiar el proyecto (en presencia de indivisibilidades directamente no se podría realizar la inversión). A través de la movilización de fondos, el sistema financiero permite que se adopten las tecnologías adecuadas lo cual favorece el crecimiento (McKinnon, 1973).

<sup>31</sup> La compra de acciones o un depósito bancario permite al ahorrista soportar un menor riesgo. En el primer caso es el dueño de los fondos quien se encarga de diversificar sus inversiones a través de la conformación de un portafolio formado por acciones con distinto riesgo y rendimiento. En el segundo, es el banco quien selecciona los proyectos a fin de reducir el riesgo del depositante.

<sup>32</sup> Estos teóricos desarrollaron un modelo en el cual el tamaño de la intermediación financiera y el crecimiento económico se determinan endogenamente.

<sup>33</sup> En palabras de Schumpeter, “los banqueros son los porteros del desarrollo económico capitalista; tienen una misión estratégica que consiste en pasar por una criba a los innovadores potenciales y avanzar el necesario poder de compra a los más promisorios. Ellos son la fuente del poder de compra para la inversión y la innovación, más allá de los ahorros acumulados en el curso del desarrollo económico pasado.”



Por ejemplo, el sistema financiero desempeñó un rol crítico en la iniciación de la revolución industrial inglesa a través de la movilización de capitales hacia proyectos de gran escala (Walter Bagehot, 1873 y John Hicks, 1969).

### 3.2. SISTEMA FINANCIERO Y FORMA DE CRECIMIENTO

Analizados los canales mediante los cuales el sistema financiero influye en la cuantía del crecimiento, resta por tratar la otra parte de la hipótesis central del trabajo: la relación entre sistema financiero y la forma del crecimiento. En dicha relación resaltan dos vías: las distintas formas de financiamiento y las regulaciones.

#### 3.2.1. Las distintas formas de financiamiento

En este punto se intentará establecer si existen factores intrínsecos a cada tipo de financiamiento (crédito bancario, bonos o acciones) que afectan la volatilidad y el grado de equidad de un país.

Los efectos sobre la volatilidad. En algunas economías es posible observar que pequeños cambios en las condiciones económicas (por ejemplo en la tasa de interés) dan origen a fuertes variaciones en el nivel de actividad. El mismo comportamiento también se ha observado en presencia de shocks de origen real, por ejemplo, un aumento en los costos de producción o un deterioro en los términos de intercambio.

En un contexto de imperfecciones en los mercados financieros, el enfoque del *acelerador financiero* brinda una explicación a los hechos mencionados previamente. Dicho enfoque sostiene que cuando la empresa se ve afectada por un shock adverso -real o nominal- las ganancias corrientes, los fondos propios y el valor de sus activos se reducen. Al empeorar las condiciones económicas de la empresa, la misma es percibida como más riesgosa y por ende deberá enfrentar un mayor precio en el financiamiento de terceros. Este mayor costo no hace más que amplificar el shock inicial.

Si bien dicho mecanismo amplificador se encuentra presente independientemente del tipo de financiamiento, es posible presentar un conjunto de argumentos a partir de los cuales se podría esperar que una economía en la cual las empresas se financian con crédito bancario tiende a mostrar fluctuaciones más amplias que aquellas que se financian con acciones.

En primer lugar, las firmas que se financian con acciones no tienen una obligación fija con los accionistas, compartiendo ambos las pérdidas y ganancias que se produzcan. En contraste, aquella empresa que ha tomado crédito bancario (o colocado obligaciones negociables) debe enfrentar el pago de intereses que, en un contexto caracterizado por la escasez de fondos propios y escaso financiamiento de terceros, puede llevar a la firma a decretar la quiebra ante la imposibilidad de hacer frente a sus obligaciones. Por lo tanto, una economía en la cual las unidades productivas se financian preponderantemente con crédito bancario y no se cuenta con fuentes alternativas puede resultar más volátil debido a la mayor cantidad de quiebras.

Segundo, el encarecimiento del crédito bancario consecuencia de un shock nominal que se traduce en mayores tasas de interés, no sólo dificulta la nueva colocación de este tipo de deuda (y de cualquier otro debido a que la empresa posee una mayor fragilidad financiera -canal del acelerador financiero-), sino que también empeora la situación de las empresas endeudadas a tasa variable. En cambio, las empresas que se financian con acciones sólo se perjudican si deben colocar nueva deuda, situación en la cual el mercado reconocería su mayor fragilidad. Por ende, una economía en la cual las firmas se encuentran endeudadas a una tasa variable (crédito bancario u obligaciones negociables) sufre particularmente los efectos de una política monetaria que deriva en mayores tasas de interés.

Por último, la existencia del denominado canal del crédito bancario contribuye a explicar por qué el financiamiento bancario introduce una mayor volatilidad que el financiamiento accionario. Una política monetaria contractiva, más allá de incrementar la tasa de interés (costo del financiamiento) reduce la disponibilidad de crédito bancario (cantidad de financiamiento). Si no existen fuentes alternativas de financiamiento, la contracción del crédito deriva en una fuerte caída de la actividad. Este último canal, no tendría ningún efecto en economías cuyas empresas se financian básicamente con acciones. Los efectos de una política monetaria contractiva (expansiva) serán más recesivos (expansivos) en economías en las cuales las empresas se financian principalmente con crédito bancario. Al existir empresas endeudadas o que requieren del crédito bancario para financiar sus inversiones, el canal del acelerador financiero actúa plenamente (a partir de la suba de la tasa de interés), al igual que el canal del préstamo bancario (el crédito se contrae).

Hasta aquí se ha analizado el crédito bancario sin hacer distinción de las distintas formas que puede

adquirir el mismo. La elevada incertidumbre cambiaría que caracteriza a la mayoría de los países en desarrollo, en particular los de América Latina, ha hecho que estas economías experimentaran un proceso acelerado de *dolarización* del sistema financiero. Ante esta situación, los bancos han tratado de evitar el riesgo cambiario aumentando la oferta de préstamos en dólares. En definitiva, es el tomador de crédito quien, en principio, termina soportando todo este riesgo. Cuando los ingresos de la firma están correlacionados con el tipo de cambio (empresas exportadoras o servicios públicos que han dolarizado sus tarifas) la toma de deuda en dólares no implica un riesgo significativo. ¿Por qué esto puede traer aparejado problemas de volatilidad? En primer lugar, la dolarización restringe la capacidad del banco central de actuar como prestamista de última instancia en un contexto de iliquidez bancaria (se reduce la posibilidad de actuar contracíclicamente). Otro factor de inestabilidad radica en la existencia de un amplio sector de empresas (habitualmente PyMEs) que poseen escasa posibilidad de generar divisas, en tanto que, el crédito en dólares suele ser la forma más barata de acceder al financiamiento que disponen estas firmas. Así, puede ocurrir que variaciones en el tipo de cambio lleven directamente a la quiebra a este tipo de unidades productivas debido a la imposibilidad de hacer frente a sus obligaciones. Si la crisis es muy severa, los bancos pueden enfrentar problemas de solvencia lo cual no hace más que agravar la situación.

En conclusión, economías que se encuentren fuertemente dolarizadas y presenten un sector exportador pequeño, están expuestas a una mayor fragilidad financiera que incrementa el grado de incertidumbre y volatilidad.

Los efectos sobre la equidad. La equidad es un concepto que se relaciona estrechamente con la posibilidad de elegir que enfrenta un determinado individuo (grupo social, empresa, etc.). Dicha posibilidad de elección se encuentra condicionada por un conjunto de restricciones políticas, culturales y financieras, entre otras. Así, cuando todos los individuos enfrentan las mismas restricciones (conjunto de elección) el resultado de sus decisiones es considerado equitativo.

Bajo esta definición, para determinar el sentido en que los distintos instrumentos financieros (bonos, acciones, deuda bancaria) pueden afectar los principios de equidad, primero es necesario establecer si las restricciones financieras que enfrentan los distintos agentes económicos al momento de acceder al financiamiento de terceros lesionan o no dichos principios.

Concretamente, interesa conocer las restricciones financieras que enfrentan las grandes empresas y las PyMEs. Sin indagar en este campo no es posible establecer per se ningún tipo de relación.

De demostrarse que existe un problema de equidad, existe entonces la posibilidad de encaminar medidas que redunden en un mayor bienestar. Estos problemas pueden deberse a i) ciertas imperfecciones del mercado que hacen que las PyMEs no enfrenten el mismo conjunto de elección que las grandes empresas, ii) que dichas imperfecciones generan conductas que afectan los principios de equidad.

En primer lugar, las imperfecciones que afectan al mercado financiero, principalmente de tipo informativo, hacen que las PyMEs y las grandes empresas no enfrenten las mismas condiciones. Por ejemplo en muchos casos la cantidad y el costo del financiamiento no dependen exclusivamente de la calidad de los proyectos, sino de otras condiciones como el ofrecimiento de garantías (en las que las empresas grandes tienen ventajas) y la posibilidad de ser evaluada a un costo razonable (acceder a una calificadora de riesgo), mecanismos que no están disponibles para las PyMEs.

Estas últimas, en el mejor de los casos acceden (a un costo alto) al financiamiento bancario debido a que estas instituciones son las que están mejor capacitadas para evaluar a este tipo de empresas. Sin embargo, esta misma situación puede ser excesivamente aprovechada por los bancos, ya que a medida que la relación comercial se prolonga en el tiempo y el banco tiene un mejor conocimiento de las características de la empresa, tendría que observarse una reducción de la prima informativa que se carga al costo del financiamiento. No obstante, la institución bancaria sabe que la empresa tiene pocas posibilidades de acceder a otras fuentes de fondos, o hacerlo a un costo muy alto hasta tanto la nueva entidad no adquiera un conocimiento adecuado respecto de la actividad de la empresa. Así, esta “falta de competencia” lleva a que el banco reduzca la prima informativa en una cuantía menor a la que justificaría la mayor cantidad de información. En cambio, la posibilidad de captura es menor para las grandes empresas debido a que las mismas enfrentan menos costos al momento de cambiar de fuente de financiamiento (otro banco, acciones u obligaciones negociables, son algunas de las principales opciones).

Además, hay que tener en cuenta que, cuando se restringe el crédito bancario son las empresas pequeñas y medianas las más perjudicadas ya que se produce un “vuelo hacia la calidad”. Los bancos prefieren prestarle a las grandes firmas debido a que son las

menos conflictivas desde el punto de vista informativo y a su vez poseen las mejores garantías.

Si bien la conducta de los intermediarios financieros puede considerarse óptima desde el punto de vista privado (prestarle a los menos riesgosos), socialmente no lo es: (i) no existe garantía de que los fondos se destinen a las inversiones más productivas; (ii) se reduce la competencia y (iii) la desigualdad en la posibilidad de elección lesiona los principios de equidad.

¿Ahora, podría considerarse que el mercado de obligaciones negociables y acciones no realiza este tipo de discriminación que lesiona los principios de equidad? Hay quienes consideran que este tipo de mercados tiene mayores dificultades para resolver el problema informativo que afecta a las PyMEs, por ende, esta fuente de financiamiento se encuentra severamente restringida. No obstante, podría argumentarse que la existencia de un mercado secundario muy líquido incentivaría el financiamiento de este tipo de empresas ya que el inversor puede desprenderse rápidamente y a bajo costo de la obligación negociable o la acción que posee. Esta posibilidad de “salida” hace que el inversor enfrente menores riesgos y por ende esté dispuesto a financiar a estas empresas (esta posibilidad no se encuentra disponible para los bancos). En conclusión, a pesar de persistir los problemas informativos, un mercado de capitales líquido podría disminuir la “falta de competencia” y aminorar la posibilidad de captura de las Pymes por parte de los bancos.

Los ejemplos anteriores reflejan desigualdad en las posibilidades de elección y esto afecta la equidad. Pero hay un segundo canal por el cual el desigual impacto de las restricciones financieras lesionan los principios de equidad. Por ejemplo cuando las PyMEs encuentran severamente restringido su acceso al crédito pueden verse obligadas a tener que contraer su nivel de actividad o directamente a salir del mercado. En cualquiera de los casos se produce una destrucción de puestos de trabajo que agudiza los problemas de desempleo (siempre que los trabajadores que perdieron su empleo no sean incorporados por otros sectores o voluntariamente abandonen el mercado laboral). De esta manera, el incremento del desempleo acciona uno de los canales mediante el cual las restricciones financieras que enfrentan las PyMEs derivan en un problema de equidad. Esto ocurre dado que el trabajo asalariado no sólo constituye la forma a través de la cual el individuo obtiene recursos para la satisfacción de sus necesidades materiales; también es un instrumento que permite la realización personal y la inserción en la sociedad, entre otros factores. Como

destaca Sen (1997), la pérdida de la libertad y la exclusión social, el deterioro de las aptitudes profesionales, los daños psicológicos, la pérdida de la motivación, la ruptura de las relaciones sociales y quebranto de la vida familiar, son algunas de las consecuencias que trae aparejado el desempleo. Por estas razones, a pesar de que se compensara la pérdida de ingresos, difícilmente pueda pensarse que las posibilidades de elección de estos individuos no se vean severamente afectadas.<sup>34</sup>

Otro ejemplo de lo anterior lo constituye la informalidad, característica en los países de América Latina. Es posible pensar que una empresa que no posee un flujo estable de fondos y se encuentra restringida financieramente, pretenderá minimizar la existencia de rigideces que, en una situación de demanda baja resten fondos para la financiación de su capital de trabajo. El pago de impuestos podría interpretarse como un factor de rigidez, por lo tanto, la informalidad puede verse como un mecanismo para superar dicha inflexibilidad. En esta situación, los intermediarios financieros encuentran aún más riesgoso financiar empresas que presentan estas irregularidades en sus compromisos fiscales. En definitiva se agudiza un círculo vicioso de mayor evasión y más racionamiento del crédito, situaciones en conflicto con los principios de equidad.

### 3.2.2. La regulación financiera y la forma de crecimiento

Más allá de que un mayor desarrollo relativo del mercado de capitales puede tener connotaciones positivas sobre la forma de crecimiento, de ningún modo se puede pensar en prescindir del sistema bancario. En este sentido, el perfeccionamiento del sistema bancario puede ser un objetivo de política equiparable y complementario al de propender un mayor desarrollo del mercado de capitales doméstico.

Dentro de los determinantes de la eficiencia del sistema bancario se encuentran cuestiones institucionales (ligadas a la cultura, la tradición legal, etc.), razones ligadas a la política macroeconómica (esencialmente aquellas que determinan la exposición del sistema bancario a shocks externos y los grados de libertad de la política monetaria para contener sus efectos, por ejemplo: esquema cambiario, grado de apertura de la cuenta de capital, etc.), cuestiones espe-

---

<sup>34</sup> Sen (1997) afirma que, “...si la penuria de ingresos fuera el único origen del sufrimiento que acompaña el desempleo, podría afirmarse que éste ha dejado de ser un grave mal gracias al amparo generoso del Estado”.

cíficas de la política regulatoria del sistema financiero (exigencias de liquidez y de capital, efectos sobre la concentración bancaria), características propias del sistema bancario considerado (capacidad gerencial, grado de concentración), así como cuestiones vinculadas a la situación económica del sistema productivo (morosidad, exposición cambiaria, etc.).

Dentro de este grupo de cuestiones, las atinentes a la política regulatoria y a la política macroeconómica, constituyen las variables de control más claramente definidas para la actualización del Estado, aunque en el caso de las economías emergentes el grado de control sobre la política macro es menor. A su vez, la configuración del sector bancario, especialmente en cuanto al grado de concentración, puede ser influida por la política macro y por la regulación.

Por otro lado, la eficiencia del sistema bancario puede ser evaluada en función de dos cuestiones fundamentales: la inestabilidad sistémica y el costo de la intermediación. Este último elemento está compuesto tanto por el spread de tasas pasivas y activas como por las posibles pérdidas en que incurra el sector público al tratar de reducir la inestabilidad sistémica.

La raíz de la inestabilidad sistémica se encuentra en las funciones de creación de liquidez y de multiplicación de los medios de pago. El banco tiene la mayoría de sus obligaciones con vencimiento en el corto plazo y gran parte de sus derechos con vencimientos en el largo plazo. Es esta estructura de vencimientos la que hace a los bancos sensibles a las corridas bancarias. La misma puede ser una corrida fundamentada, cuando sucede porque las características de la entidad afectada son malas, o una corrida no fundamentada cuando se produce por efecto contagio en un contexto de asimetrías informativas. Si estos bancos no poseen la liquidez necesaria para devolver los depósitos, la crisis se extiende y se produce una corrida. Así, los problemas de solvencia de una entidad en particular pueden derivar en una crisis sistémica que vía reducción del crédito termina afectando la actividad del sector real. Debido a esto, es que los gobiernos han regulado el funcionamiento de los sistemas bancarios, especialmente con posterioridad a la Gran Depresión de 1930.

Debe destacarse que la mayoría de las políticas no tienen un efecto indiscutido sobre la eficiencia. Por ejemplo, una banca relativamente estrecha (elevados requisitos de liquidez y de capital) puede reducir la inestabilidad sistémica pero también elevar el costo de la intermediación. Su idoneidad depende de las necesidades de cada sistema en particular.

Por otro lado, diferentes instrumentos pueden conducir a soluciones en principio similares desde el

punto de vista de la eficiencia. Por ejemplo, en un sistema donde la política monetaria cuente con suficientes grados de libertad como para cumplir con las funciones de prestamista de última instancia, puede optar por tres caminos alternativos para elevar la estabilidad sistémica: i) puede generar señales creíbles que indiquen que el banco central actuará garantizando la liquidez del sistema y afrontar de este modo el costo fiscal contingente ocasionado por el posible rescate de entidades insolventes; ii) alternativamente, puede imponer a través de la regulación elevados requisitos de liquidez, de modo que la reserva de liquidez sea cumplida por los propios bancos, y afrontar el costo de un mayor spread de tasas.<sup>35</sup> iii) o adicionalmente, la política económica puede propender a un determinado grado de concentración del mercado bancario. En este sentido, puede decirse que una mayor concentración bancaria puede conducir a una mayor estabilidad sistémica,<sup>36</sup> pero puede generar riesgos sobre una menor competencia o, alternativamente, sobre una menor especialización bancaria.

En los países emergentes, la garantía pública de liquidez suele no estar disponible ya sea por la falta de grados de libertad en la política monetaria, por deficiencias en la supervisión bancaria o por la vigencia de una fuerte restricción fiscal. A su vez, los problemas de inestabilidad financiera son más severos. Diversos estudios sostienen que la profundidad y desarrollo del sistema financiero, en particular del sistema bancario, es un determinante fundamental del grado de volatilidad que enfrenta una economía. A su vez, la inestabilidad macroeconómica condiciona el proceso de intermediación financiera. Estimaciones de Gavin (1997) indican que en Latinoamérica, la debilidad del sistema financiero explica aproximadamente el 20% de la volatilidad observada en el PIB. En los países emergentes y en particular en Latinoamérica, el sistema financiero ha tendido a amplificar los shocks. En épocas de auge se producen importan-

<sup>35</sup> Naturalmente, la conveniencia de cada instrumento depende de las características de cada sistema, tales como: situación fiscal o capacidad de gestión de la supervisión bancaria. En aquellos casos donde la supervisión bancaria sea deficiente, el costo fiscal contingente derivado de una garantía pública de liquidez puede resultar mucho más elevado que el costo de mayores spreads causado por elevadas reservas de liquidez en los bancos.

<sup>36</sup> Esto sería así siempre que no existan garantías públicas implícitas para los grandes bancos. La presunción de parte de estas entidades de que la autoridad monetaria no las dejará caer porque son "demasiado grande como para quebrar" puede llevar a conductas irresponsables que actúan en contra del objetivo de elevar la estabilidad sistémica.

tes ingresos de capitales que expanden el crédito e incrementan el precio de los activos. La mayor disponibilidad de fondos y su menor costo acentúan la expansión del nivel de actividad.

De este modo, las posibilidades de elección se reducen. Por el lado de la política regulatoria, dichas posibilidades se circunscriben sólo a dos aspectos: en primer lugar, siempre está vigente la elección de más eficiencia en términos de un bajo riesgo de inestabilidad sistémica y menos en términos de bajos spreads y viceversa (esta elección naturalmente depende del grado de exposición del sistema a shocks externos). Por el otro, aunque acotada, puede plantearse una decisión instrumental sobre cómo elevar la estabilidad sistémica. En este caso, las cuestiones a evaluar serían: en primer término, si la función de estabilización sistémica que se le suele asignar a la regulación prudencial puede ser cumplida por otros elementos, por ejemplo una banca más concentrada; en segundo término se debe evaluar si el costo de una banca estrecha es superior al de un sector bancario concentrado.

En tanto que por el lado de la macro, uno de los pocos caminos disponibles consiste en reducir la exposición del sistema a shock externos. En este sentido, la variable de elección sería el grado de apertura de la cuenta de capital, o dicho en otros términos, la posibilidad de controlar ingresos y/o egresos de capitales, especialmente los de corto plazo. La cuestión a evaluar sería la eficacia de los controles.

**Regulación Bancaria.** Los procedimientos tradicionales de intervención pusieron el énfasis en la garantía pública (prestamista de última instancia y seguro público de depósito) y no tanto en la regulación prudencial. Estos instrumentos públicos han sido criticados porque motivan comportamientos irresponsables por parte de los agentes del sistema. Así, en el caso de un seguro de depósitos, los ahorristas colocarían sus recursos en los bancos que paguen una mayor tasa (que implica mayor riesgo) sin importarles la posibilidad de perderlos ya que están asegurados. En tanto que, cuando hay prestamista de última instancia, los bancos cuando prestan evalúan de forma deficiente al cliente, debido a que frente a un problema el banco central le suministra todos los recursos que necesita. Así, se arriba a un esquema relativamente estable y con buena capacidad prestable, pero con un elevado costo fiscal contingente debido a comportamientos “non santos” de parte de los bancos, en gran medida impulsados por el deficiente esquema de incentivos establecidos por esta forma de regulación.

Como reacción a estos problemas se ha producido una redefinición de la regulación (regulación pruden-

cial, “banca estrecha”, “mutual fund banking” y reformulación del esquema de garantías de depósitos hacia un sistema de garantía privada).

**Regulación prudencial.** Este tipo de medidas pone énfasis en la prevención de crisis bancarias y no tanto en la contención de las mismas. Las principales medidas son las siguientes: a) Monitoreo, disseminación de información y reportes periódicos sobre el sistema bancario; b) Imposición de límites prudenciales (exigencia de ciertos ratios en los balances de los bancos; estas limitaciones son analizadas con más detalle en el punto siguiente dentro de lo que se conoce como banca estrecha); c) Reglas claras para la calificación crediticia, valuación de activos, provisiones e identificación de ingreso de los prestatarios; d) Exigentes normas para el manejo del riesgo y en los sistemas contable y de control; e) Existencia de fuertes requisitos de liquidez, controles internos efectivos y un apropiado balance entre riesgo y rendimiento efectuado por los bancos; f) Establecimiento de una política bien definida para cierres o reestructuración de entidades débiles, poco capitalizadas o insolventes; g) Existencia de una red de seguro financiero que limite las distorsiones que puede ocasionar el sector público al incentivar comportamientos de riesgo moral (por ej., en seguro de depósitos y facilidades de prestamista de última instancia) (FMI, 1998).

**Banca estrecha.** La discusión sobre estrechez del sistema bancario se desarrolla en torno de la conveniencia o no de contar con requisitos de liquidez. En general, cuanto más elevados son los requisitos de liquidez, mayor es la estabilidad del sistema y menor la capacidad prestable, con lo que la restricción crediticia (reducida disponibilidad de financiamiento y elevado costo del mismo) probablemente afecte a un número mayor de agentes, especialmente aquellos que basan su financiamiento exclusivamente en el sistema bancario local. La implementación estricta de un esquema de banca estrecha implicaría requisitos de liquidez del 100% de los depósitos, esto también implicaría un capital mínimo del 100% de los préstamos (Burnham, 1991). Los fondos de los depositantes sólo podrían utilizarse para comprar activos altamente líquidos (títulos públicos y depósitos en el banco central, por ejemplo). En un esquema de este tipo, la expansión del crédito resulta sensiblemente menor porque los bancos deben buscar recursos para prestar a través del mercado de capitales y esto claramente implica una mayor rigidez en el sistema. La capacidad prestable dependería fundamentalmente del desarrollo del mercado de capitales. En las economías emergentes esto es un dato relevante ya que dado el escaso desarrollo de ese mercado existe el riesgo de que el

crédito se vea severamente resentido. Adicionalmente, la restricción crediticia podría llevar a que los depositantes se trasladen a otras instituciones no reguladas y por lo tanto el problema se desplazaría de institución, con el agravante que tenderían a desaparecer las entidades reguladas.

*Mutual fund banking.* En forma similar a lo que sucede entre banca estrecha y requisitos de liquidez, mutual fund banking se relaciona con los requisitos de capital. En este caso, el problema de la inestabilidad bancaria en vez de ser resuelto a través de una mayor liquidez de los activos, sería atacado a través de un mayor grado de contingencia en los pasivos de dichas entidades. En el extremo, el fondeo de las entidades de este tipo, no sería a través de depósitos cuyo valor nominal es fijo, sino a través de cuotas partes cuyo valor depende del valor que toma la cartera de activos del banco. El costo de pasar a un sistema de este tipo sería soportado por el ahorrista quien tal vez no esté dispuesto a dejar de gozar la tranquilidad que le brindan depósitos de valor nominal fijo. A pesar de ello, este tipo de mecanismo puede ser visto como un instrumento complementario del sistema bancario tradicional, capaz de acercar financiamiento a sectores donde este último no llega o lo hace a un alto costo debido a la pesada carga que le impone la regulación prudencial.

*Redefinición del sistema de garantías.* El principal problema asociado a un sistema de garantía es que tiende a generar una cierta despreocupación de los ahorristas respecto de dónde depositan su dinero. La garantía les asegura que recuperarán sus fondos independientemente de lo que suceda con el banco receptor del depósito, de este modo, sólo se interesan por obtener la mayor tasa posible sin importar el riesgo de dicha entidad financiera. Para solucionar este problema se han tratado de introducir costos para los ahorristas en función del riesgo de la entidad. En este sentido se pueden mencionar las siguientes alternativas: *Devolución fraccionaria* (en caso de quiebra de la entidad el ahorrista recupera sólo un determinado porcentaje de sus depósitos); *Limitaciones según monto depositado* (sólo se garantizan los depósitos inferiores a determinado monto) *Límites en función del riesgo* (consiste en fijar una tasa de referencia por debajo de la cual los depósitos están incluidos dentro del sistema de garantías); *Costo del seguro dependiente del riesgo* (este tipo de medidas establece primas variables, que dependen de una serie de indicadores de solvencia de cada banco -capital mínimo, rentabilidad, características de la cartera de préstamos-); *Gestión privada* (se busca evitar el alto costo fiscal

asociado al seguro público e introducir mejores pautas de gestión dentro de la actividad aseguradora).

Costos de la regulación prudencial. Los que están en contra de controlar el movimiento de capitales, asignan a la regulación prudencial toda la responsabilidad de limitar la vulnerabilidad de la economía ante cambios en el flujo de capitales. No obstante, estas recomendaciones no tienen en cuenta una serie de efectos negativos.

Por un lado, si bien una regulación bancaria rígida (y eficiente) permite obtener un sistema financiero más sólido, con las consecuentes ganancias en términos de una menor volatilidad (financiera y real), puede traer aparejado ciertos inconvenientes desde el punto de vista de la *forma* de crecimiento. Por ejemplo, los requisitos de liquidez al obligar a los bancos a invertir parte de los fondos captados en activos líquidos y seguros reducen la proporción de los pasivos que pueden destinarse a los préstamos. Los sectores más afectados son aquellos que no tienen opciones de financiamiento alternativo al crédito bancario (IERAL, 1999).

De este modo, la reducción en el riesgo sistémico conseguida a través de la regulación prudencial no sería un indicador relevante de la disminución en el costo financiero de un país, ya que innumerables sectores no podrían acceder a tales beneficios debido, precisamente, a que dicha disminución del riesgo se lograría a expensas de su exclusión del sistema.

Adicionalmente, el ingreso masivo de capitales de corto plazo puede afectar negativamente la salud del sistema bancario, independientemente de los recaudos que tome la regulación prudencial. El mecanismo sería la elevación artificial de los precios de bienes inmobiliarios y acciones (que actúan como garantía crediticia) con el consiguiente deterioro que se produce en los balances de los bancos cuando la huida de capitales desinfla tal burbuja.

Ante este problema, la regulación bancaria no atenua tales efectos negativos por más prudente que sea la misma, en tanto que ciertos controles sobre el flujo de capitales podrían realizar aportes significativos. De este modo se establece una relación de complementariedad que puede contribuir a reducir la inestabilidad en los países emergentes.

Costos de la concentración bancaria. Otra cuestión importante es el cambio en las regulaciones y los efectos de la concentración bancaria. Concretamente el incremento en los requisitos de capital lleva a una mayor concentración del sistema bancario. Esto puede inducir mayor estabilidad, especialmente si tal concentración se da a través del ingreso de grandes bancos extranjeros. A su vez, puede elevar la competencia

y, potencialmente, la eficiencia del sistema financiero a través de menores spread. No obstante, para que esto ocurra, la mayor concentración debe ir acompañada de una menor diferenciación en el producto que lleva a los bancos a competir más intensamente vía precios. (Schargrodsky y Sturzenegger, 1998).

Sin embargo es importante tener en cuenta que la menor especialización derivada de una reducción en el grado de diferenciación puede hacer que ciertos agentes económicos vean severamente restringido el acceso al crédito, en particular aquellos que presentan un mayor problema informativo, por ejemplo las PyMEs. La mayoría de estas empresas dependen de la existencia de un banco local que conozca su realidad económica y financiera y por ende, esté dispuesto a prestarle en condiciones razonables.<sup>37</sup> Si la concentración implica la desaparición de estas entidades la restricción financiera que enfrentan estas empresas puede hacer que su permanencia en el mercado se torne inviable. Peor aún impediría el surgimiento de nuevos proyectos.<sup>38</sup>

Además, en muchos casos la dinámica de las economías regionales depende fundamentalmente de la actividad de pequeñas y medianas empresas, en tanto que la desaparición de entidades bancarias locales (por la vía mencionada previamente) puede afectar negativamente la equidad interregional.

El tema de los efectos de las concentraciones bancarias sobre la disponibilidad de crédito a las pequeñas y medianas empresas ocupa un importante lugar en la literatura. En general se observa como regularidad empírica que los grandes bancos, respecto a los bancos regionales o cooperativos, dedican una menor proporción de sus activos hacia las pequeñas y medianas empresas. Esto puede ocurrir en parte debido a que los bancos chicos generalmente no pueden hacer grandes préstamos debido a límites legales y problemas de diversificación. Además para los grandes bancos puede ser demasiado costoso proveer servicios que se basan en una asidua relación -que implica un íntimo conocimiento que se gana a través de una relación duradera con la PyME, su propietario y su mercado- conjuntamente con servicios financieros de los mercados de capitales en los cuales los grandes bancos tienden a especializarse.

---

<sup>37</sup> Un estudio realizado por la CEPAL (1996) concluye que, en el caso de financiamiento de exportaciones de las PyMEs, un factor importante de acceso al crédito fue la relación entre el banco y la empresa.

<sup>38</sup> Teorías recientes sobre las finanzas de las PyMEs (Berger y Udell, 1998) establecen que los problemas informativos que caracterizan a estas empresas son más profundos en las etapas iniciales.

Los efectos de las concentraciones bancarias sobre la oferta de crédito a PyMEs no sólo depende del tamaño y complejidad organizacional de la nueva institución fusionada, sino también de otros cambios dinámicos en su comportamiento, incluyendo posibles modificaciones en el focus organizacional de estas instituciones. El hallazgo más común de varios estudios es que la concentración de grandes organizaciones bancarias tiende a reducir los préstamos a las pequeñas empresas, mientras que la concentración de bancos chicos tiende a incrementar los préstamos a pequeñas empresas, pero hay excepciones a estos resultados. (Berger y Udell, 1998 y referencias allí citadas).

El cambio total en la oferta de crédito a las pequeñas empresas debido a las concentraciones depende de la reacción de otros prestatarios. Estas reacciones no solo deben considerar la cantidad de crédito sino también las condiciones del mismo.

El control de capitales. A nivel teórico, quienes defienden la libre movilidad de capitales se basan en las ideas del libre comercio. La liberalización de la cuenta de capital brinda sustanciales beneficios en facilitar una asignación eficiente del ahorro a nivel global y direcciona los recursos hacia sus usos más productivos (Edwards, 1999; FMI, 1999). También se enfatiza que los controles de capital no tienen efectividad en el mediano-largo plazo, sino más bien pueden retardar reformas estructurales necesarias para el logro de un crecimiento que pueda sostenerse en el tiempo.

En oposición, numerosos analistas han argumentado que la globalización financiera ha ido demasiado lejos y que la libre movilidad de capitales ha creado un sistema financiero internacional altamente inestable. En un contexto de información imperfecta, es probable que la libre movilidad de capitales amplifique las distorsiones existentes, genere problemas de riesgo moral y excesiva toma de riesgos, desencadenando crisis mayores y más costosas (Bhagwati, 1998 y Cooper, 1998). Aquellos países que no formen una unión monetaria o establezcan un régimen de libre flotación deberán establecer algún tipo de control al movimiento de capitales (Krugman, 1999).

La idea de limitar los flujos de capitales a fin de reducir la inestabilidad macro no es nueva. En la década del '70 Tobin propuso establecer un impuesto global a las transacciones a fin de reducir los efectos desestabilizantes de la especulación financiera. No obstante, dicho impuesto es efectivo (reduce la especulación) siempre que el mismo sea adoptado por todos los países simultáneamente, lo cual es inviable desde el punto de vista técnico y político (Eichengreen y Wyplosz, 1993).

Durante los '90 se han utilizado dos tipos de restricciones: *controles sobre la salida* de capitales similares a los establecidos en Malasia a mediados de 1998; *controles a la entrada* de capitales semejantes a los implementados en Chile en el período 1991-1998.

El control a la salida de capitales destinado a manejar crisis bancarias y financieras, puede adquirir dos formas. Uno de tipo preventivo que se establece cuando un país enfrenta problemas severos de balanza de pagos pero que aún no se encuentra en crisis cambiaria. Impuestos sobre la remisión de fondos al exterior, tipos de cambios duales y prohibición de transferencias de fondos son algunas de las medidas características de este tipo de restricciones orientadas a reducir la pérdida de reservas y darle tiempo a las autoridades para tomar medidas correctivas y de defensa contra los especuladores. Según Edwards (1999), la evidencia indica que este tipo de políticas no han sido efectivas, ya que el sector privado encuentra mecanismos para evadir las mismas<sup>39</sup> (Corea 1997 y Brasil 1998 representan un ejemplo de la ineffectividad de las mismas). El segundo tipo de medidas tendientes a reducir la salida de capitales son aquellas que se imponen una vez que la crisis se ha producido. El establecimiento temporario de restricciones durante una crisis permite reducir las tasas de interés, implementar políticas pro-crecimiento y reestructurar el sector financiero (Krugman, 1998). Malasia siguió este camino en el período 1998-99. Aunque es demasiado prematuro evaluar sus efectos, parecería ser que estas medidas fueron adecuadas. No obstante, Edwards (1989) sostiene en base a un estudio de economías en desarrollo que “dos tercios de los países que establecieron este tipo de restricciones presentaron un comportamiento no satisfactorio en el crecimiento del producto en el período inmediato posterior a la crisis”.

Luego de la crisis del este asiático, el control a la entrada de capitales ha adquirido más adeptos. Este tipo de medidas tiene como objetivo proteger a los países emergentes de la especulación internacional y a su vez garantizarles cierta independencia en su política monetaria. La experiencia chilena ha sido la que atrajo la mayor atención. Las políticas implementadas en Chile tendientes a incentivar el ingreso de capitales de largo plazo en detrimento de los de corto, permitió que este país alcanzara niveles record de crecimiento y estabilidad (Stiglitz, 1999).

Por último, como resalta Rodrik y Velasco (1999), no es posible al mismo tiempo enfatizar que la regulación prudencial y la transparencia son parte de la solución y sostener al mismo tiempo que los controles de capitales no pueden funcionar a causa de que son fácilmente evadidos por corrupción, ingeniería financiera u otros mecanismos. Ya que si los capitales pueden evadir los controles de este último tipo, ellos seguramente también pueden sortear las mayores regulaciones prudenciales.

Por lo tanto, la evidencia y la teoría no brindan una posición concluyente en cuanto a los beneficios asociados al control o liberalización de los flujos de capitales. No obstante, un mayor consenso se produce al momento de sostener que la implementación de medidas orientadas a una mayor liberalización de la cuenta de capitales no se pueden dar en un contexto de fuertes desequilibrios fiscales y macroeconómicos, escaso comercio de bienes y un sistema financiero doméstico que no intermedia adecuadamente. Sobre este último punto es quizás donde se ha puesto un mayor énfasis. Si bien por un lado, la liberalización de los flujos de capitales no puede llevarse adelante hasta tanto los problemas de riesgo moral asociados al sector financiero sean eliminados (Mc Kinnon, 1991), la existencia de una pobre regulación del sector bancario puede permitir un uso inadecuado de los fondos externos (Edwards, 1999). Los argumentos anteriores realzan las relaciones de complementariedad que existen entre la regulación prudencial y el control al ingreso de capitales de corto plazo. Una buena regulación prudencial mejora el contexto para una implementación efectiva de dichos controles. En tanto que el control de capitales de corto plazo, al reducir la volatilidad del mercado de activos y de la base monetaria, atenúan el riesgo del sistema financiero y, con ello, las presiones sobre una regulación prudencial demasiado rígida. Esto, en definitiva, puede implicar menores costos para la intermediación financiera.

### 3.3. ALGUNAS REFLEXIONES

En suma el sistema financiero afecta la tasa de crecimiento, pero también afecta la forma en la que se crece. Las distintas formas de financiamiento (acciones, bonos, deuda bancaria) tienen diferentes efectos sobre la volatilidad y la equidad, pero tal vez el mayor problema sucede cuando ciertos instrumentos no existen o están insuficientemente desarrollados. Esta ausencia de alternativas propicia el surgimiento de “falta de competencia”, conductas de “captura” y “vuelo hacia la calidad”.

---

<sup>39</sup> Edwards y Santaella (1993) analizaron un gran número de crisis cambiarias, estableciendo que en el 70% de los casos en los cuales se establecieron este tipo de controles, la salida de capitales se incrementó.



Las regulaciones también afectan la forma de crecer. En algunos casos la reducción en el riesgo sistémico conseguida a través de la regulación prudencial no sería un indicador relevante de la disminución en el costo de

financiamiento de un país, ya que innumerables sectores no podrían acceder a tales beneficios debido, precisamente, a que dicha disminución del riesgo se lograría a expensas de su exclusión del sistema.

## Capítulo 2

# Financiamiento y Crecimiento en Argentina

### 1. INTRODUCCION

El capítulo anterior ha planteado un marco teórico y conceptual sobre la relación entre ahorro, financiamiento y la cuantía y forma del crecimiento. Si bien el mismo ha sido general, los temas seleccionados fueron sesgados por la situación argentina, en la cual, como se dijo en la introducción, el período de crecimiento experimentado en los noventa ha dejado una sensación de insatisfacción, a pesar de haber sido uno de los más importantes de la historia, por lo menos en términos cuantitativos. Es ahí donde se considera necesario analizar otra dimensión del problema y se agrega la cuestión de la *forma*.

Una vez planteado ese problema en un terreno normativo, es necesario completar dicho enfoque con un análisis puramente positivo. Eso es lo que persigue este capítulo, donde se intentará mostrar los hechos más relevante para la hipótesis de este trabajo respecto a la evolución de la economía argentina en los noventa. No parece necesario reiterar datos de crecimiento, equidad y volatilidad, ya que han sido extensamente tratados en otros trabajos. El énfasis se hará en las principales variables relacionadas con el ahorro y el sistema financiero.

Estos hechos en conjunto con el marco planteado anteriormente, brindará las bases para realizar algunas recomendaciones de política. Al igual que el anterior, este capítulo se divide en dos partes: la primera describe el comportamiento del ahorro agregado y la segunda sintetiza la evolución del sistema financiero.

### 2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO AGREGADO

#### 2.1. ESTRUCTURA DE AHORRO Y SUS DETERMINANTES

Como se ha visto en el primer capítulo, la inversión (en trabajo, en capital físico y humano y en investigación) es la forma a través de la cual la economía lleva a cabo el proceso de acumulación que da origen al crecimiento económico. Para que dicha inversión sea llevada a cabo resulta indispensable disponer de recursos para financiarla, es decir, se

requiere que exista ahorro ya sea de agentes locales o externos.

También se ha visto que el ahorro, según su tipo, tiene distintos determinantes y que los mismos no necesariamente son de naturaleza económica sino también demográfica, institucional y política. Ahora bien, la importancia de cada tipo de ahorro no sólo tiene que ver con la interacción de dichos determinantes, sino también se encuentra influenciada por el contexto en el que se desarrolla el proceso de acumulación. En particular, diversos estudios<sup>40</sup> muestran que países que realizaron profundas reformas económicas<sup>41</sup> (entre ellos los países del sudeste asiático), tuvieron elevados déficit de cuenta corriente por un período de tiempo más o menos extenso, de modo que luego de dichas reformas el ahorro externo se ha erigido en una importante fuente de financiamiento.

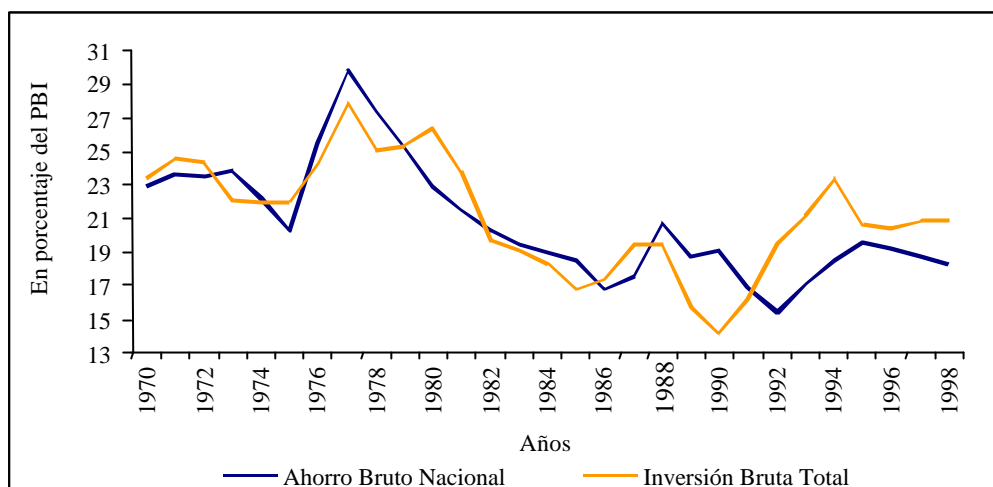
En el caso argentino puede observarse que a inicios de la década del '90, la estructura de ahorro se modificó considerablemente. En efecto, durante varios años la economía permaneció cerrada (o semi-cerrada) al comercio internacional y al movimiento internacional de capitales (años '70 y gran parte de los '80) y por lo tanto la inversión y el ahorro interno siguieron un patrón similar. Durante la década del '90, luego de las reformas económicas realizadas (convertibilidad, apertura de la economía, desregulación, inicio de reforma del Estado), el sector externo pasó a tener un papel importante en el proceso de acumulación argentino dando lugar a una marcada divergencia entre la inversión y el ahorro en ese período.

Como puede observarse, durante los años noventa ambos agregados presentan una tendencia creciente, aunque con fuertes fluctuaciones que muestran el impacto de los shocks externos sobre la evolución de dichas variables. Si se descompone el ahorro interno en privado y público puede advertirse que, en promedio, los tres sectores (privado, público y externo) presentan un ahorro positivo para el período 1991-1998 y que tal como ocurre en la mayoría de los países del mundo, la mayor parte del ahorro total proviene del sector privado.

<sup>40</sup> Por ejemplo pueden consultarse los trabajos de Cottani y Llach (1993) y Dayal-Gulati y Thimann (1997).

<sup>41</sup> Reforma del Estado, instauración de mercados e integración a la economía mundial.

**GRAFICO N° 1**  
**ARGENTINA. AHORRO NACIONAL E INVERSION. 1970-1998**



Fuente: FIEL (1996) y Ministerio de Economía.

**CUADRO N° 8**  
**ARGENTINA. ESTRUCTURA DE AHORRO. PROMEDIO 1991-1998**  
(En porcentaje del PBI)

(Inversión pública - Ahorro público)	+	(Inversión privada - Ahorro privado)	-	Ahorro externo
2,5		0,4		17,9
				17,6
				2,4
<b>Ahorro público neto</b>		<b>Ahorro privado neto</b>		<b>Ahorro externo</b>
-2,1		-0,3		2,4

Fuente: elaboración propia en base a FIEL (1996) y Ministerio de Economía.

Sin embargo, en términos netos<sup>42</sup> tanto el sector público como el privado son deficitarios, mientras que el sector externo resulta ser el único superavitario. Cuando se compara la importancia relativa de cada uno se verifica que en el agregado el ahorro externo ha financiado fundamentalmente el desahorro neto del sector público.

**Ahorro externo.** Como se mencionó anteriormente, el cambio en la importancia relativa del ahorro externo argentino es un resultado que se verifica en varios países que han realizado reformas económicas similares. Dichas reformas crean condiciones atractivas para el ingreso de capitales externos al recrear un ambiente económico estable (y por lo tanto más previsible) que impacta positivamente sobre las posibilidades de inversión de la economía y la credibilidad del gobierno. De este modo, el déficit de cuenta corriente aparece como una consecuencia lógica del

cambio de escenario económico experimentado por Argentina luego de la salida del proceso hiperinflacionario, el afianzamiento de la estabilidad y el consecuente acceso al financiamiento externo.

Ahora bien, de acuerdo a lo observado en el capítulo anterior, los factores que originan el ingreso de capitales determinan también sus características, en particular, si se trata de activos de mayor o menor grado de liquidez. En consecuencia, no sorprende que la mayor parte del financiamiento externo que recibió el país durante los años noventa haya estado conformado por activos de largo plazo (es decir, de liquidez relativamente baja). En efecto, si se toma el promedio para la década del '90 puede verificarse que el 55% del ahorro externo ha estado conformado por deuda de largo plazo, un 20% por inversión extranjera directa, mientras que el resto se ha repartido entre distintos activos de corto plazo que podrían agruparse en deuda de corto plazo (15%) y acciones (10%).

Este proceso de ingreso de capitales estuvo acompañado por una tendencia ascendente del ahorro interno, aunque con fuertes fluctuaciones; cayó durante los

<sup>42</sup> Es decir, considerando la diferencia entre las erogaciones totales (tanto de consumo como de inversión) y los ingresos totales.

primeros años de la década (hasta 1992) y se recuperó posteriormente, descendiendo nuevamente luego de la crisis mejicana del año 1995. Para comprender tal desempeño debe tomarse en consideración no sólo la evolución de los factores determinantes del ahorro interno sino también el contexto (en cuanto a la etapa de desarrollo, vigencia de los efectos del plan de estabilización de precios, etc.) en el cual dicho desempeño se produce.

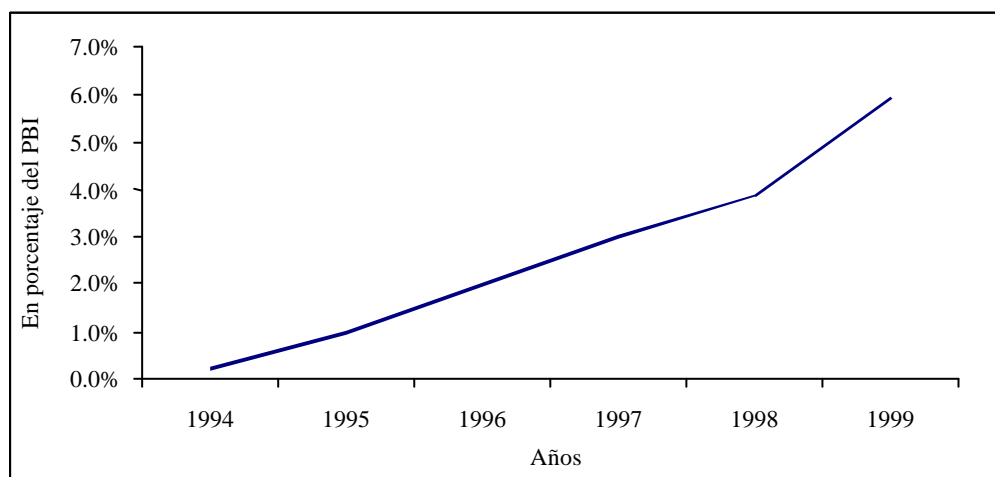
**Ahorro privado.** El ahorro privado ha tenido un comportamiento similar al del ahorro total. En los primeros años de la década del '90 se verificó un fuerte incremento del consumo interno que redundó en una caída del ahorro privado. Tres factores explicarían tal comportamiento. En primer lugar, la salida del proceso inflacionario produjo una revalorización de los activos reales y financieros que trajo aparejado un "efecto riqueza" positivo. En segundo lugar, se verificó una expansión del crédito derivada del ingreso de capitales externos que atenuó la restricción crediticia. Finalmente, se produjo una recomposición del stock de bienes durables y semidurables que se había pospuesto como consecuencia del reducido nivel de ingreso corriente y de la fuerte restricción de liquidez, vigente en el período previo a la estabilización de precios.

Cabría esperar que luego del impacto inicial, los factores anteriores hayan ido reduciendo su incidencia,

afectando positivamente el ahorro privado. Pero el crecimiento de dicho agregado a partir del año 1992 responde a otro grupo de factores. Entre ellos pueden distinguirse dos de naturaleza económica. Por un lado, la elevada tasa de crecimiento del PBI registrada durante el período se habría traducido en parte en un crecimiento del ahorro privado.<sup>43</sup> Por el otro, el afianzamiento de la estabilidad, la profundización de reformas estructurales y la reducción de cargas impositivas sobre el capital incrementaron la productividad de este factor, aumentando de ese modo la retribución del ahorro (hacia finales del año 1992 las tasas reales pasivas dejaron de ser negativas y comenzaron a incrementarse).

Existe un tercer factor que responde a una decisión de política económica y quizás sea el más importante. Según afirman diversos estudios (entre ellos FIEL, 1997), la reforma previsional de 1994 (que consistió en la sustitución parcial del régimen de reparto por uno de capitalización individual) ha contribuido en forma significativa al incremento del ahorro privado. Desde dicha reforma, año tras año, la cantidad de recursos destinados a la capitalización ha crecido en forma permanente producto del incremento en el número de aportantes a dicho sistema. Ello ha conducido a un fuerte crecimiento en el stock de fondos capitalizados; en 1999 su tamaño ascendió a casi el 6% del PIB.

**GRAFICO N° 2**  
**ARGENTINA. FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES. 1994-1999**



Fuente: Superintendencia de AFJP.

<sup>43</sup> Ello es así debido a que el crecimiento del producto en ese período fue tan elevado que en parte puede haber sido considerado como transitorio y en consecuencia, haber producido un incremento del ahorro privado.

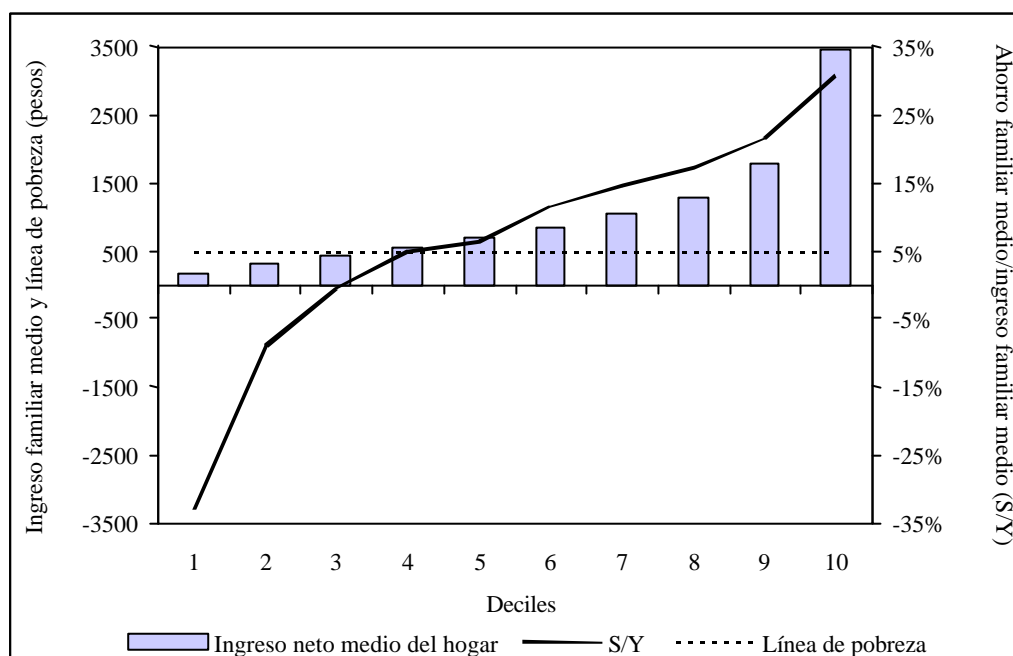
En el año 1995 la economía argentina sufrió un shock externo adverso que impactó negativamente sobre el ahorro privado. Dado que entre los efectos negativos de la crisis económica se produjo una fuerte reducción de la absorción interna (debido a la contracción del crédito que trajo aparejada) y que ello a su vez afectó negativamente al plano fiscal, el gobierno respondió incrementando impuestos. Como resultado, se produjo una caída del ingreso disponible que primero desaceleró el crecimiento del ahorro privado y luego, en 1996, lo redujo en términos absolutos.

En 1997, el ahorro privado culminó su ajuste a la baja, estabilizándose en torno al 19%. Hasta el mo-

mento no existen indicios claros acerca de su crecimiento a futuro.

Ahorro privado y distribución del ingreso en Argentina. De acuerdo a lo visto en el capítulo anterior, el ahorro privado puede dividirse en ahorro de las empresas y ahorro de las familias. En el caso argentino sólo el 19% del ahorro privado total corresponde a ahorro familiar (Cuadro N° 1). Adicionalmente, dicho ahorro no se distribuye en forma uniforme entre los distintos hogares sino que crece rápidamente con el nivel de ingreso. Más aún, mientras que los hogares de ingresos altos ahorran mensualmente más del 25% de su ingreso, los de ingresos bajos desahorran.<sup>44</sup>

**GRAFICO N° 3**  
**ARGENTINA. INGRESO FAMILIAR, LINEA DE POBREZA Y TASA DE AHORRO. 1996**



Fuente: elaboración propia en base a Encuesta Nacional de Gastos de Hogares.

<sup>44</sup> Este resultado debe interpretarse con cuidado; difícilmente pueda afirmarse que el desahorro de los deciles inferiores se debe a que los mismos adelantan consumo recurriendo al sistema financiero. Como es sabido, no todas las personas tienen acceso al sistema financiero y cabe esperar que aquellas de bajo nivel de ingreso no lo tengan. Sin embargo, es posible que el valor del consumo supere al del ingreso por otros motivos: en primer lugar, existe un problema de medición dado que muchas veces las familias se resisten a responder acerca de su nivel de ingresos y otras lo subdeclaran; en segundo lugar, muchos hogares llevan a cabo actividades productivas para autoconsumo (este tipo de actividades agrega valor a los bienes que luego consumen pero produce un flujo de ingresos como contrapartida).

Ahora bien, cuando se considera la distribución del ingreso familiar por decil se advierte que el 30% de los hogares se encuentra por debajo de la línea de pobreza; es decir, carecen de ingresos suficientes para acceder a la canasta básica de consumo (integrada por consumo alimentario y no alimentario). Coincidentemente, los hogares que se encuentran en tal situación son los que desahorran, hecho que realza la relevancia del consumo mínimo insustituible en la determinación del ahorro familiar. Esto implica que una redistribución progresiva del ingreso tendría un impacto negativo sobre el ahorro familiar agregado debido a que es altamente probable que el consumo de los hogares más pobres se incremente en una magnitud similar a la transferencia recibida.<sup>45</sup> Por otro lado, realza la importancia de la restricción social como condicionante para la elevación del ahorro familiar.

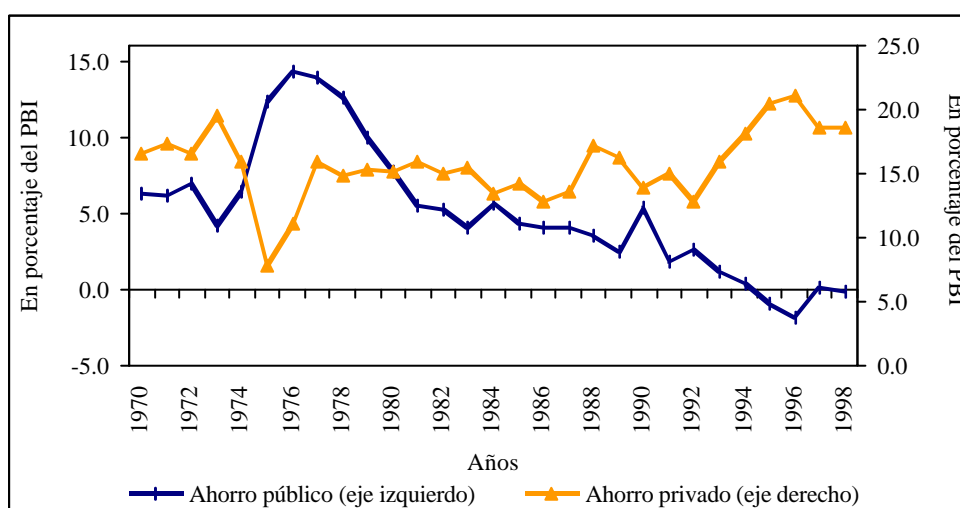
La relación entre el ahorro privado y el ahorro público. Como se mencionó en el primer capítulo, la

evidencia internacional indica que el ahorro público desplaza sólo parcialmente al ahorro privado,<sup>46</sup> lo cual implicaría que no se verifica el cumplimiento de la equivalencia ricardiana. De este modo, un mayor ahorro público redundaría en un incremento del ahorro nacional.

Durante la década del '90, esta regularidad empírica no se encuentra presente en el caso argentino. Existe una fuerte relación inversa entre el ahorro público y el ahorro privado (ver Gráfico N° 4); para este período el coeficiente de correlación simple entre ambos agregados toma un valor de (-0,98), lo cual estaría indicando el cumplimiento casi perfecto de la equivalencia ricardiana.

En efecto, si bien para el período 1970-1990 existe una relación negativa entre el ahorro privado y el ahorro público, la relación no es tan fuerte como en el período 1991-1998 en el cual se verifica una relación negativa lineal casi perfecta.

**GRAFICO N° 4**  
**ARGENTINA. AHORRO PRIVADO Y AHORRO PUBLICO. 1970-1998**

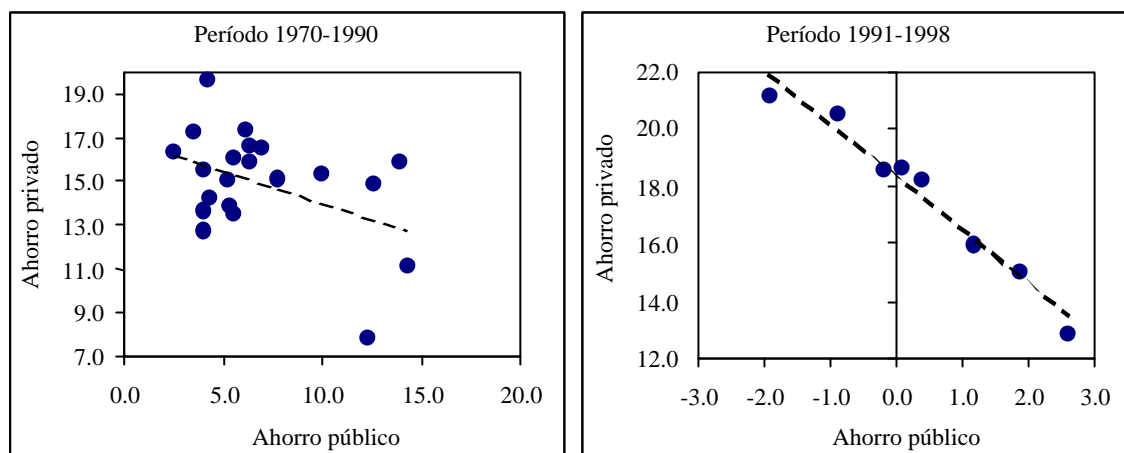


Fuente: FIEL (1996) y Ministerio de Economía.

<sup>45</sup> Sin embargo debe notarse que la existencia de ahorro negativo en los deciles inferiores podría atenuar la caída del ahorro familiar agregado ante una redistribución progresiva del ingreso.

<sup>46</sup> En Dayal-Gulati y Thimann (1997) se afirma que tanto para los países latinoamericanos como para los del sudeste asiático los cambios en el ahorro público no son totalmente compensados por cambios en el ahorro privado.

**GRAFICO N° 5**  
**ARGENTINA. RELACION ENTRE AHORRO PRIVADO Y PUBLICO. 1970-1998**  
 (En porcentaje del PBI)



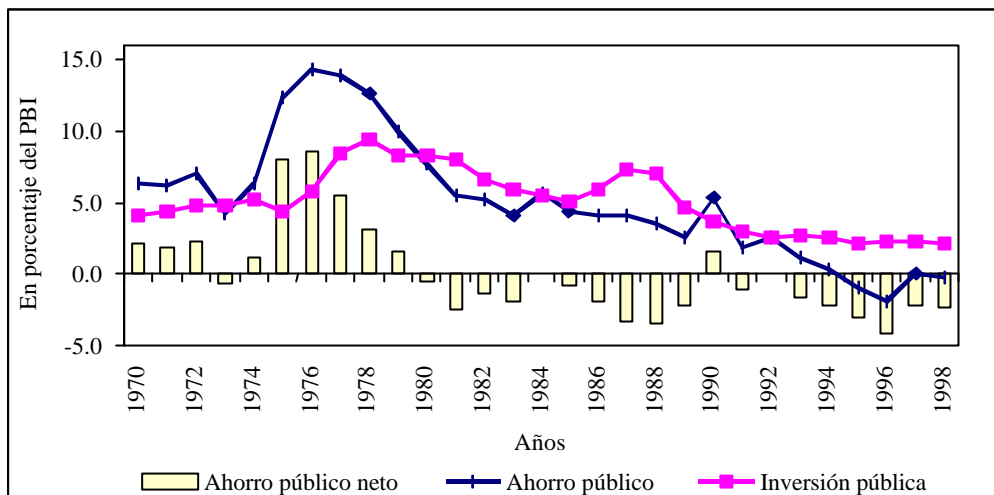
Fuente: elaboración propia en base a FIEL (1996) y Ministerio de Economía.

La explicación para este comportamiento debe buscarse en dos sentidos. Por un lado, es necesario aclarar que el efecto de la reforma previsional sobre el ahorro privado no se ha trasladado en forma directa al ahorro interno total debido a que ha originado un incremento del déficit fiscal como consecuencia del déficit previsional resultante de la pérdida de aportes al sistema público. La segunda explicación deviene de la forma en que se llevaron a cabo los ajustes fiscales durante la década del '90. En general, cuando se atacó el frente fiscal se lo hizo a través de modificaciones en el sistema impositivo y en la administración tributaria y no a través de disminuciones de gasto público. Estas medidas tuvieron distinto éxito en materia fiscal pero impactaron directamente sobre el

ingreso disponible afectando de este modo el ahorro privado.

Ahorro Público e inversión pública. El comportamiento del sector público también muestra una diferencia considerable respecto a décadas anteriores. Tanto el ahorro como la inversión pública (en capital físico) se redujeron durante la década del '90, lo cual evidencia una disminución del tamaño relativo del sector público durante este período. Sin embargo, mientras la inversión pública se estabilizó en torno al 2% del PBI, el ahorro público presentó una tendencia descendente y tomó valores negativos a partir del año 1995. Por lo tanto, las necesidades de financiamiento del sector público no se debieron solamente al gasto en capital físico sino también a mayores gastos corrientes.

**GRAFICO N° 6**  
**ARGENTINA. AHORRO PUBLICO E INVERSION PUBLICA. 1970-1998**



Fuente: FIEL (1996) y Ministerio de Economía.

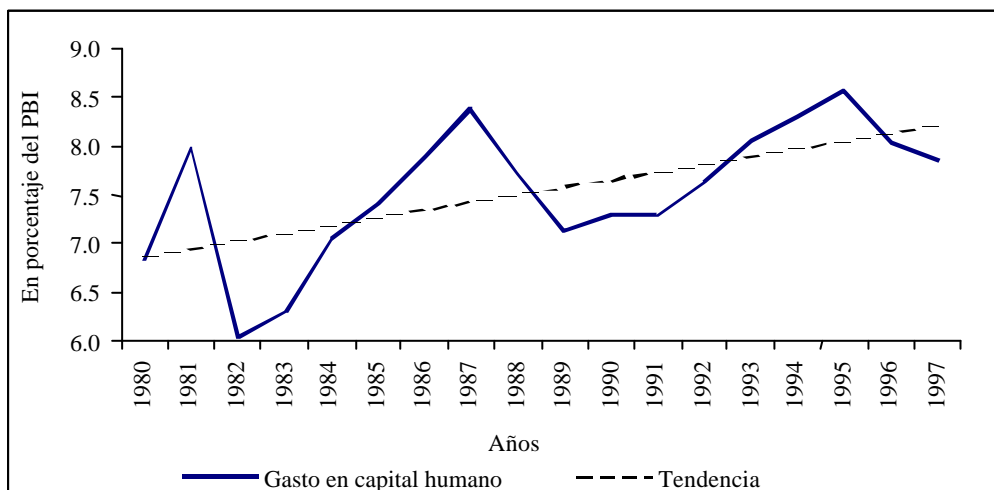
Una parte importante de la caída de la inversión pública respecto a décadas anteriores se debe al proceso de privatizaciones llevado a cabo por el gobierno durante los años '90 que implicó el traspaso de la gran mayoría de las empresas públicas al sector privado.

De este modo, las inversiones en las actividades

privatizadas dejaron de ser responsabilidad del Estado y pasaron a la órbita privada.

Por el lado del ahorro público debe resaltarse que entre las décadas del '80 y del '90 se ha producido un fuerte crecimiento en el gasto social. Dentro del mismo también se observa una mayor importancia del gasto en capital humano.

**GRAFICO N° 7**  
**ARGENTINA. GASTO EN CAPITAL HUMANO. 1980-1997**



Fuente: Dirección Nacional de Programación de Gasto Social, Ministerio de Economía.



Si bien, a nivel teórico, el gasto en capital humano podría ser considerado como una inversión, es difícil determinar si dichas erogaciones son o no rentables; esto último depende de la eficiencia con que se desempeña el sector público.

Si consideramos el promedio 1991-1998, alrededor

del 65% del gasto consolidado corresponde a gasto social, es decir que se trata de gasto que en principio estaría destinado a mejorar la situación distributiva. A su vez, el 43% del gasto social corresponde a gasto en capital humano,<sup>47</sup> factor que, como se explicó en el primer capítulo, incentiva el crecimiento económico.

**CUADRO N° 9**  
**ARGENTINA. ESTRUCTURA DE AHORRO CORREGIDA POR**  
**INVERSION EN CAPITAL HUMANO. PROMEDIO 1991-1998**  
(En porcentaje del PBI)

<b>(Inversión pública - Ahorro público)</b>	<b>+ (Inversión privada - Ahorro privado)</b>	<b>- Ahorro externo</b>
10,4	8,4	2,4
<b>Ahorro público neto</b>	<b>Ahorro privado neto</b>	<b>Ahorro externo</b>
-2,1	-0,3	2,4

*Fuente:* elaboración propia en base a FIEL (1996) y Ministerio de Economía.

De este modo, si se computar al gasto en capital humano como parte de la inversión pública, puede verse que la participación del ahorro interno en el financiamiento de la inversión crece del 88% al 92%. A su vez, el ahorro público promedio para el período 1991-1998 se incrementa considerablemente.

Este hecho indica que una parte importante de la caída del ahorro público que refleja el Gráfico N° 6 está explicada por el incremento en el gasto en capital humano. Por lo tanto, un incremento del ahorro público a través de una reducción en este tipo de gasto podría afectar negativamente tanto la tasa de crecimiento de la economía como la distribución del ingreso.<sup>48</sup>

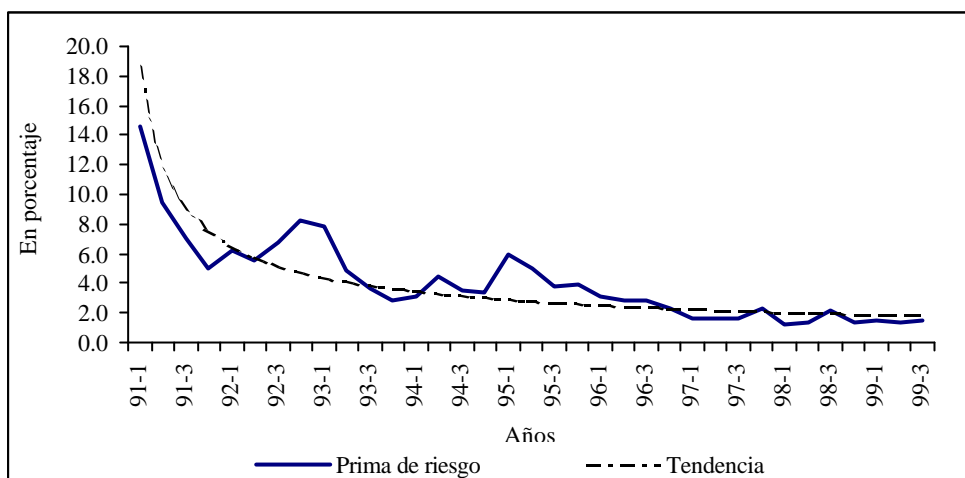
## 2.2. ESTRUCTURA DE AHORRO Y LA FORMA DE CRECIMIENTO

En la sección anterior se describió la estructura de ahorro de la economía argentina. Sin embargo, poco se dijo acerca de las consecuencias que dicha estructura podría tener para la forma de crecimiento, es decir, para los resultados en términos de volatilidad y equidad. Para ello es necesario evaluar su incidencia sobre la prima de riesgo país. Si se observa la evolución de esta variable en Argentina a lo largo de la década del '90, puede verificarse que la misma ha experimentado una caída muy importante (se redujo algo más de 13 puntos porcentuales entre 1991 y 1999).

<sup>47</sup> A partir de los datos del Ministerio de Economía de la Nación, en el presente trabajo se definió al "gasto en capital humano" como la suma del gasto público destinado a educación y a salud.

<sup>48</sup> Un menor gasto público en educación y salud incidiría con mayor fuerza sobre los individuos de menores ingresos debido a que estos tienen menores posibilidades de sustituirlos por servicios privados de educación y salud.

**GRAFICO N° 8**  
**ARGENTINA. PRIMA DE RIESGO PAIS. 1<sup>ER</sup> TRIMESTRE 1991-3<sup>ER</sup> TRIMESTRE 1999**



Nota: la prima de riesgo fue estimada como diferencias entre la TIR de los Bonex '89 y la tasa LIBOR. A partir de septiembre de 1998 la serie fue empalmada con la tasa de variación del EMBI-AR, que es la prima de riesgo promedio de la deuda argentina estimada por J. P. Morgan.

Fuente: elaboración propia en base a CARTECO.

La prima de riesgo ha descendido a una tasa cada vez menor y a partir de 1997 se ha estabilizado en torno a un valor relativamente alto. Durante 1999, el promedio del EMBI-AR<sup>49</sup> se ha ubicado en torno de los 750 puntos básicos, sensiblemente menor que los indicadores respectivos de otros emergentes (Rusia, Brasil, Venezuela, entre otros). Sin embargo, no puede decirse que el riesgo país de Argentina sea bajo en términos internacionales.

Según se ha visto, la característica más saliente de la actual estructura de ahorro del país, es el importante papel que cumple el ahorro externo como complemento del ahorro interno en el financiamiento de la inversión. A su vez, como se mencionó en el Capítulo 1, la persistencia de un riesgo país elevado, puede ser explicado entre otras cosas, por la existencia de una estructura de ahorro insostenible.

Por el lado del ahorro externo, tanto el tamaño como la composición de tal fuente de financiamiento no pueden ser indicados directamente como factores de riesgo. El uso de ahorro externo se halla en línea con (e incluso es inferior a) los valores registrado en los países que han atravesado experiencias similares y en su composición predominan

las inversiones en activos de largo plazo. Sin embargo, no es claro que tal financiamiento sea asignado a destinos sostenibles. Para ello debe evaluarse la sostenibilidad de las inversiones, es decir la capacidad de la economía argentina para reunir las divisas necesarias para el repago de la deuda externa (problema de la transferencia externa) y la sostenibilidad fiscal, lo que implica verificar la capacidad del Estado para hacer frente a los compromisos de la deuda pública (problema de la transferencia interna).

Sostenibilidad del proceso de inversión. En base a la información disponible,<sup>50</sup> se analizaron qué sectores<sup>51</sup> (productores de transables o de no transables) fueron los que más invirtieron en capital y en nuevas tecnologías. Como variable proxy de esto se tomó la importación de bienes de capital por cada uno de los sectores. Se halló que los sectores productores de transables tendieron a demandar

<sup>50</sup> La información se obtuvo del Informe Económico que publicó el Ministerio de Economía de la República Argentina.

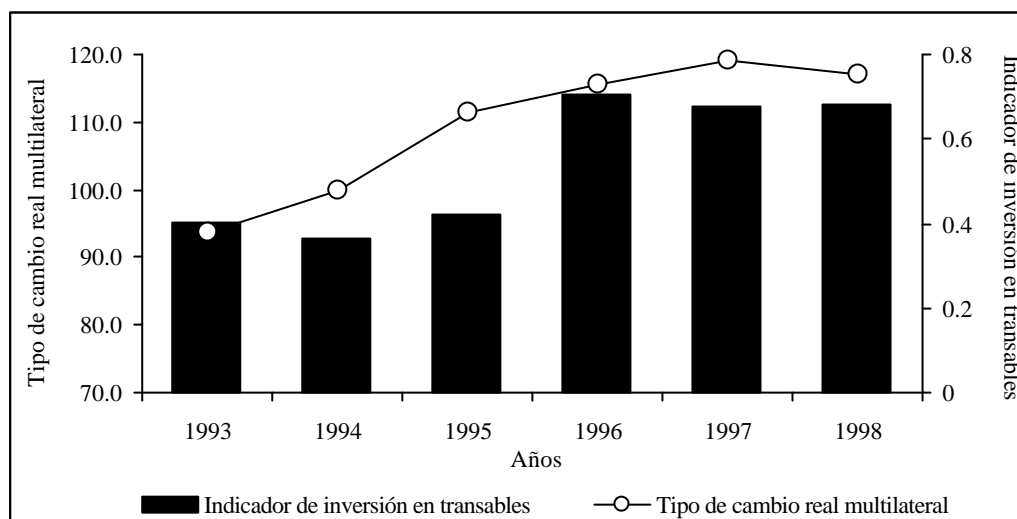
<sup>51</sup> Se consideró productor de transables a los sectores ligados a la producción agro-ganadera, industrial y minera y como productor de no transable a los sectores de transporte, construcción, servicios –electricidad, gas, agua y comunicaciones-, comercio, banca, salud e investigación.

<sup>49</sup> Constituye una medida del riesgo promedio de los bonos argentinos elaborada por J.P. Morgan.

(proporcionalmente) más capital y nuevas tecnologías (respecto a los sectores productores de no transables) cuando el tipo de cambio real multilateral crecía. Esto estaría indicando que la asignación de recursos responde a cambios en el tipo de cambio

real y demuestra que el rol asignador de los precios relativos funciona relativamente bien. Dicho en otros términos, la asignación de la inversión privada responde a las señales de precios. Sin embargo ello no garantiza que esas señales sean sostenibles.

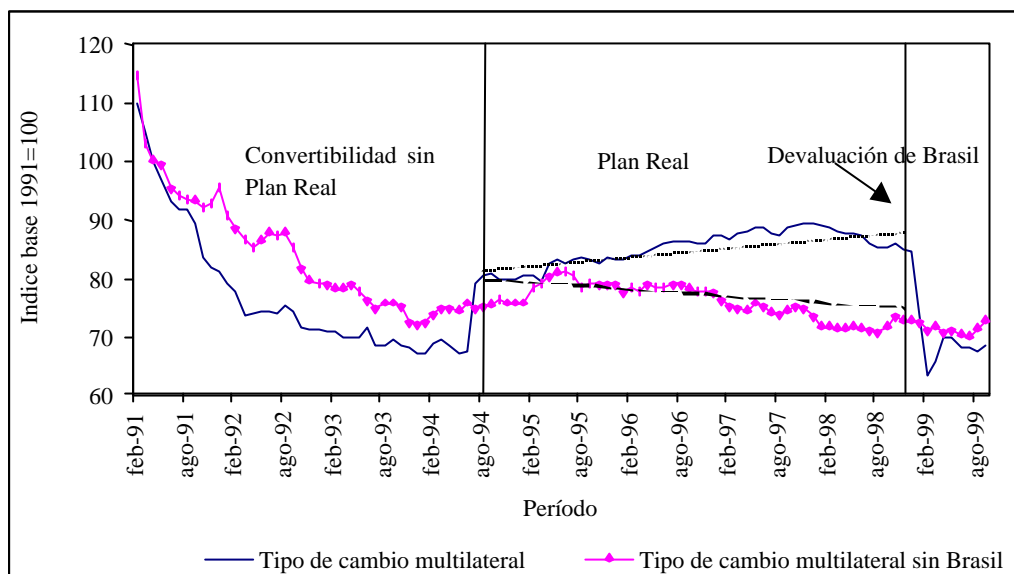
**GRAFICO N° 9**  
**ARGENTINA. TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL (TCRM) E**  
**IMPORTACION DE BIENES DE CAPITAL.<sup>52</sup> 1993-1998**



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

<sup>52</sup> Para calcular el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) se calculó primero el tipo de cambio bilateral entre Argentina y el país *i*: para ello se tomó el Índice de Precios al por mayor del país *i* (variable proxy de transables) multiplicado por el tipo de cambio entre la moneda del país *i* y la moneda Argentina y se dividió por el Índice de Precios al consumidor de Argentina (variable proxy de no transables). Luego se realizó para cada trimestre la sumatoria de antedicho tipo de cambio bilateral ponderando según la estructura de comercio (exportaciones al país *i* más importaciones desde el país *i* sobre el PIB). Los países seleccionados corresponden a los principales socios comerciales de Argentina: Brasil, EEUU, Holanda, Chile, Alemania, Italia, España, Japón, Uruguay.

**GRAFICO N° 10**  
**ARGENTINA. TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL. 1991-1999**



Fuente: elaboración propia en base a Estadística Monetarias y Financieras del FMI.

Para analizar la sostenibilidad del proceso de inversión, se calculó el tipo de cambio multilateral con y sin Brasil (como variable proxy de la competitividad). Se encontró que si bien la competitividad mejora cuando se toma a Brasil dentro de la muestra, la misma empeora (a lo largo de la década del '90) cuando se deja a Brasil afuera de la muestra.

Esto admite dos interpretaciones. En un análisis estático podría decirse que, de no haber sido por Brasil, la competitividad argentina habría permanecido baja y que por ende se habría experimentado un crecimiento menor. Sin embargo, si se incorpora el rol de asignador de recursos de los precios relativos, podría argumentarse que, si no hubiera existido Brasil, la relación de precios transable-no transable se hubiera modificado y habría inducido otra asignación de recursos (presumiblemente "más competitiva"). Esta segunda interpretación, si bien más costosa en el corto plazo, probablemente sea más beneficiosa para un crecimiento de largo plazo, poniendo en dudas la sostenibilidad del proceso de inversión en un escenario donde Brasil no actúe como un destino propicio para las exportaciones argentinas.

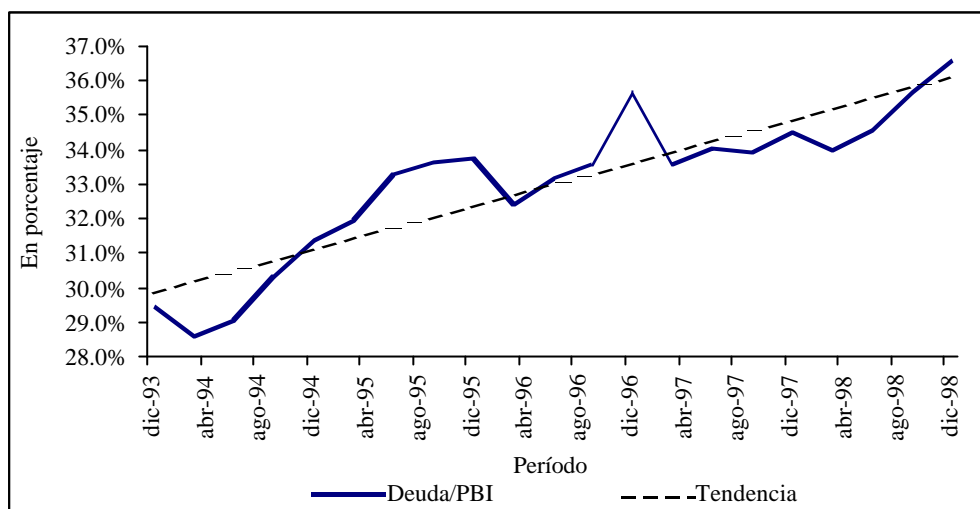
**Sostenibilidad fiscal.** De acuerdo con lo visto en el capítulo anterior, desbalances públicos persistentes financiados con endeudamiento podrían traer aparejados incrementos en la prima de riesgo si ello implicara un stock de deuda en relación al PBI creciente en el tiempo.

Las dificultades que plantea el incremento de la relación deuda-PBI son aún mayores si esta forma de financiamiento es utilizada para llevar a cabo gastos de baja rentabilidad. En efecto, si el endeudamiento financia usos eficientes (ya sea en capital físico o humano), entonces podrán generarse los recursos necesarios para repagar la deuda.

En la sección anterior se mostró que el sector público argentino ha presentado déficits persistentes durante la década del '90. Dado que la convertibilidad impide que los desequilibrios fiscales sean financiados sistemáticamente a través de la emisión monetaria, la única alternativa disponible para financiar dichos desequilibrios y hacer frente al pago de amortizaciones e intereses, ha sido recurrir al endeudamiento.

Como resultado, el stock de deuda en relación al PBI muestra un crecimiento sostenido desde 1993. No resulta ilógico pensar que si este indicador mantiene la tendencia actual, llegará un momento en el cual el resto de los sectores no estará dispuesto a financiar el desequilibrio del gobierno. En la medida en que esta sea la percepción de los acreedores del sector público, la prima de riesgo se incrementará (o se mantendrá elevada), empeorando consecuentemente la distribución del ingreso. Desde esta perspectiva, las dudas sobre la sostenibilidad fiscal constituirían también un importante elemento explicativo de la persistencia de un riesgo país relativamente elevado.

**GRAFICO N° 11**  
**ARGENTINA. RELACION DEUDA-PBI. 1993-1998**



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

### 2.3. ALGUNAS REFLEXIONES

En suma, desde la perspectiva analizada en este punto del trabajo, el principal canal mediante el cual la estructura agregada de ahorro puede afectar tanto a la cuantía como a la forma del crecimiento se da a través de su incidencia sobre la prima de riesgo país.

La posibilidad de incrementar el ahorro interno en base a un mayor ahorro privado encuentra dificultades en el frente social. Por otro lado, la elevación del ahorro público en base a mayores ingresos fiscales choca con una relación de sustitución casi perfecta con el ahorro privado, lo que anularía su impacto neto sobre el ahorro interno.

La presencia de ahorro externo es un rasgo común de los países que han atravesado por una experiencia similar a la de Argentina y permite acceder a niveles de inversión relativamente altos sin la necesidad de postergar consumo. Adicionalmente, la principal fuente de riesgo en el caso argentino no serían ni el tamaño del ahorro externo, ni su composición, sino la sostenibilidad del destino de tales fondos.

En este sentido, un primer problema a destacar sería la falta de competitividad de la economía argentina. Ello impide que la solución al problema de la transferencia externa esté garantizada.

El segundo problema es el de la sostenibilidad fiscal, donde las acciones por el lado del gasto serían más fructíferas; una reducción del gasto público, al margen de las restricciones que enfrenta

por el lado social, además de elevar la sostenibilidad fiscal podrían elevar el ahorro interno, en tanto que una elevación en la calidad del gasto (especialmente del gasto en capital humano) también elevaría la sostenibilidad fiscal elevando la capacidad de repago. De este modo, la elevación de la calidad del gasto público constituye un objetivo de política impostergable. Si el Estado es incapaz de cumplir con este reto, una mejor performance de la estructura de ahorro requiere, indefectiblemente, de una reducción en el tamaño del gasto público.

### 3. INTERMEDIACION FINANCIERA

Vistos los determinantes del ahorro, tanto interno como externo, hay que resaltar el rol decisivo del sistema financiero en canalizar dichos recursos hacia un crecimiento sostenido y con equidad. Si bien la evidencia empírica citada en el capítulo anterior parecía subestimar la importancia del sistema financiero, tanto por su escasa participación en la estructura de financiamiento de las empresas, como por su no resuelta cuestión de causalidad, se ha fundamentado que dichas cifras esconden en el agregado algunas cuestiones particulares importantes, que son esenciales para la hipótesis de este trabajo, principalmente la relación entre sistema financiero y forma de crecimiento. Por ejemplo puede ser cierto que para el total de empresas, las fuentes de financiamiento externas a las firmas, alcanza sólo el 30% del total, pero para las pequeñas

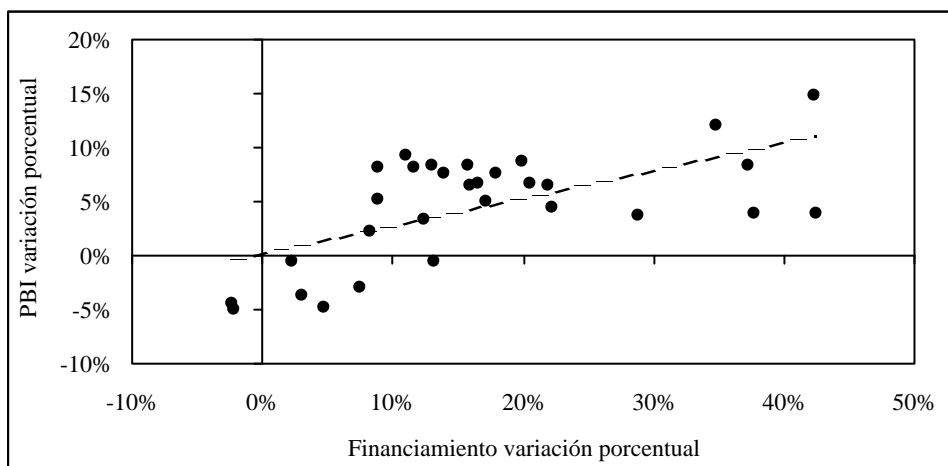
unidades hay cifras que dan cuenta que esa proporción es del 50%.<sup>53</sup>

Durante los '90 en Argentina se ha observado una relación positiva entre financiamiento y crecimiento agregado, pero como ya se dijo no se puede determinar la relación de causalidad. Más clara parece la relación entre sistema financiero y forma de crecimiento. Comparando la respuesta de los agentes en las dos últimas crisis (Crisis Mexicana versus Crisis de Asia-Brasil) se observa que el fortalecimiento del sistema ha logrado reducir algo la volatilidad del crecimiento, pero también fue muy influyente en la profundización de los problemas de discriminación crediticia y así sobre las posibilidades de un crecimiento equitativo.

### 3.1. CRECIMIENTO E INTERMEDIACION FINANCIERA

Al evaluar la relación entre crecimiento y crédito bancario para nuestro país durante la década del '90 se observa una relación positiva entre los mismos, tanto cuando el análisis se efectúa en términos agregados como cuando se consideran los diferentes sectores de la economía (Gráficos N°s 12 y 13). Sin embargo, y tal como se mencionó es difícil determinar el orden de causalidad entre tales variables. En otras palabras, no se puede determinar si los sectores crecieron porque tenían financiamiento, o por el contrario, recibieron financiamiento porque tenían buenas perspectivas de crecimiento.

**GRAFICO N° 12**  
**ARGENTINA. CRECIMIENTO Y FINANCIAMIENTO AGREGADO. 1991-1999**

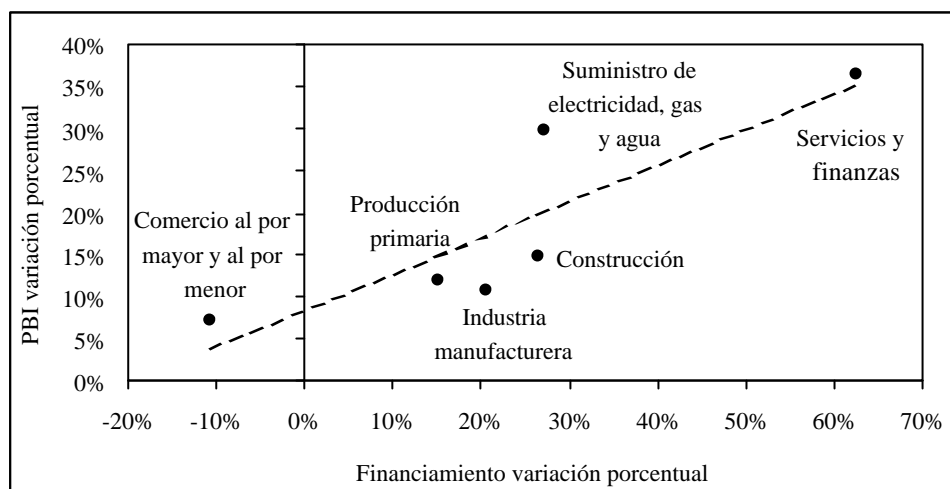


Nota: cada punto indica la tasa de variación interanual entre trimestres del crédito del sector bancario y la misma variación pero para el PBI.

Fuente: Ministerio de Economía y BCRA.

<sup>53</sup> Dato obtenido de la encuesta realizada por el Observatorio PyME de la UIA, febrero de 1999.

**GRAFICO N° 13**  
**ARGENTINA. CRECIMIENTO Y FINANCIAMIENTO POR SECTORES. 1994-1999**

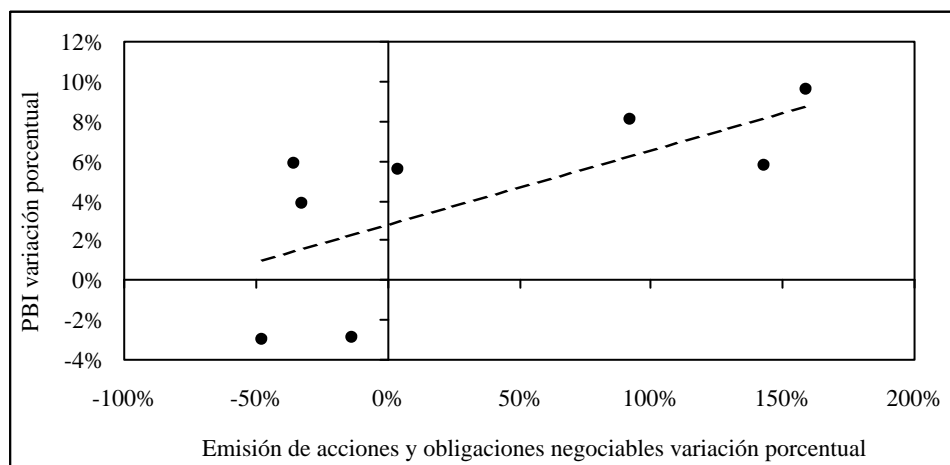


Fuente: Ministerio de Economía y BCRA.

También la evolución del financiamiento vía mercado de capitales ha estado correlacionado positivamente con el crecimiento del producto. Puede notarse que la variación de las emisiones de obligaciones negociables (ON) y acciones, tomadas conjuntamente, han tenido el mismo signo que la variación del crecimiento económico en todos los

años de la década, excepto en 1994 y 1998 donde la caída en el financiamiento no tuvo repercusiones negativas sobre el PIB. La explicación de este comportamiento puede buscarse en que, en general, el mercado de capitales es el primero en reaccionar ante circunstancias adversas (en este caso, efecto tequila y Asia y Rusia).

**GRAFICO N° 14**  
**ARGENTINA. MERCADO DE CAPITALES Y CRECIMIENTO. 1991-1999**

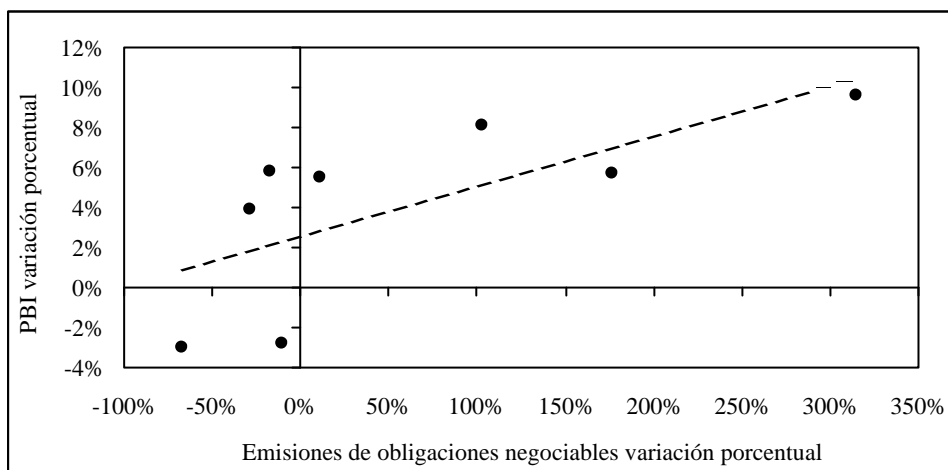


Fuente: Ministerio de Economía e Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Al analizar la relación entre cada uno de los instrumentos de financiamiento en el mercado de capitales y el crecimiento económico, se observa que la emisión de ON tiene una correlación claramente positiva con el PBI; en tanto que la emisión de acciones

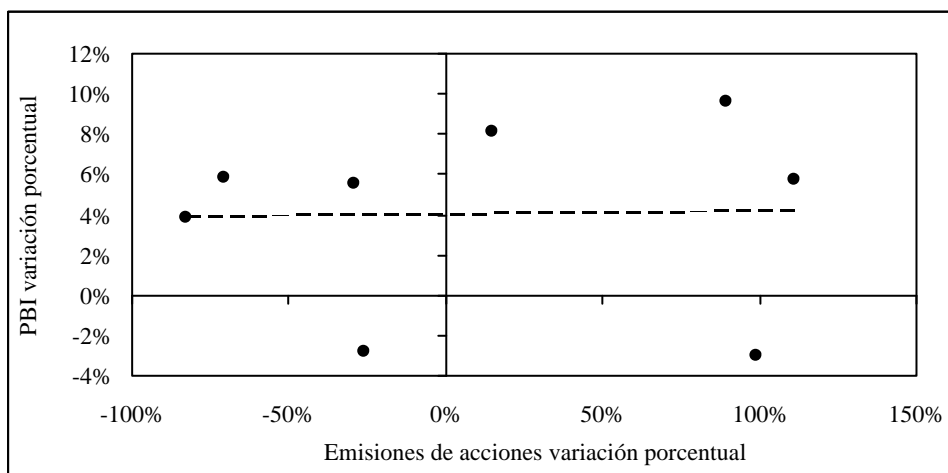
no muestra relación con el crecimiento económico. La escasa participación del financiamiento vía emisión de acciones en Argentina es tan notoria que aumentos o disminuciones en la utilización de este instrumento no repercuten en el crecimiento económico.

**GRAFICO N° 15**  
**ARGENTINA. OBLIGACIONES NEGOCIABLES Y CRECIMIENTO. 1991-1999**



Fuente: Ministerio de Economía e Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

**GRAFICO N° 16**  
**ARGENTINA. ACCIONES Y CRECIMIENTO. 1991-1999**



Fuente: Ministerio de Economía e Instituto Argentino de Mercado de Capitales.



### 3.2. LAS REFORMAS REALIZADAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

Los problemas informativos representan uno de los principales argumentos a favor de la existencia de intermediarios financieros, pero a la vez son también los que justifican la regulación del mismo por parte del sector público. En el caso argentino, el sistema financiero experimentó una importante transformación siguiendo fundamentalmente los lineamientos internacionales. Las regulaciones impuestas son especialmente importantes, considerando el nuevo régimen establecido en 1991 (la rigidez cambiaria del sistema de convertibilidad, la libre movilidad de capitales y la libertad de efectuar transacciones en cualquier moneda) y la limitación del BCRA para implementar políticas monetarias.

De los varios cambios que implicaron dichas reformas se hará énfasis en los que tienen mayor relación con la hipótesis de este trabajo: los requisitos de

liquidez, la exigencia de capital mínimo, los programas de préstamos contingentes, el seguro de depósito y los cambios en la normativa del mercado de capitales.

#### 3.2.1. Requisitos de liquidez

La determinación de los requisitos de liquidez son especialmente importantes porque determinan el costo y la cantidad de financiamiento disponible. En Argentina los mismos se han incrementado sustancialmente durante los últimos años con el objetivo de lograr un sistema más solvente.

A fines de 1999 la exigencia para el total del sistema alcanzaba los \$ 17.600 millones, lo cual representaba el 21% de los depósitos totales en pesos y dólares. Esta cifra es muy significativa e implica que una eventual reducción de la misma liberaría cuantiosos recursos.

**CUADRO N° 10**  
**REQUISITOS MINIMOS DE LIQUIDEZ**  
(En porcentaje)

Tasa de exigencia					
Plazo de la obligación	Julio-96	Octubre-96	Febrero-97	Agosto-97	Febrero-98
Hasta 89 días*	16	17	18	19	20
Entre 90 y 179 días	11	12	13	14	15
Entre 180 y 365 días	6	7	8	9	10
Más de 365 días	0	0	0	0	0

Nota: \* los depósitos remunerados tienen una exigencia del 80% cuando la tasa pagada supere en más de un punto porcentual la tasa de interés de caja de ahorro de la encuesta del BCRA.

Fuente: BCRA (1997).

Si bien para reducir el costo de esta inmovilización de recursos, la autoridad monetaria permite que los mismos sean integrados a través de inversiones en ciertos activos o instrumentos financieros que devengan un rendimiento,<sup>54</sup> aún sigue existien-

do una distorsión en la asignación de recursos de los bancos lo que tiende a elevar la tasa para préstamos. Lo que sucede es que el rendimiento que los bancos dejan de percibir por esa inmovilización de los recursos debe compensarse por otra vía. Esto puede observarse a partir de la siguiente ecuación que representa el resultado de los bancos.<sup>55</sup>

$$ip + co = ia * (1 - rl) + rl * irl$$

donde  $ip$  representa la tasa de interés pasiva,  $co$  los costos operativos (que incluyen la rentabilidad

<sup>54</sup> La autoridad exige una diversificación de los mismos y se trata en general de activos externos, de forma de minimizar el efecto de shocks internos sobre los mismos. Además en todos los casos se trata de activos de alta liquidez debido a la necesidad de contar con los mismos en momentos de urgencia. Entre ellos se encuentran las operaciones de pases pasivos con el BCRA, los depósitos en bancos internacionales (como el Deutsche Morgan Grenfell/C.J. Lawrence Inc.), títulos valores del país y títulos valores del exterior tanto de bancos comerciales como de gobiernos y empresas, entre otros.

<sup>55</sup> IERAL (1999).

normal sobre el capital),  $ia$  la tasa activa,  $rl$  el porcentaje de requisitos de liquidez e  $irl$  la tasa de remuneración por los mismos.

De este modo, el spread de tasas definido como la diferencia entre ( $ia$ ) e ( $ip$ ) sería:

$$\text{Spread} = rl * (ia - irl) + co$$

Dados los costos operativos se observa que al aumentar los requisitos de liquidez se incrementa el spread entre las tasas activa y pasiva. Sin embargo el efecto no es muy importante sobre la tasa de interés, un incremento de los requisitos del 10% al 20% sólo elevaría la tasa en 0,8 puntos porcentuales.<sup>56</sup> La repercusión más importante se da sobre la cuantía de fondos prestables. Así, si los requisitos se redujeran a la mitad se contaría con recursos adicionales por un equivalente al 13% de los préstamos al sector privado no financiero.

### 3.2.2. Regulación prudencial: capitales mínimos

La regulación argentina se basa en las recomendaciones realizadas por el Comité de Basilea respecto de definir el requerimiento de capital en función de los riesgos implícitos de los distintos activos de la entidad. En principio se tuvieron en cuenta dos tipos de riesgos: los de crédito o contraparte y los de mercado, a los que se agregó desde 1999 el ajuste por riesgo de la tasa de interés.

Los primeros, que fueron establecidos en 1993, están asociados al incumplimiento de las obligaciones por parte de los deudores y el criterio apunta a transformar los activos brutos de una entidad en activos de riesgo. Para ello, se establece una división de los activos del banco según su nivel de riesgo en categorías y a cada una se le asigna una ponderación diferente según su nivel de riesgo de forma que a las categorías menos riesgosas se le asigna una ponderación menor. Sobre estos activos el Comité sugiere un nivel mínimo de capital del 8%.

La normativa argentina realiza dos modificaciones que se traducen en una mayor exigencia. La primera tiene que ver con la definición de capital de riesgo. En este caso se incorpora la tasa de inte-

rés como indicador de riesgo de los préstamos, por lo que a medida que aumenta la misma se incrementa también el requisito correspondiente. Para el año 1999 los activos de riesgo definido por la normativa nacional eran un 11% superiores a los exigidos por el Comité de Basilea. Esta regulación estimula el otorgamiento de financiaciones de baja tasa de interés por considerarla de menor riesgo pero significa un fuerte desincentivo para el otorgamiento de financiaciones a las PyMEs ya que son ellas las que pagan mayores tasas. En segundo lugar sobre esa definición más amplia se exige constituir una integración por el 11,5%.

El segundo tipo de riesgo tiene que ver con la importancia creciente de los mercados financieros tanto en el mundo como en Argentina y su volatilidad. Esta consideración del riesgo por volatilidad financiera tiene en cuenta las posibles pérdidas patrimoniales por fluctuaciones en los valores de las cotizaciones financieras y si bien en nuestro país la exposición de las entidades en el mercado de capitales no es tan amplia como en los países industrializados, la volatilidad de los mismos es mayor, justificando las provisiones en este sentido. Este tipo de requisitos comenzaron a aplicarse desde 1996, pero no es tan significativo como el anterior.

En tercer lugar, desde 1999 se aplica el ajuste por riesgo de tasa de interés. Estos requisitos son establecidos para capturar el riesgo que surge cuando la sensibilidad de los activos ante cambios en la tasa no coincide con la de los pasivos. De esta manera se estimula una reducción del descalce incentivando préstamos a tasa variable y el fondeo a tasa fija y de largo plazo. El tema del fondeo no es relevante para el problema que se está analizando pero sí lo es el de los préstamos ya que con el incentivo de otorgar créditos a tasas variables el banco traslada a los prestatarios el riesgo de cualquier shock que impacte al alza sobre la tasa de interés. Para las grandes empresas esto puede no representar un inconveniente ya que si las mismas desean no afrontar tal riesgo pueden anticiparse y tomar créditos en el exterior. Sin embargo, las empresas más pequeñas no podrán eludir tal tipo de riesgo dado que su fuente de financiamiento principal es el mercado local.

Los datos recientes indican que la integración efectiva de capital mínimo se encuentran muy por encima de las exigencias de la normativa nacional (supera en un 37%) y de las internacionales (mayor en un 119%).

<sup>56</sup> Suponiendo  $ip=7,5\%$ ;  $co=3,5\%$ ;  $irl=5\%$ .

**CUADRO N° 11**  
**ARGENTINA. CAPITALES MINIMOS PARA BANCOS PRIVADOS. 1994-1999**

	Diciembre-95			Septiembre-99		
	Activos de riesgo (en millones de pesos)	Tasa (en porcentaje)	Exigencia (en millones de pesos)	Activos de riesgo (en millones de pesos)	Tasa (en porcentaje)	Exigencia (en millones de pesos)
(1) Basilea	33.691	8,0%	2.695	56.863	8,0%	4.549
(2) Normativa nacional	40.823	11,5%	4.695	63.195	11,5%	7.267
(3) Integración efectiva			7.218			9.971
	Variación porcentual	Variación porcentual	Variación porcentual	Variación porcentual	Variación porcentual	Variación porcentual
(4) Normativa nacional/Basilea (2)/(1)	21,0%	44,0%	74,0%	11,0%	44,0%	60,0%
(5) Exceso sobre Basilea (3)/(1)			168,0%			119,0%
(6) Exceso sobre normativa nacional (3)/(2)			54,0%			37,0%

Fuente: Boletín Monetario y Financiero del BCRA (1999).

### 3.2.3. Programa de préstamos contingentes

Con el objetivo de aumentar la liquidez del sistema se ha avanzado en la contratación de líneas de crédito contingente con bancos privados y organismos multilaterales del exterior<sup>57</sup> que le permiten al Banco Central vender bonos en dólares a esas instituciones sujeto a un arreglo de recompra. El programa comenzó a funcionar en 1996 y en la actualidad el importe total de liquidez disponible para el sistema financiero argentino a través de este instrumento alcanza los u\$s 7.450 millones lo cual representa el 9% de los depósitos totales. La estrategia del Banco Central en este sentido es continuar incrementando los fondos de forma que los recursos disponibles se mantengan en relación al 10% de los depósitos del sistema. Por el derecho de ejercer la opción en cualquier momento, el sistema paga una prima promedio anual de 33 puntos básicos, la cual se distribuye entre las entidades de acuerdo al volumen de depósitos y la calificación de riesgo. Esto lleva a que el programa no genere un elevado costo y un desplazamiento de la capacidad prestable de importancia ya que el mismo insume sólo u\$s 25 millones anuales.

Estos instrumentos sumados a la integración de reservas externas en títulos públicos, las reservas en efectivo de los bancos y los requisitos de liquidez presentados con anterioridad proveerían liquidez al sistema por un monto aproximado al 40% de los depósitos. Es un nivel bastante elevado, teniendo en cuenta que

<sup>57</sup> Entre ellos se encuentran el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Deutsche Bank.

durante el Tequila la demanda de liquidez llegó sólo al 18% de los depósitos.

### 3.2.4. Seguro de depósito

El seguro de depósito no se encontraba disponible antes de la crisis de 1995 y se impuso para dotar de mayor solidez al sistema. La regulación argentina instrumenta un seguro que es privado, limitado (devolución fraccionaria que cubre los depósitos de hasta 30.000 pesos o dólares,<sup>58</sup> para evitar los problemas ocasionados por la despreocupación de los ahorristas respecto de la entidad en la que depositan) y en función del riesgo de cada banco.

Al igual que en los casos anteriores aparece un costo de oportunidad importante para las entidades en la medida que los recursos que se integran al fondo no sean utilizados. En particular, podría pensarse que tal es el caso, dado que nuestro sistema bancario no ha sufrido corridas bancarias desde que se conformó el fondo. Esto no sucede en el sistema argentino dado que SEDESA<sup>59</sup> posee otras funciones además de cubrir los depósitos en caso de corridas. En particular, se permite utilizar los recursos del fondo para prestar dinero a

<sup>58</sup> Quedan excluidos de la cobertura del sistema los depósitos sobre los cuales se hubiere pactado una tasa de interés mayor en 2 puntos porcentuales a la establecida por el Banco de la Nación por un depósito similar. De esta manera quedan excluidas las entidades que asumen mayores riesgos.

<sup>59</sup> SEDESA (Seguro de Depósitos Sociedad Anónima), sociedad que administra el fondo de garantía de los depósitos en Argentina.

entidades con dificultades o proporcionar capital accionario a las entidades que compren bancos que se encuentren en dificultades con lo cual se asegura una continua utilización de los recursos.

### 3.2.5. Cambios en la normativa del mercado de capitales

El mercado de capitales argentino se fue modernizando desde comienzo de los '90, adaptando su normativa a los requerimientos de un mundo cada vez más integrado.

Con respecto al *mercado accionario*, el cambio más significativo ha sido la posibilidad que tienen las empresas argentinas de cotizar en los mercados más desarrollados y el intento de diversificación del mercado de capitales local incluyendo la cotización de empresas extranjeras. A través de la operatoria de ADR, recibos de depósitos americanos, varias empresas argentinas pueden cotizar en la bolsa de New York. Esto posibilita una fuente adicional de financiamiento de las empresas, pero juega en contra del desarrollo del mercado de capitales local en cuanto a reducción de volúmenes transados y presencia de inversores institucionales avezados, ya que en algunos es muy superior la operatoria en Estados Unidos a la observada en nuestro país.

Por su parte, la necesidad de atraer mayores capitales al mercado local se refleja en las intenciones de aumentar la diversificación de los títulos disponibles. En tal sentido se inscribe el lanzamiento de los CEDEAR, o certificados de depósitos argentinos.<sup>60</sup> De esta forma, si bien por un lado, puede reducir la volatilidad del mercado al aumentar los volúmenes transados, por el otro, si no se logra la llegada de nuevos demandantes, las empresas extranjeras compiten por el financiamiento con las empresas locales. La escasa operatoria en estos títulos ha hecho que la medida sea prácticamente neutra en cuanto a sus ventajas y desventajas.

En cuanto a *Obligaciones Negociables (ON)*, en 1991, se modificó la legislación brindando ventajas impositivas a las emisiones enmarcadas en el régimen de oferta pública. Por otro lado, en 1993, se diseñó un régimen simplificado para la emisión de obligaciones negociables de pequeñas y medianas empresas reduciendo los requerimientos de información y sin la obligación de estar sujetas a una calificación de riesgo. A pesar de dichas ventajas, esta medida encuentra algunos límites en que las emisiones sólo pueden ser

adquiridas por inversores calificados, en que el monto máximo a emitir es de \$ 5.000.000 y la emisión mínima es de \$ 10.000. Por último hay que mencionar que desde 1999 se aplica un impuesto del 15% sobre los intereses de las ON emitidas, aunque este impuesto es deducible de ganancias.

Por el lado de la demanda del mercado de valores hay dos hechos para resaltar. El establecimiento en 1992 de un régimen legal de *Fondos Comunes de Inversión* y a partir de 1994, el surgimiento de las *Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)*, las cuáles proveen de abundante liquidez al mercado de capitales local ya que administran una importante suma de fondos.<sup>61</sup> Estas tienen límites a la inversión en distintos activos, los cuales se caracterizan por priorizar la inversión en títulos públicos. La relevancia de estos límites, para el financiamiento del sector privado vía emisión de ON y acciones, es la importante baja en los montos máximos permitidos para inversiones en dichos instrumentos desde que se instauró el sistema de capitalización.

## 3.3. EL EFECTO DE LAS REGULACIONES

En suma, las reformas realizadas en el sistema financiero han buscado generar un sistema más solvente, transparente y confiable para los inversores disminuyendo así la volatilidad de los agregados monetarios. Sin embargo, también debe reconocerse que el sistema no está aprovechando a pleno la función de intermediación financiera ya que, por un lado, los altos requisitos de liquidez imponen un costo para las entidades y desplazan recursos que podrían ser utilizados por el sector productivo, lo cual afecta en forma importante a los tramos más cautivos del mercado. A su vez, los elevados requisitos de capital mínimo han sido un elemento impulsor de la mayor concentración en el sistema bancario.

### 3.3.1. La solidez del Sistema

Las reformas efectuadas en el sector bancario cumplieron un rol importante en aumentar su solidez y en contribuir a reducir la volatilidad de los agregados monetarios de la economía. Esto es lo que puede observarse a partir del comportamiento de los agentes al comparar las crisis originadas en la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 y de la moneda brasileña en enero de 1999.

<sup>60</sup> Estos instrumentos, similares a los existentes en los mercados desarrollados, permiten acceder a la compra en el mercado local de papeles de empresas de países centrales.

<sup>61</sup> Al 31 de enero de 2000 acumulaban 17.000 millones de pesos (aproximadamente 6% del PBI).

**CUADRO N° 12**  
**ARGENTINA. REPERCUSION DE LAS CRISIS DEL TEQUILA Y DE BRASIL**

	Tequila	Asia-Brasil
Reservas totales	-	-
Depósitos en pesos	-	-
Depósitos en dólares	-	-
Depósitos totales	-	-
Crédito total	-	=

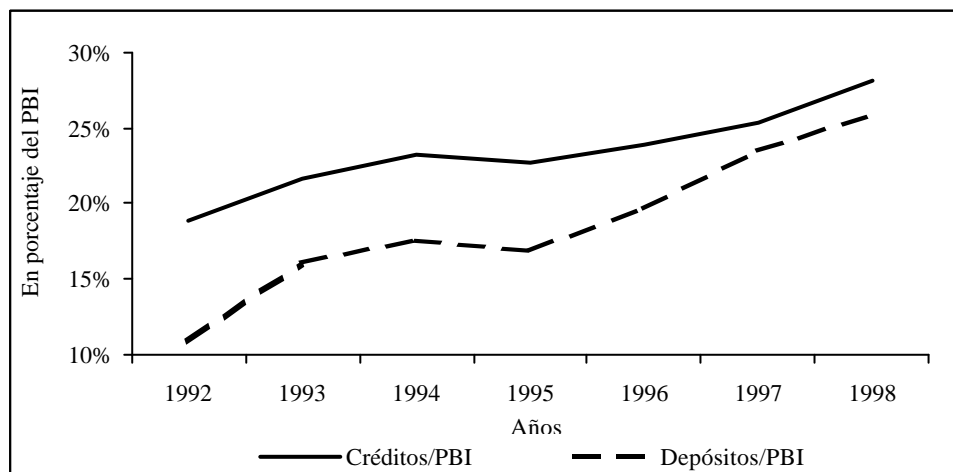
Fuente: BCRA.

En ambas crisis, las dudas sobre el mantenimiento del tipo de cambio, se reflejaron en caídas del nivel de reservas. Sin embargo en la crisis mejicana también actuó un componente financiero que no estuvo presente en la crisis de Asia-Brasil. Mientras durante la primera crisis los agentes retiraron sus pesos y dólares del sistema bancario, en la segunda sólo existió una sustitución de depósitos en pesos por dólares. Como consecuencia, el crédito prácticamente no sufrió alteraciones durante la segunda crisis en tanto que cayó en forma importante durante la primera.

### 3.3.2. La evolución del Financiamiento

A partir del año 1991 el sector bancario comenzó una etapa expansiva tanto de depósitos como de créditos. La estabilidad monetaria y de precios, en el marco de un importante crecimiento económico interno y con bajas tasas de interés internacionales, permitieron a la economía atraer capitales del exterior, conjuntamente con la repatriación de parte del capital que se había retirado en la década anterior.

**GRAFICO N° 17**  
**ARGENTINA. PRESTAMOS Y DEPOSITOS BANCARIOS. 1992-1998**



Fuente: INDEC y Boletines Estadísticos del BCRA.

Se observa entonces que durante la década del noventa las empresas en su conjunto tuvieron acceso a una fuente creciente de crédito para financiar la acumulación de factores productivos. Sin embargo, el sector bancario argentino sigue siendo pequeño cuando se efectúa una comparación internacional. La relación

crédito/PBI es menor, no sólo a la observada en los países desarrollados como Alemania (145%) y EEUU (85%), sino a la que presentan países de la región como Chile (70%), Brasil (53%) y México (37%).

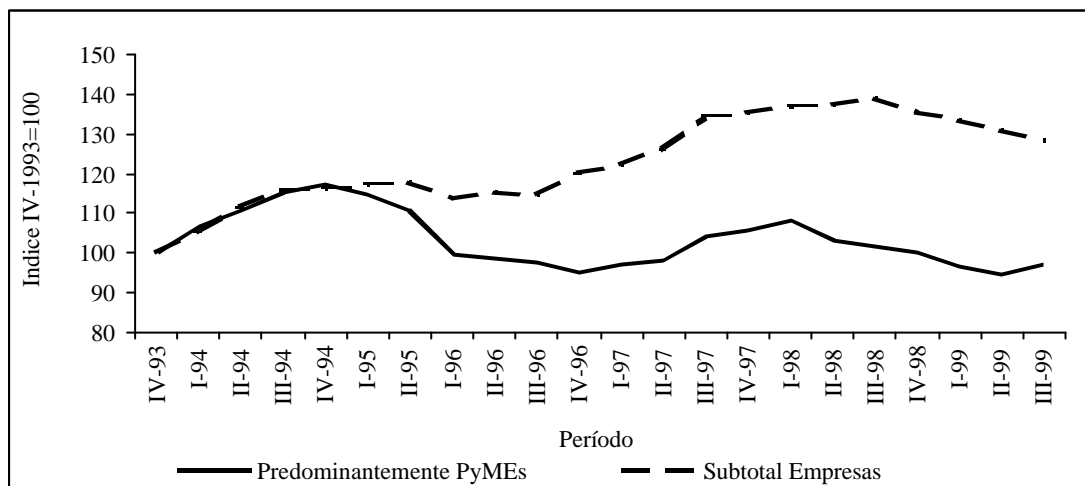
Por otra parte, la evolución de los montos prestados no ha sido homogénea para todas las unidades pro-

ductivas. Si bien no se publican series de préstamos por tamaño de empresas, existen varias posibilidades de verificar la restricción crediticia que han experimentado las pequeñas y medianas empresas, principalmente a partir de la crisis del tequila y el fortalecimiento de las regulaciones.

En primer lugar, utilizando la información<sup>62</sup> de fi-

nanciamiento por actividades se ha dividido a los préstamos de acuerdo a la intensidad de estos sectores en empresas pequeñas y medianas.<sup>63</sup> Así es posible establecer tres grupos de actividades: un grupo con sectores donde predominan las PyMEs, otro con moderada participación de PyMEs y un último con escasa importancia para estas empresas.

**GRAFICO N° 18**  
**ARGENTINA. EVOLUCION SECTORIAL DEL CREDITO. 1993-1998**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA (ver nota al pie 63).

<sup>62</sup> Otra manera de comprobar el racionamiento que experimentaron las PyMEs es observando los créditos por tipos de bancos, que se realiza más adelante.

<sup>63</sup> Para el análisis de la evolución del crédito bancario se dividieron a los sectores productivos en función de la participación de las PyMEs en el valor agregado sectorial y la cantidad de puestos de trabajo generados por empresas pequeñas y medianas, según el Censo Nacional Económico de 1994. De acuerdo a esta selección, las ramas que componen estos grupos son las siguientes: 1- *Predominantemente PyMEs*: del sector manufacturero corresponden Vestimenta y calzado, Productos metálicos, Madera y corcho, Muebles y accesorios; del sector primario corresponden Frutas, Hortalizas y legumbres, Algodón, Caña de azúcar, Vid, y Avicultura y finalmente del sector servicios, corresponde el Comercio minorista. 2- *Medianamente PyMEs*: del sector manufacturero corresponden imprentas y editoriales, cueros y productos del cuero, productos de caucho, maquinaria no eléctrica y manufacturas diversas. 3- *Escasamente PyMEs*: del sector manufacturero corresponden Productos alimenticios, Bebidas, Tabaco, Textil, Papel y productos del papel, Productos químicos, Derivados del petróleo y carbón, Minerales no metálicos, Industrias metálicas básicas, Maquinaria y aparatos eléctricos, y Material de transporte; y del sector servicios corresponden Electricidad, gas, agua y servicios sanitarios, Intermediación financiera, Construcción y Comercio mayorista.

**CUADRO N° 13**  
**ARGENTINA. EVOLUCION SECTORIAL DEL CREDITO.**  
**4<sup>TO</sup> TRIMESTRE 1993/3<sup>ER</sup> TRIMESTRE 1999**  
(Variación porcentual)

	<b>Todo el período (IV-93 / III-99)</b>	<b>Crisis mejicana (septiembre-94 / junio-95)</b>	<b>Crisis Asia-Brasil (septiembre-98 / junio-99)</b>
Predominantemente PyMEs	-2,7%	-3,6%	-7,1%
Medianamente PyMEs	23,5%	-1,4%	-5,3%
Escasamente PyMEs	25,0%	3,6%	-5,0%
Subtotal empresas	28,2%	1,9%	-5,8%
Familias	142,5%	3,3%	8,5%
Gobierno	261,7%	-1,6%	28,9%
Resto	47,8%	3,3%	-6,3%
<b>Total</b>	<b>44,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,0%</b>

*Fuente:* elaboración propia en base a datos del BCRA (ver nota al pie 63).

De esta forma es claro que el crédito al sector donde predominan las PyMEs ha tenido un comportamiento muy diferente al resto de las empresas. Entre 1993 y 1999 (primer y último dato disponible respectivamente) se observa que, si bien el crédito a empresas<sup>64</sup> aumentó menos que el total (28,2% y 47,8% respectivamente), la evolución de préstamos al sector donde predominan PyMEs ha caído (-2,7%).

Existe un claro punto de inflexión durante la crisis mejicana. Durante dicha crisis hubo un marcado racionamiento del crédito a las PyMEs, principalmente vía cantidades. En el análisis del costo de financiamiento se mostrará que las tasas subieron relativamente más para las grandes empresas, aquí se observa que aún en plena crisis este grupo de empresas contaron con la posibilidad de financiarse mediante los bancos. El crédito al sector donde la participación de PyMEs es escasa creció un 3,6%. En suma, durante la crisis mejicana se produjo principalmente un efecto sustitución a favor de las grandes empresas.

Diferente es lo ocurrido durante las crisis de Asia-Brasil. En este período ya se habían realizado las principales reformas del sector bancario y durante la misma se observa una retracción global del

crédito al sector empresas. Sólo el crédito al sector público muestra una variación positiva. De todos modos la restricción fue mayor para el sector predominantemente PyMEs que para el resto.

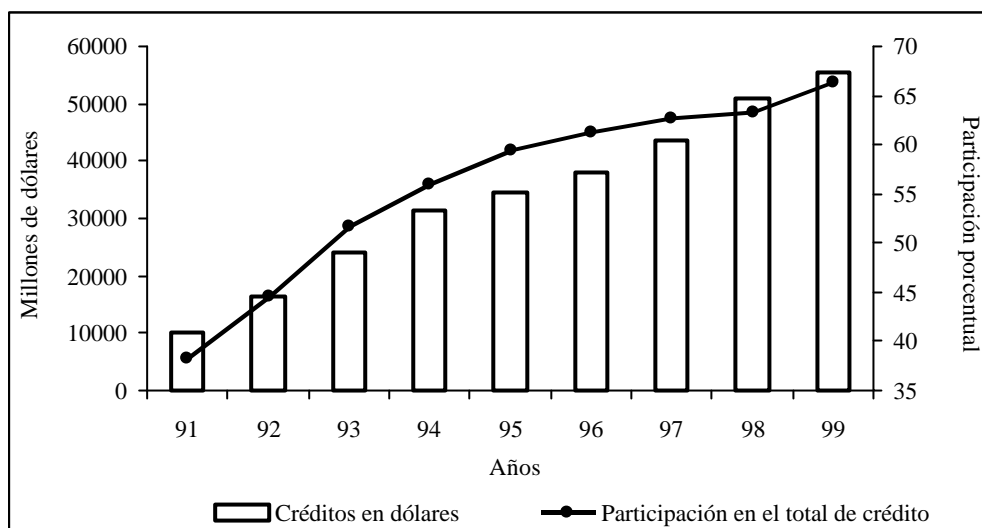
Como se ha dicho, el nuevo régimen monetario también permitió que los activos pudieran mantenerse tanto en pesos como en dólares. Esto generó un paulatino proceso de dolarización de los depósitos y préstamos haciendo que se incrementara la participación de los mismos en los totales de tales variables.

El sector bancario ha trasladado el riesgo cambiario hacia los tomadores de préstamos mediante el otorgamiento de créditos en dólares, a una tasa de interés menor. La diferencia entre esa tasa y la cargada por financiación en pesos refleja el riesgo cambiario. Ahora bien cabe preguntarse si este riesgo cambiario fue cargado por igual por los diferentes tamaños de empresas.

La respuesta es claramente negativa. Mientras que las PyMEs pagan tasas en pesos mayores en un 67% (promedio de la década del '90) a las tasas en dólares, para las empresas de primera línea el diferencial es de 22%. Por otro lado, ante el supuesto de que el financiamiento del sector PyME está compuesto por adelantos en cuenta corriente y créditos personales, estas empresas, a fines de 1999 estaban tomando sólo el 43% de los créditos en dólares, en tanto que para el total del sistema, dicha proporción ascendía al 67%.

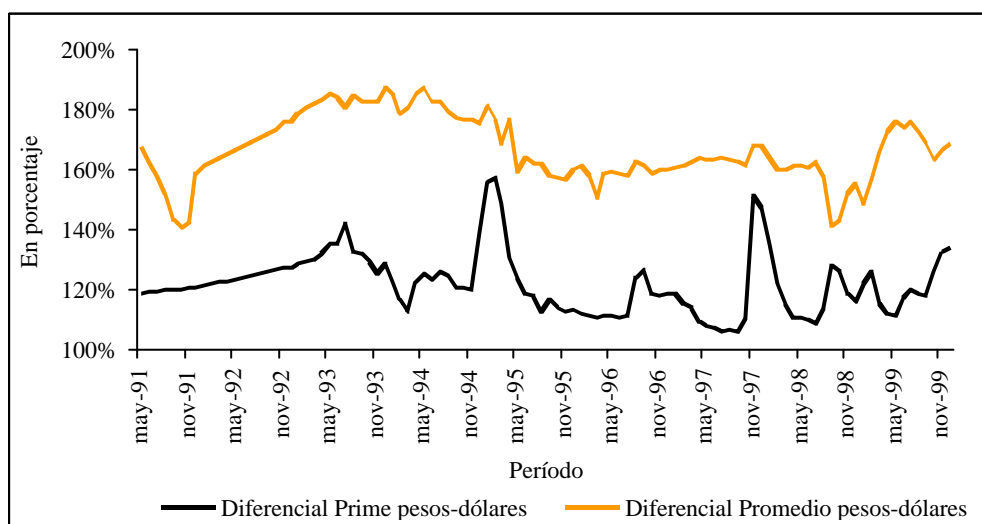
<sup>64</sup> El grupo "empresas" incluye al total de financiaciones otorgadas a la actividad productiva (se excluye créditos a servicios gubernamentales y a familias).

**GRAFICO N° 19**  
**ARGENTINA. DOLARIZACION. 1991-1999**



Fuente: BCRA.

**GRAFICO N° 20**  
**ARGENTINA. RIESGO CAMBIARIO PARA GRANDES Y PYMES. 1991-1999**



Nota: diferencia porcentual entre tasa de interés en pesos y en dólares.

Fuente: BCRA.

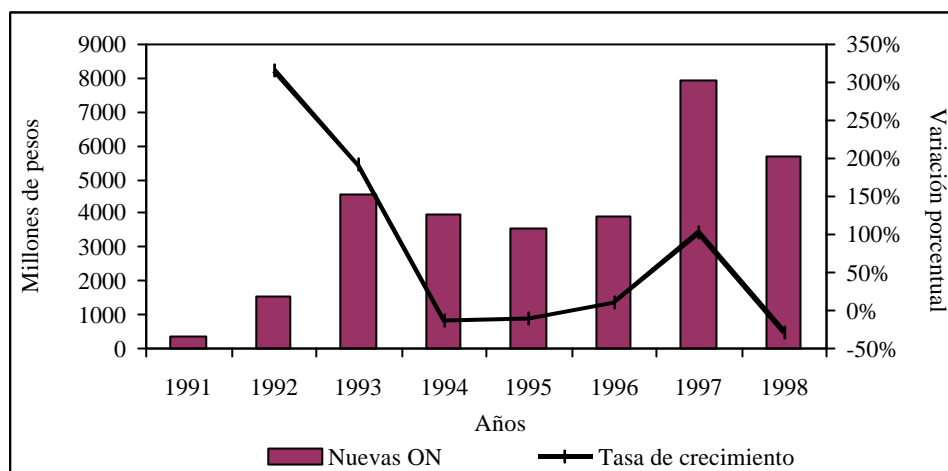
Un problema adicional para las empresas de menor tamaño es la escasa posibilidad de sustitución de sus medios de financiamiento. Esto se verifica observando la escasa participación de PyMEs en el mercado de títulos y el escaso dinamismo que ha presentado el mercado accionario.

La evolución de la emisión de obligaciones negociables (ON) fue incrementándose fuertemente durante

los primeros años de la década de los '90; la incidencia de la crisis mejicana provocó un descenso en las emisiones durante 1994 y 1995, retomándose la tendencia positiva en 1996. El año 1997 fue el que presentó la mayor cantidad de ONs emitidas. De todas maneras esta fuente de financiamiento está muy subutilizada, tomando en cuenta lo sucedido en otros países, tanto desarrollados como en desarrollo (Cuadro N° 14).



**GRAFICO N° 21**  
**ARGENTINA. EMISION DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES. 1991-1998**



Fuente: Comisión Nacional de Valores.

**CUADRO N° 14**  
**IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES EN VARIOS PAISES. 1998**  
 (En porcentaje del PBI)

País	Emisión de nuevas acciones (1)	Emisión de títulos privados (2)	Emisión de títulos públicos (3)	Relación títulos públicos / privados (2)/(3)	Títulos privados más acciones (4)
Estados Unidos	2,23	19,10	6,36	0,33	21,33
Canadá	1,80	-	0,02	-	1,80
Reino Unido	1,24	5,46	1,51	0,28	6,70
Suiza	2,87	5,28	1,63	0,31	8,15
Holanda	10,44	7,16	0,97	0,14	17,60
Alemania	1,08	23,52	-	-	24,60
Dinamarca	1,59	30,75	10,24	0,33	32,33
Sudáfrica	10,77	1,47	0,30	0,20	12,24
Chile	1,39	6,39	3,67	0,57	7,78
<b>Argentina</b>	<b>0,31</b>	<b>1,88</b>	<b>2,85</b>	<b>1,52</b>	<b>2,19</b>

Fuente: elaboración propia en base a Federación Internacional de Bolsas de Valores y FMI.

Como características principales del mercado de títulos resaltan una alta participación del gobierno y una marcada preponderancia de empresas de gran tamaño. A pesar de la iniciativa de establecer un régimen simplificado respecto a las ONs emitidas por PyMEs, estas empresas han incursionado en una muy pequeña fracción de la totalidad de emisiones de este instrumento (Cuadro N° 15).

Respecto al mercado accionario el problema es general, en el sentido que no es específico a un tamaño de empresa. A pesar de que los avances logrados en la estabilidad económica se reflejaron en una mejo-

ra de los indicadores de capitalización bursátil, ésta aún no alcanza niveles deseables para una economía como la de Argentina. Tanto el nivel de capitalización, la emisión de nuevas acciones y el volumen transado están muy por debajo, no sólo de los países desarrollados, sino de aquellos de desarrollo inferior al de Argentina. Este dato es preocupante considerando que el mercado accionario debería ser el mecanismo esencial para el fondeo de capital de largo plazo. La volatilidad y el bajo volumen de este mercado afecta en tal sentido las decisiones de inversión de las firmas.

**CUADRO N° 15**  
**ARGENTINA. EMISIONES DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES**  
**PYMES POR AÑO. 1994-1999**

Año	Monto emitido por PyMEs (en miles de pesos)	Total de ON emitidas (en miles de pesos)	Porcentaje de monto emitido por PyMEs sobre total	Cantidad de emisiones efectuadas por PyMEs
1994	8.300	3.546.000	0,23%	4
1995	5.300	3.319.000	0,16%	2
1996	8.150	3.260.000	0,25%	6
1997	42.670	7.933.000	0,54%	20
1998	34.300	6.668.000	0,51%	15
1999*	18.500	2.180.000	0,85%	7
<b>Totales y tasa promedio</b>	<b>117.220</b>	<b>28.183.800</b>	<b>0,42%</b>	<b>55</b>

Nota: \* hasta 30 de noviembre.

Fuente: elaboración propia en base a CNV.

**CUADRO N° 16**  
**CAPITALIZACION BURSÁTIL Y VOLUMEN ANUAL TRANSADO. 1990 Y 1997**  
 (En porcentaje del PBI)

Región	Capitalización bursátil		Volumen transado	
	1990	1997	1990	1997
<i>Países de altos ingresos</i>	56,4	97,8	32,4	81,9
<i>Países de ingresos medios</i>	19,4	31,8	5,1	22,1
<i>Países de ingresos bajos</i>	10,9	26,5	5,2	11,5
<i>Regiones emergentes</i>				
Este Asiático y Asia Pacífico	16,3	26,4	6,6	41,3
Europa y Asia Central	2,1	23,2	-	10,4
América Latina y Caribe	7,6	30,3	2,1	15,0
Oriente Medio y Africa del Norte	27,8	35,5	1,5	8,6
Sur de Asia	11,3	28,4	5,9	13,1
<b>Argentina</b>	<b>2,3</b>	<b>18,2</b>	<b>0,6</b>	<b>7,9</b>

Fuente: Banco Mundial.

Otro flanco débil del mercado accionario local es el escaso número de sectores económicos que se encuentran representados en él. En este sentido, se nota que los servicios tienen una participación mucho más importante que los productores de bienes transables internacionalmente. Además si se tiene en cuenta el ranking de facturación anual de empresas argentinas en 1998, solo cotizan en bolsa 22 de las principales 100 firmas.<sup>65</sup>

La emisión de acciones en el mercado de capitales argentino durante la década del '90 estuvo signada por la elevada participación de las empresas públicas que fueron privatizadas. En este sentido, se destacan la oferta pública inicial efectuada por YPF que superó los

3.000 millones de pesos y la realizada por las telefónicas que superaron los 2.000 millones.

Aunque el problema del mercado accionario es general no deja de tener importantes consecuencias para los diversos actores económicos. La escasa utilización de este medio de financiamiento hace que las empresas más grandes tengan dos alternativas. Por un lado, algunas emiten acciones en otros mercados, lo que repercute en un menor volumen transado en el mercado local provocando un menor volumen operado, mayor volatilidad y menos incentivos a utilizar esta fuente de financiamiento. Por otro lado, otras se apoyan para su financiamiento exclusivamente en los bancos, desplazando del mismo a aquellas unidades económicas que tienen en los bancos su única fuente de recursos financieros.

<sup>65</sup> En base a Prensa Económica (1998).

**CUADRO N° 17**  
**ARGENTINA. EMISION DE ACCIONES POR SECTOR ECONOMICO. 1991-1999**  
(En millones de pesos)

Sector	Total
Petróleo	3.212,00
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.065,00
Suministro de electricidad, gas y agua	1.856,39
Intermediación financiera	720,27
Industria manufacturera	359,30
Construcción	321,00
Otros servicios	207,32
Comercio al por mayor y al por menor	100,00
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	78,00
<b>Total</b>	<b>8.919,30</b>

Fuente: elaboración propia en base a Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

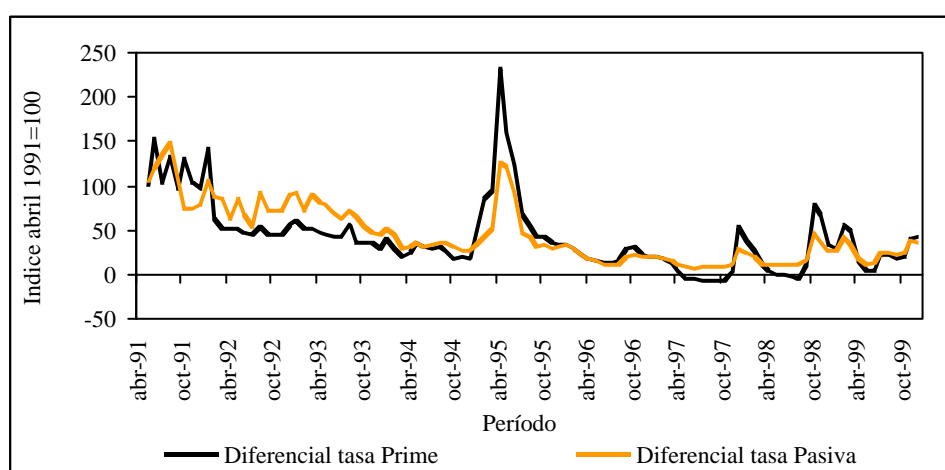
### 3.3.3. Costo del financiamiento

Sobre el costo de financiamiento la conclusión es similar a la observada anteriormente respecto a la cuantía del mismo. Hubo importantes mejoras durante los '90 pero no por igual para todos los participantes.

Respecto al sector bancario, hay que resaltar que durante la década del '90 se produjo una significativa convergencia de las tasas de interés hacia los niveles

internacionales. La convergencia más importante se produjo para el caso de las tasas pasivas y las aplicadas a créditos a empresas de mayor tamaño. En el primer caso, mientras que en 1992 un depósito en Argentina otorgaba una sobretasa de 13 puntos porcentuales, en 1998 esa brecha se redujo a 2 puntos porcentuales con lo que la caída de la misma alcanza al 84%. Para el segundo, una empresa de primera línea de nuestro país pagaba una sobretasa del 6,28 puntos porcentuales en 1992 en tanto que en 1998 esa brecha llegó al 2,47%.

**GRAFICO N° 22**  
**DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERES ENTRE ARGENTINA Y EEUU. 1991-1999**



Nota: diferencia entre las tasas en Argentina (en pesos) y en Estados Unidos.

Fuente: BCRA y Estadísticas Financieras Internacionales. FMI (1999).

**CUADRO N° 18**  
**ARGENTINA. TASAS DEL CREDITO**  
**BANCARIO POR TAMAÑO DE**  
**EMPRESAS. 1995**

Número de empleados	Tasa de interés (en porcentaje)
De 1 a 200 (1)	24,53
De 201 a 500 (2)	23,50
Más de 500 (3)	10,80
Diferencial (1)-(3) (puntos porcentuales)	13,73

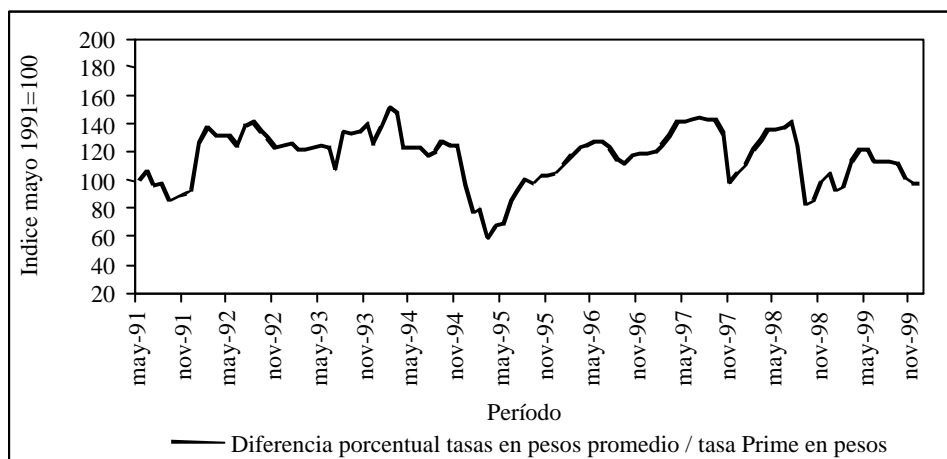
Fuente: FIEL (1996).

Además se observa que ese diferencial se ha mantenido durante toda la década.<sup>68</sup>

Sin embargo en el caso de las pequeñas y medianas empresas persisten altos niveles de tasas. En primer lugar a partir de una encuesta efectuada por FIEL en 1995<sup>66</sup> surge que las empresas pequeñas y medianas (medidas tanto por el número de empleados como por el valor de la producción) deben hacer frente a mayores tasas de interés, que las empresas grandes. Nótese como la prima supera los 13,5 puntos porcentuales respecto de los establecimientos mayores.

En segundo lugar si bien en todo el mundo las PyMEs pagan tasas más altas que las empresas grandes, en Argentina la diferencia es mayor que en otros países. Por ejemplo mientras que las PyMEs argentinas pagan tasas 227% mayores que las grandes, en EEUU el sobrecosto sólo alcanza al 20%.<sup>67</sup>

**GRAFICO N° 23**  
**EVOLUCION DE LA PRIMA CARGADA SOBRE LAS PYMES. 1991-1999**



Fuente: BCRA.

A pesar de algunas fluctuaciones la prima que las PyMEs argentinas pagaron a fines de la década fue similar (incluso mayor) que a comienzos del plan de convertibilidad. Mas aún, durante la mayor parte de este período el diferencial fue mucho mayor que al principio del plan. Hay que remarcar

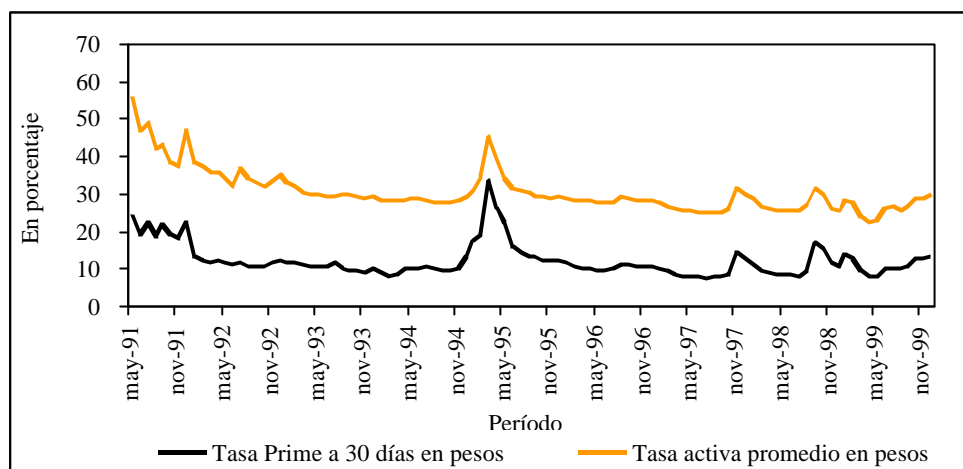
que las significativas bajas que se produjeron hasta fines de 1994 (crisis mejicana) y en septiembre de 1998 (crisis Asia-Brasil), están explicadas más por una suba de la tasa prime que a una baja de la tasa relevante para las PyMEs (ver Gráfico N° 24).

<sup>66</sup> El relevamiento se llevó a cabo entre los meses de abril y junio de 1995. La cobertura de la encuesta fue dirigida al sector manufacturero y dentro de ella a 400 empresas de todos los tamaños, consideradas tanto por nivel de empleo como por valor de ventas.

<sup>67</sup> Este dato surge utilizando el diferencial de tasas de préstamos sin riesgo y de mayor riesgo del "Survey of Term of Business Lending" de la Reserva Federal de Estados Unidos.

<sup>68</sup> La prima cargada sobre las PyMEs se estima en base a la diferencia entre la tasa de interés PRIME y la tasa promedio. La utilización de este diferencial se basa en lo siguiente: de acuerdo a la encuesta llevada a cabo por FIEL entre abril y junio de 1995 el diferencial entre las PyMEs (empresas con menos de 200 empleados) y grandes era de 13,73 puntos porcentuales. Casualmente para ese mismo período ese es el valor que toma el diferencial entre tasa promedio y Prime.

**GRAFICO N° 24**  
**ARGENTINA. TASAS DE INTERES. 1991-1999**



Fuente: BCRA.

Por lo tanto, no sólo las PyMEs argentinas se encuentran más racionadas que en otros países sino que tal racionamiento se ha visto incrementado durante buena parte de la segunda mitad de la década del '90.

La morosidad del sistema es importante porque determina en parte el costo del crédito. El sistema ha avanzado en lograr una caída en el grado de morosidad, especialmente desde las reformas efectuadas a partir de 1995 y este es uno de los elementos que ha contribuido a la reducción de las tasas activas observada con anterioridad.

Luego de haber analizado el sobre costo que pagan las PyMEs en el sistema financiero surge la necesidad de estudiar la evolución de uno de los argumentos tradicionales del mismo: la morosidad de este tipo de empresas. Si bien no existen datos disponibles que muestren la evolución de la morosidad por tamaño de empresa directamente, es posible estimarlo a través del financiamiento por actividades. Así se clasifican los sectores de acuer-

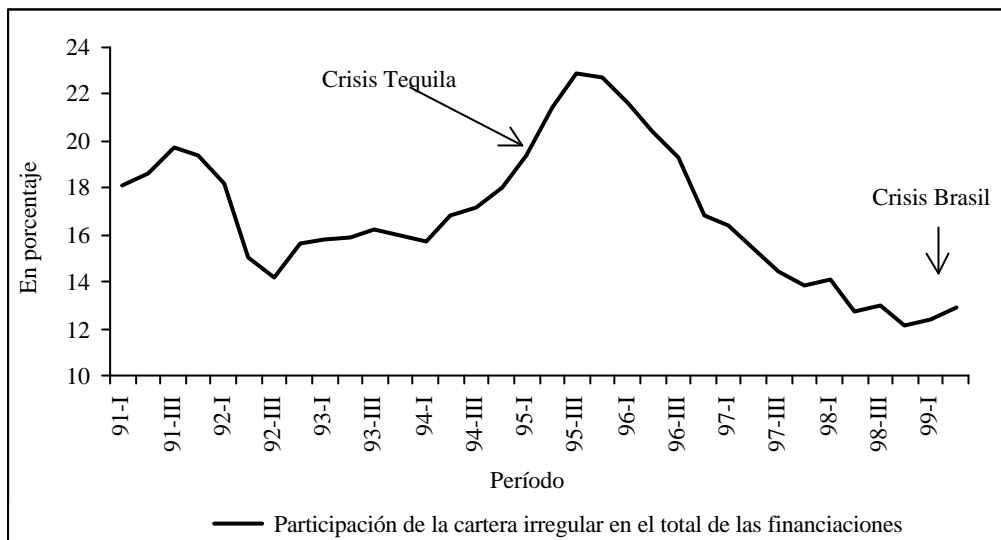
do a la importancia de las empresas PyMEs.<sup>69</sup>

El sector predominantemente PyMEs tiene un porcentaje de morosidad mayor que el resto, pero la evolución del mismo hasta 1995 no ha presentado una trayectoria muy distinta al resto de los sectores de la economía. Es a partir de 1996 que comienza a observarse un crecimiento por encima del promedio, pero no se puede descartar que sea como consecuencia de la restricción crediticia que experimentaron estas empresas a partir de dicho período. Esto evidencia una doble causalidad entre morosidad y restricción del crédito.

En el caso del mercado de capitales es importante mencionar que la racionalización del crédito de las PyMEs vía emisión de ONs no está dada por los niveles de tasas, las mismas se ubican en torno a las que obtienen las empresas de primera línea en el mercado bancario local. Esto da un indicio de la potencialidad que puede brindar este tipo de instrumento.

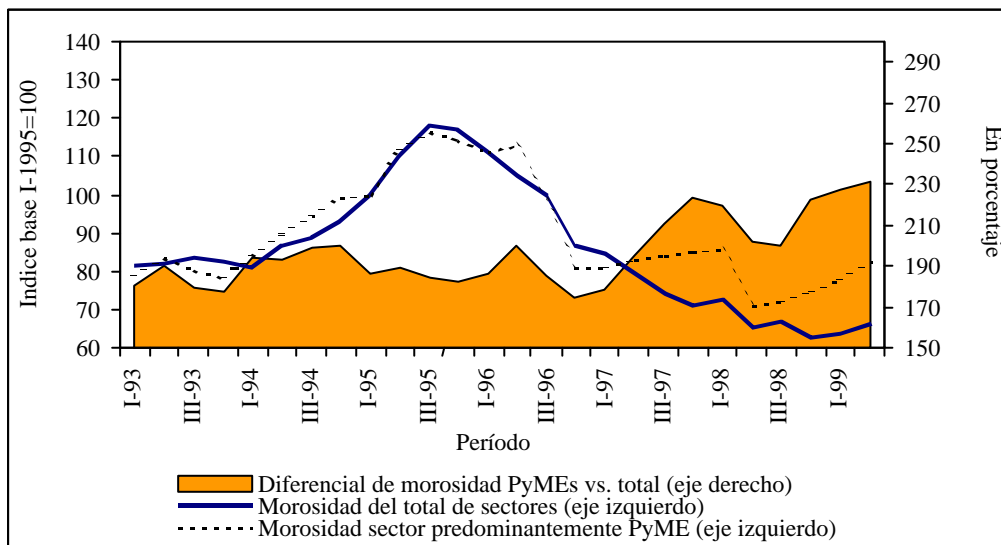
<sup>69</sup> Ver nota al pie 63.

**GRAFICO N° 25**  
**ARGENTINA. MOROSIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO. 1991-1999**



Fuente: BCRA.

**GRAFICO N° 26**  
**ARGENTINA. MOROSIDAD EN PRESTAMOS BANCARIOS. 1993-1999**



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

**CUADRO N° 19**  
**ARGENTINA. COSTO DE FINANCIAMIENTO DE LAS**  
**PYMES EN EL MERCADO DE VALORES**

Año	Tasa promedio ponderada por monto de las obligaciones negociables	Plazo promedio ponderado por monto
1994	12,6%	4,6
1995	16,7%	5,1
1996	12,8%	2,1
1997	10,8%	4,0
1998	11,2%	4,9
1999*	11,1%	3,0
<b>Totales y tasa promedio</b>	<b>11,66%</b>	<b>3,9</b>

Nota: \* hasta 30 de noviembre.

Fuente: elaboración propia en base a CNV.

### 3.3.4. Concentración

Durante la década del '90 se ha producido una reducción en el número de entidades nacionales tanto públicas como privadas y sólo los bancos extranjeros aumentaron su número. La caída en los bancos privados nacionales se debe a un doble motivo. En primera medida se encuentra la contracción

de los bancos cooperativos que no pudieron resistir a la crisis del tequila y en segundo lugar se encuentra el fuerte ingreso de capitales externos a la industria bancaria que con una política de adquisición de entidades nacionales contribuyó a tal proceso. Finalmente, la política de privatización de la banca pública permite explicar la caída en el número de bancos públicos.

**CUADRO N° 20**  
**ESTRUCTURA DEL SISTEMA BANCARIO**

Tipo de entidad	Diciembre 92		Diciembre 94		Diciembre 96		Diciembre 98		Julio 99		Diciembre 99	
	Entidades	Sucursales	Entidades	Sucursales	Entidades	Sucursales	Entidades	Sucursales	Entidades	Sucursales	Entidades	Sucursales
Total de bancos públicos	36	1.765	33	1.659	21	1.455	18	1.391	14	1.341	15	1.358
Bancos privados nacionales	59	1.077	66	1.198	53	2.185	45	1.339	43	999	38	978
Bancos privados extranjeros	31	347	31	360	39	378	38	1.380	39	1.741	21	1.437
Bancos cooperativos	41	797	38	842	6		4	227	3	231	2	225
<b>Total de bancos privados</b>	<b>131</b>	<b>2.221</b>	<b>135</b>	<b>2.400</b>	<b>98</b>	<b>2.563</b>	<b>87</b>	<b>2.946</b>	<b>85</b>	<b>2.971</b>	<b>78</b>	<b>2.967</b>
<b>Total bancos</b>	<b>167</b>	<b>3.986</b>	<b>168</b>	<b>4.059</b>	<b>119</b>	<b>4.018</b>	<b>105</b>	<b>4.337</b>	<b>99</b>	<b>4.312</b>	<b>93</b>	<b>4.325</b>

Nota: \* incluye cooperativos.

Fuente: BCRA.

Concomitantemente con la reducción en el número de bancos se produjo un redireccionamiento de los depósitos desde el resto del sistema financiero hacia los bancos más grandes y sólidos. Así, los 20 mayores bancos pasaron de concentrar el 65,3% del total de depósitos en diciembre de 1994 al 83,7% en junio de 1999.

Los procesos mencionados generaron algunas consecuencias no deseables. En primer lugar se encuentra el efecto sobre las PyMEs, las que se vieron afectadas en doble manera. Este tipo de empresas poseen una relación muy estrecha con los bancos cooperativos y los bancos públicos, por lo que el proceso de contracción de tal tipo de bancos

ocurrido a partir de 1995 debe haberlas afectado de sobremanera. Téngase en cuenta que de 38 bancos cooperativos existentes en diciembre de 1994 se pasó a un total de 3 en 1999 y de 36 bancos públicos se pasó a 14. Más claro es el dato de préstamos, los bancos públicos y cooperativos perdieron participación en el otorgamiento de créditos en 14 y 6 puntos porcentuales respectivamente.

Además el proceso de reducción del número de entidades consistió básicamente en la absorción de entidades pequeñas por parte de grandes bancos y no en la constitución de bancos grandes a través de la unión de varios pequeños. Como se ha mencionado en el primer capítulo esto pudo haber reducido el financiamiento disponible hacia las PyMEs

dado que se produce una pérdida en el conocimiento de los clientes. En segundo lugar se encuentra la estrategia de apertura de sucursales en aquellas provincias más prósperas para competir por el mercado, lo cual las benefició en relación al resto. Por un lado, existe evidencia (Burdisso y D'Amato, 1999) que los bancos situados en esas provincias (las que poseen mayores préstamos y depósitos per cápita) se encuentran menos concentrados, son más eficientes, están sujetos a mayor competencia y poseen menores beneficios que los bancos de las zonas menos desarrolladas. De esta manera, las provincias más prósperas se benefician de mercados más competitivos lo que también pudo haber llevado a que el crédito se concentrara en ellas.

**CUADRO N° 21**  
**ARGENTINA. BANCOS Y PYMES**

	Bancos			
	Públicos	Privados	Cooperativos	Total
<b>Empresas por número de empleados</b>	<b>Estructura de financiamiento bancario (en porcentaje)</b>			
De 1 a 200	39%	45%	18%	100%
De 201 a 500	26%	70%	5%	100%
Más de 500	32%	61%	7%	100%
<b>Total empresas</b>	<b>41%</b>	<b>46%</b>	<b>13%</b>	<b>100%</b>
<b>Año</b>	<b>Participación en los préstamos</b>			
1994	44%	48%	8%	100%
1999	29%	69%	2%	100%
Diferencia	-14%	20%	-6%	

Fuente: FIEL (1996) y BCRA.

### 3.4. ALGUNAS REFLEXIONES

El efecto que tienen la falta de instrumentos financieros alternativos y los cambios en las regulaciones del sistema financiero vistos en el primer capítulo, no son sólo especulaciones teóricas. La evolución de la economía argentina en los '90 confirman aquellas conclusiones.

El profundo proceso de reforma económica y los

logros en términos de crecimiento y estabilidad son innegables, pero quedan muchas asignaturas pendientes (equidad, volatilidad). Lo mismo sucede en el sistema financiero, las reformas que se han realizado han logrado una mayor solidez y una evolución favorable del costo y de la cuantía del financiamiento, pero no para todos por igual. Estos resultados han sido a costa de desplazar algunos actores y no de solucionar sus problemas de fondo. En el próximo capítulo se esbozan algunas ideas en este sentido.



## Capítulo 3

# Resumen y políticas

### 1. INTRODUCCION

El análisis realizado en este trabajo tuvo como punto de partida la sensación de inconformismo sobre el proceso de crecimiento que experimentó Argentina en la década del '90 y en cómo la forma de crecimiento puede condicionar la continuidad del proceso emprendido. Luego se buscó fundamentar por qué el financiamiento tiene que ver con estos hechos. En esta parte se vuelve a un análisis de carácter normativo para resumir algunas ideas sobre los caminos a recorrer.

Para ello, en primer lugar es necesario reflexionar sobre el tipo de crecimiento que se tiene en mente. Si bien se han realizado fuertes insinuaciones en el resto del trabajo, es necesario explicitarlo más detalladamente, para fijar un objetivo al cual se dirijan las reformas a realizar.

En segundo lugar y habiendo demostrado la necesidad del ahorro para crecer cabe preguntarse sobre las maneras de incrementarlo. Por último y sabiendo que el ahorro es una condición necesaria pero no suficiente, restará preguntarse cuáles son las correcciones que se deben introducir en el sistema financiero para que el mismo responda en forma más consistente a los objetivos planteados. Seguramente, en lo que sigue no estarán todas las respuestas, pero se espera dar por lo menos los primeros pasos.

Hay un hecho para resaltar desde el principio y se reflejará en este capítulo: los problemas del ahorro y de la intermediación financiera no se solucionan únicamente con medidas específicas sobre cada uno de estos aspectos. La solución de los mismos también tiene que ver con problemas de fondo de la economía como la calidad del gasto público, la evasión, la informalidad, la competitividad, la modernización del mercado de trabajo y la consecuente redefinición de la seguridad social.

### 2. UNA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO

Como se expuso en la introducción de este trabajo, gran parte de la evidencia presentada destaca una asociación positiva entre crecimiento y equidad. Se plantea sí un debate acerca de la causalidad; no es claro si más crecimiento conduce espontáneamente a una distribución más equitativa del ingreso o si la

equidad es un prerequisite para crecer. En el caso de Argentina, está claro que el crecimiento, por sí solo, no necesariamente mejora la equidad, pero también es cierto que es difícil mejorar la misma en una economía estancada. En una sociedad donde hay grandes desigualdades distributivas, es más fácil y seguramente políticamente más viable distribuir más equitativamente la nueva riqueza (los incrementos), que tratar de redistribuir la existente.

En esto el crecimiento y la forma en la que se crece adquieren gran importancia. Si lo que existe está desigualmente distribuido, en parte se debe a la situación de la cual se partió, pero también es consecuencia de una forma de crecimiento que tuvo implícita esa determinada distribución. En ese caso, seguir creciendo de la misma manera hará perpetuar las desigualdades y puede poner en dudas la continuidad del proceso. Por lo tanto, es necesario crecer pero también es importante la forma en la que se crece.

Lo mismo sucede con la volatilidad. La misma puede deberse a factores externos y en este caso es difícil plantearse objetivos de política, pero en muchos casos se debe a problemas asociados a la estructura económica interna, como un sistema financiero poco desarrollado o una concentración del destino de las exportaciones. Aquí también surge como relevante la estrategia de crecimiento. No hacer nada para desarrollar, profundizar y completar el sistema financiero o no mejorar la competitividad de la economía, implicará seguir creciendo en forma volátil con los consecuentes efectos sobre la inversión (vía mayor incertidumbre) o la equidad (vía menor inversión en capital humano, altas tasas de interés internas, mayor pobreza, etc.).

Esto no debe llevar a recomendaciones de política que especifiquen qué se debe producir y cómo. El mercado funciona bien en muchos casos y allí no es necesario ese tipo de intervención. Pero también, en algunos casos, el mercado no existe o funciona inadecuadamente o genera resultados diferentes a las preferencias sociales y es aquí donde debe hacerse hincapié en la estrategia de crecimiento.

El sistema financiero es el que mejor ejemplifica lo anterior. Por ejemplo, para expandir sus actividades y generar más empleos, las empresas necesitan créditos en muchos casos de largo plazo pero es claro que, para un mismo proyecto de inversión, algunas empresas lo consiguen fácilmente y otras no. En parte esto puede explicarse por razones internas a las empresas,

pero en muchos casos hay factores que están más allá de su manejo. Es decir, el mercado funciona muy bien en algunas partes y no existe en otras. No hacer nada significa aceptar la distribución de la riqueza y la volatilidad que tiene implícito dicho crecimiento.

Analizando la década del '90, se observa que si bien la economía recuperó una dinámica perdida, lo hizo en una forma desequilibrada, mostrando lo que se puede denominar un crecimiento dual o excluyente, fruto principalmente de la coexistencia de sectores, regiones y personas con un amplio diferencial de productividad. Esto plantea la necesidad de que desde el Estado se analice la posibilidad de realizar acciones que contribuyan a un crecimiento más homogéneo de la productividad.

Siguiendo con este enfoque, un crecimiento elevado y estable constituye lo que se podría llamar una condición *cuantitativa* necesaria para facilitar la generación de nuevos puestos de trabajo y se mejoren las condiciones de la población. Sin embargo, también resulta importante realizar ciertas observaciones respecto a la *calidad* del crecimiento, ya que según sea la modalidad del mismo serán diferentes los resultados que genere en términos de

las variables mencionadas: volatilidad y equidad.

Para ello toman importancia la necesidad de incrementar el ahorro y el desarrollo de un mercado financiero que cumpla efectiva y eficientemente su rol.

### 3. LA NECESIDAD DE INCREMENTAR EL AHORRO

La teoría del crecimiento neoclásica, aunque insuficiente para explicar todos los problemas financieros (por ejemplo los relacionados con la intermediación), es clara en establecer los vínculos entre ahorro y crecimiento. La inversión es la forma a partir de la cual una economía incrementa su acervo de factores productivos, desarrolla nuevas técnicas y, por lo tanto, crece. Para invertir debe existir un monto adecuado de ahorro.

La necesidad de incrementar el ahorro surge claramente cuando se observan los datos de la inversión. Aún cuando se experimentó un incremento fuerte en la inversión privada durante los '90, no es claro que la misma sea suficiente para mantener un proceso de crecimiento sostenido.

**CUADRO N° 22**  
**ARGENTINA. LA INVERSION EN RELACION**  
**AL RESTO DEL MUNDO**

	Inversión	
Muestra completa	23,0% (1,1%)	(~H0)
Muestra OECD	19,90% (0,7%)	(H0)
Muestra Asia emergente	32,8% (1,8%)	(~H0)
Muestra América Latina	21,30% (1,3%)	(H0)
Muestra desarrollo bajo	22,30% (1,4%)	(H0)
Argentina	18,9% (1,0%)	

Nota: la muestra completa (promedio de los últimos 5 años en que se dispone de datos para cada país), corresponde a los países incluidos en el Cuadro N° 2.

Fuente: elaboración propia en base a Estadísticas Financieras de FMI.

Los datos muestran que los niveles de inversión en Argentina se encuentran por debajo de los niveles mundiales; la diferencia es aún más marcada si se la compara con los niveles de los países que más creci-

miento experimentaron en las últimas décadas (Asia Emergente). Más aún, la tasa de inversión en Argentina se encuentra a niveles similares tanto a la de los países de desarrollo más bajo como a la de los países

de la OCDE. Es claro, sin embargo, que la semejanza con estos últimos, no debería ser tomada como algo positivo. De hecho, dichos países ya han alcanzado un desarrollo lo suficientemente alto como para mantenerse con una baja tasa de inversión. Aún más, una relativamente baja tasa de inversión sería consistente con los postulados de la teoría de la convergencia.

Como se mostró en el Capítulo 2, la posibilidad de incrementar el nivel de ahorro enfrenta ciertas restricciones. Un mayor ahorro privado se encuentra condicionado en el plano social; un mayor ahorro público basado en una mayor presión tributaria tendería a producir un desplazamiento equivalente en el ahorro privado (a través de la reducción del ingreso disponible), dejando inalterado el tamaño del ahorro total; en tanto que la sostenibilidad del ahorro externo se ve afectada por la rentabilidad de los destinos de tales fondos.

Habida cuenta de estos condicionantes, se pueden plantear sólo dos sentidos en los que puede avanzar el Estado con el propósito de elevar el ahorro: 1) elevar el ahorro público a través de medidas de reducción del gasto público y 2) elevar la sostenibilidad del ahorro externo impulsando una mayor competitividad genuina (que garantice la capacidad de generar divisas de los proyectos de inversión) e incrementando la rentabilidad del gasto público (de modo de disipar las dudas respecto del problema de la transferencia interna).

La primera alternativa encuentra impedimentos en el frente social, ya que gran parte del gasto es, precisamente, gasto social. Por ello se considera que la segunda alternativa, si bien más trabajosa, es la más promisoría en función de la forma de crecimiento planteada. Tanto el incremento de la competitividad, como la mejora en la rentabilidad del gasto público, tienen un denominador en común que es la calidad de las políticas públicas. Sin embargo, si Argentina no es capaz de elevar la eficiencia del estado, indefectiblemente, la sostenibilidad de la estructura de ahorro clama por una reducción en el tamaño del mismo.

## **4. LA INTERMEDIACION FINANCIERA**

Más allá de la necesidad de un mayor ahorro, el perfeccionamiento de la intermediación financiera se ubica en un terreno quizá más fructífero para mejorar las condiciones de financiamiento. De lo expuesto en los capítulos previos se desprende que existen dos tipos de medidas posibles: de índole general y otras destinadas a solucionar problemas específicos del sector más afectado por la falta de financiamiento, el sector PyME.

Dentro de las medidas generales, la discusión no debería girar tanto en torno al perfeccionamiento del sector bancario a través de cambios sustantivos en su regulación prudencial sino más bien en la búsqueda de instrumentos complementarios al sistema bancario.

En el caso de las medidas específicas para PyMEs, el objetivo sería recabar dentro de la regulación actual, las causas más profundas de la segmentación del mercado financiero.

### **4.1. MEDIDAS GENERALES**

#### **4.1.1. Regulaciones del sector bancario**

Sobre el sector bancario en el Capítulo 1 se describieron diferentes alternativas para los países en desarrollo que cumplen con el mismo fin. Por ejemplo, era posible que el objetivo de mayor estabilidad sistémica se logre con mayor regulación prudencial o alternativamente con mayor concentración. En Argentina se ha avanzado en los dos aspectos a la vez, se ha regulado más fuertemente y se ha incrementado la concentración, lo que ha sobreasegurado al sistema, logrando mayor solidez, pero al costo de un gran incremento en la restricción crediticia.

En el Capítulo 2 se indicó que el sistema cuenta con fondos suficientes (40 % de los depósitos) para controlar una crisis de liquidez sistémica. A esta conclusión se llegó después de considerar que en el caso del efecto tequila el retiro de fondos alcanzó al 18% de los depósitos mientras que en la actualidad se cuenta con una masa muy superior de recursos a la que se puede acceder para enfrentar un eventual shock negativo. Además se mostró que los requisitos de liquidez alcanzan los \$ 17.600 millones, por lo que una eventual reducción de los mismos provocaría un incremento importante en el stock de recursos disponibles para ser utilizados por las empresas de nuestro país.

Sin embargo, hay que resaltar que éste es el efecto principal que tendría tal reducción de encajes, ya que, como se expuso en el Capítulo 2, la influencia sobre la tasa no sería tan importante y nada garantiza que la mayor capacidad prestable se transforme en recursos disponible para los sectores actualmente racionados, en tanto la regulación sobre el riesgo de las carteras permanezca inalterada.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Lo mismo es aplicable para la discusión de otro tipo de medidas, tales como el control de capitales. Si bien una economía que es capaz de implantar un control efectivo de capitales podría en principio alivianar las exigencias de liquidez no es claro que ello sirva para resolver los problemas de segmentación bancaria.

En este sentido, medidas orientadas a desarrollar nuevos instrumentos, complementarios al sistema bancario, constituiría un terreno más fructífero a explorar. Dichos instrumentos podrían devenir de dos caminos: por un lado, un mayor desarrollo del mercado de capitales, tanto de bonos como de acciones. Esto si bien no tendría un efecto directo sobre el sector racionado, sí lo afectaría positivamente el hecho que las grandes empresas utilicen más intensivamente esa alternativa, ya que se reduciría la competencia por los fondos bancarios.

Por otro lado, existe margen para la conformación de un espacio mixto tal como el sugerido por el enfoque de “mutual fund banking”, de modo que bancos (u otras entidades) especializados en el financiamiento PyME, puedan escapar a la exigente regulación prudencial modificando su fondeo, a través de cuotas partes por ejemplo.

#### 4.1.2. Desarrollo del mercado de capitales

Las políticas necesarias para mejorar la eficiencia del mercado bursátil local deben apuntar a la continuidad de las reformas tendientes a brindar información celer y oportuna a los inversores, además de fortalecer los mecanismos normativos que aseguren la credibilidad para los inversores internacionales.

La **disminución de la participación del gobierno como demandante de fondos** en el mercado es otra condición que debe asegurarse para aumentar la penetración del mercado bursátil en la cartera de los inversores locales e internacionales y coherente con lo dicho anteriormente sobre el ahorro público.

Un **cambio en la regulación de los márgenes de inversiones de los Fondos de Pensión**, restringiendo la inversión en títulos públicos y depósitos a plazo fijo a favor de una mayor exposición en acciones y títulos privados, puede también redundar en beneficios hacia la estabilización y desarrollo del mercado bursátil argentino.

Se debería **instaurar la figura de market maker** (creador de mercado) con el fin de que un agente mantenga el control de un papel accionario y que responda ante eventuales excesos de oferta o demanda. Esta figura podría crearse para acciones que tengan una liquidez escasa en el mercado.

Por otra parte, sería deseable brindar **más preponderancia a los mercados electrónicos y unificar todos los mercados**. Esto último ya se está observando en los países centrales (ej: fusión del AMEX y el NASDAQ en Estados Unidos).

También se podría analizar la posibilidad de **funcionar de forma cada vez más coordinada con los**

**mercados de Brasil**, tanto en cuanto a normativa como a operatoria. La integración tiene como objetivo hacer más competitivo al mercado en un escenario global, con la existencia de una mayor cantidad de emisores, productos, servicios y participantes, tanto inversionistas como intermediarios, lo cual resulta en una mayor posibilidad de competencia. Por otra parte, los procesos de integración también buscan una mejora de eficiencia a través de una reducción importante en los costos de infraestructura y desarrollo del mercado.

Se debería **difundir en mayor medida el régimen simplificado de cotización de nuevos proyectos**, ya que el mismo posibilitaría un potencial de financiamiento importante; aquí seguramente se chocará con aspectos culturales que hacen al empresario poco proclive a abrir su capital a terceros.

Podría evaluarse la posibilidad de **equiparar el tratamiento impositivo que recae sobre el financiamiento con crédito bancario y acciones**. La posibilidad de deducir los intereses de la deuda bancaria en el impuesto a las ganancias (“expensing”) desestimula el financiamiento en el mercado de capitales y por ende el desarrollo del mismo. Esto es particularmente importante en un contexto en el cual el financiamiento de largo plazo es sumamente escaso (acciones y obligaciones negociables).

Los esfuerzos necesarios para lograr la **recategorización del país como investment grade**, tendrían un efecto muy positivo en todas las variables relevantes del mercado de capitales local ya que fondos extranjeros que en su mayoría están restringidos por ley a invertir en países sin dicha calificación, podrían destinar importantes sumas para financiar proyectos en nuestro país.

#### 4.1.3. Una banca de riesgo menos regulada

Este tipo de instrumento debería apuntar a la creación de nuevos intermediarios que posibiliten canalizar inversiones de alto riesgo hacia la financiación de PyMEs. Ello podría implementarse a través de entidades que basen su estructura de fondeo en el mercado de capitales, mediante la colocación de cuotas partes de su cartera de activos, por ejemplo.

De este modo se rompería el descalce entre los activos contingentes y los pasivos nominales fijos que afecta a los bancos tradicionales. Así, estas entidades no afrontarían riesgo de corrida, ya que su pasivo (las cuotas partes) se adecuarían al valor de sus activos y por ende no sería necesario que contaran con reservas de liquidez, ni con ningún otro tipo de mecanismo

destinado a evitar tales episodios. El atractivo específico de cada una de estas entidades residiría en su habilidad de detectar buenos clientes.

## 4.2. PROBLEMAS ESPECIFICOS DE LAS PYMES

Los problemas informativos y la falta de garantías suelen ser la causa principal de la restricción financiera que enfrentan estas empresas. Los emprendimientos que no disponen de garantías elegibles deben acudir a otros mercados menos institucionalizados y formalizados para conseguir financiamiento por montos restringidos. Las condiciones de financiamiento allí obtenidas normalmente no dependen de la bondad de los proyectos y, en general, terminan siendo más onerosas y menos adecuadas. Es importante que se preste especial atención a las firmas que pretenden ingresar a un determinado mercado o crear uno nuevo, ya que son las que enfrentan mayores problemas informativos. Por tal razón, este último grupo de empresas no accede al financiamiento de terceros y el inicio de su actividad depende exclusivamente de la disponibilidad de fondos propios, los cuales lógicamente son bajos debido a la etapa en la cual se encuentra la firma.

### 4.2.1. Problemas de información

Podría *subsidiarse la actividad de calificación de PyMEs* debido a que enfrentan severas restricciones para financiar este tipo de servicios. Esto posibilitaría tener mejor información sobre estas empresas lo cual les permitiría acceder más fácilmente al financiamiento de terceros, en particular a la colocación de obligaciones negociables y acciones, mercados en los cuales prácticamente no tienen participación. De ser posible, el acceso a los subsidios debería determinarse a través de licitaciones competitivas. Esta medida está en línea con las políticas de crédito de mercado, en las cuales se recomienda subsidiar el establecimiento de los riesgos de créditos y al proceso de desembolso, seguimiento y cobro de los préstamos a esas empresas (costos de transacción) y no a las tasas de interés de esos créditos.<sup>71</sup> Además, la existencia de tasas subsi-

---

<sup>71</sup> El subsidio a las tasas de interés no tiene un justificativo analítico en un contexto donde el racionamiento de créditos a las PyMEs se origina principalmente en la falta de información sobre sus riesgos de crédito y el elevado costo para establecerlos en relación a los reducidos montos de crédito que demandan (CEPAL, 1999).

diadas puede obstaculizar el desarrollo espontáneo de los mercados de crédito y capital hacia ese tipo de empresas y facilitar el financiamiento de proyectos poco rentables.

### 4.2.2. Garantías

Régimen de *garantías públicas* para PyMEs. Esto permitiría reducir el costo del crédito destinado a este tipo de empresas. No obstante, puede traer aparejado problemas de riesgo moral,<sup>72</sup> con el consecuente costo fiscal. El Banco Mundial (1987) elaboró un estudio comparativo de esquemas de garantías de créditos en 10 países desarrollados y 17 países en vías de desarrollo, a partir del cual se concluyó que, en general, los esquemas de garantías públicos tuvieron escaso impacto en la disponibilidad de fondos destinados al financiamiento de PyMEs. No obstante, este mismo informe también encontró que el éxito de este instrumento depende crucialmente de los recursos afectados a su funcionamiento y de las reglas y regulaciones respectivas. El estudio concluye que el mismo constituye un instrumento válido y atractivo para fomentar las PyMEs, principalmente en los países en desarrollo, donde la escasez de financiamiento ha constituido una severa restricción para el crecimiento de dichas empresas (FIEL, 1996). Para que estos esquemas funcionen adecuadamente se requiere: (i) que el gobierno, los empresarios y los bancos asuman parte del riesgo; (ii) no se debe evitar que los bancos asuman un nivel normal de riesgo; (iii) no se deben financiar proyectos de dudosa viabilidad; (iv) monitoreo constante; (v) hacer una buena previsión a fin de establecer la magnitud del fondo de garantías.

### 4.2.3. Mercado de valores y PyMEs

El régimen especial de emisión de obligaciones negociables para PyMEs vigente en Argentina debería incluir mecanismos que faciliten la generación y presentación de información por parte de este tipo de firmas. A pesar de haberse reducido significativamente los requisitos administrativos en el proceso de emisión, las carencias de información son el principal factor explicativo del escaso alcance que ha adquirido este instrumento. Es importante mejorar los mecanismos de información acerca de las ventajas de incursionar en el mercado de ON (especialmente referidas

---

<sup>72</sup> La falta de activos elegibles como garantía representa una limitación objetiva de acceso al mercado de crédito para las PyMEs (Vicens, 1997).

a las tasas que se pueden obtener), además de diseñar instrumentos mediante los cuáles los inversores institucionales tengan una menor aversión a financiar este tipo de proyectos. En este sentido es importante la realización de ferias empresariales donde propietarios de PyMEs e inversores se reúnan con el objeto de lograr reducir las asimetrías informativas existentes en el mercado.

Más allá de las medidas que se implementen para reducir los problemas informativos, la evidencia internacional destaca la existencia de algunos instrumentos que deberían ser considerados de posible aplicación en nuestro país a fin de facilitar el acceso de las PyMEs al mercado de valores. Por ejemplo, en el Reino Unido se diseñaron dos esquemas tendientes a incentivar la inversión en empresas pequeñas no listadas en el mercado de valores: Venture Capital Trust (VCT) y el Enterprise Investment Scheme (EIS). Ambos programas contemplan exenciones o reducciones de impuestos a los inversores que satisfacen ciertas condiciones.

La **creación de mercados de capitales específicos para PyMEs** es una tendencia que se viene desarrollando en Europa en los últimos años; el Alternative Investment Market en Londres, los Nouveau Marché en París y Bruselas, el Neuer Markt en Frankfurt, el Metim de Milán y el Nmax en Amsterdam son pruebas de ello. Esta segmentación del mercado tiene como antecedente cercano la creación del NASDAQ SmallCap Market de Estados Unidos; siendo el objetivo principal brindar alternativas de financiamiento a empresas que, por su tamaño o antigüedad, no puedan cumplir con los requisitos de los mercados de capitales tradicionales. En Europa se avanzó regionalmente mediante la creación del EURO.NM. a través del cual las entidades bursátiles miembros de la UE, se mantienen interconectadas para negociar las acciones de empresas PyMEs que cotizan en cada una de ellas. Siguiendo a Erpen (1999), las características propias de estos mercados son las siguientes: (i) no hay requisitos, o son mínimos, respecto del capital y antigüedad de la empresa postulante; (ii) lo que se exige es que sean de rápido crecimiento, con vitalidad comercial, innovadoras y preferentemente de sectores de punta; (iii) la figura del creador de mercado es central para recrear la liquidez de los títulos;<sup>73</sup> (iv) existe una tarea permanente de capacitación y difusión, destinada a empresas y a inversores, para hacer conocer los servicios que ofrece el mercado.

También se debería analizar la posibilidad de avanzar hacia la conformación de un panel de acciones PyMEs; esta medida debe apuntar al mediano plazo, previo un trabajo conjunto entre la Comisión Nacional de Valores y la Subsecretaría PyMEs para seleccionar las empresas de acuerdo a un estudio serio sobre sus posibilidades de crecimiento en el largo plazo, priorizando aquellas empresas que se desenvuelvan en sectores tecnológicos y las que estén orientadas a la venta en el mercado externo. Esta medida no resulta contradictoria con la integración de mercados, ya que no se incurre en costos adicionales debido al aprovechamiento de la infraestructura existente en la actualidad y en el caso de una integración con Brasil se podría conformar un panel de empresas pequeñas y medianas de los dos países (siempre apuntando a empresas de importante potencial de crecimiento), lo que posibilitaría reducir costos por el aprovechamiento de economías de escala en la operatoria.

#### 4.2.4. Morosidad y bono PyME

Como se ha observado, las PyMEs presentan un grado de morosidad mayor. Esta se ha incrementado notablemente desde 1996, año en que comenzaron a experimentar una dura restricción crediticia por lo que se observa una doble causalidad entre morosidad y restricción del crédito; las empresas en mora quedan automáticamente restringidas del financiamiento bancario, en tanto que la mayor restricción crediticia les quita a estas empresas contar con un flujo continuo de financiamiento conduciéndolas, en determinadas circunstancias, a quedar en mora; el círculo se completa cuando, una a una, las empresas pertenecientes a este grupo van quedando fuera del mercado.

En este sentido, existe una iniciativa para refinanciar a las empresas morosas, aunque su aplicación aún no ha sido acordada entre los bancos y el BCRA. Esta propuesta se focalizaría a empresas con una deuda que no supere los \$200.000 y se implementaría con la compra de bonos "cupón cero" a ser emitidos por el Tesoro (por ello se lo denominó Bono Brady para PyMEs). El mecanismo de funcionamiento de este instrumento es el siguiente: las PyMEs interesadas compran un bono en la Secretaría de Hacienda a un plazo que iría entre 5 y 20 años, el cual se entrega a los bancos, dicho bono cancelaría el valor presente del capital de la deuda en mora y los bancos podrían recalificar a estas empresas.

De este modo, las empresas podrían volver a con-

<sup>73</sup> El rol de este agente se ejemplifica en el punto 4.1.2. de este trabajo cuando se realizan una serie de recomendaciones de políticas para el mercado de capitales.

seguir tasas de créditos más bajas, hecho que les permitiría pagar los intereses sobre la deuda renegociada. En tanto que los bancos podrían transformar en ganancias sus pérdidas por provisiones y, como contrapartida, no soportarían costo alguno, ya que aún en el caso en que adelanten los fondos a las empresas para que estas adquieran el bono (o alternativamente, que adquieran el bono ellos directamente), dicho activo podría ser renegociado, haciéndolo líquido sin una pérdida de valor significativa. El Estado tampoco tendría costo alguno, sino que tendría el beneficio de poder colocar un bono en términos relativamente favorables.

No es que se trate de un instrumento mágico, que beneficia a todos y no perjudica a nadie. En realidad, lo que hace es dar la pauta de que existen problemas en la regulación. Requerir de tal enredo financiero para “disfrazar” una recategorización de deudores no es diferente a reconocer que la regulación que los condujo a tal situación es demasiado restrictiva. La solución de primer mejor consistiría en actuar sobre las causas del problema.

#### 4.2.5. Informalidad y restricción crediticia

Por las razones mencionadas toda modificación del lado de los impuestos debe ser neutral, es decir cualquier mejora en los índices de evasión debe traducirse en disminución de impuestos. Este cambio, si bien a nivel del ahorro agregado es neutral, es muy importante hacerlo porque su efecto no es igual para todos los actores. Por lo dicho en el primer capítulo existe un círculo vicioso entre restricción crediticia y evasión. Mientras que el no pago de impuestos puede ser una conducta racional por parte de una pequeña empresa en un contexto volátil y de restricción crediticia, la falta de créditos a PyMEs puede ser una consecuencia de su falta de ingresos comprobables. Hay que resaltar sin embargo que la lucha contra la evasión no se debe restringir a hacer cumplir la legislación vigente, porque ella es también causa de la situación actual. La disminución de la evasión debe emprenderse acompañada por una reforma en la legislación laboral y una nueva política social, que se caracterice por ser abarcativa y financiada “por afuera” del mercado de trabajo.

## Bibliografía

- Abel, A.: "Precautionary savings and unintended bequest". *American Economic Review*, Septiembre. 1985.
- Aghion, P. y Howitt, P.: "Endogenous growth theory". MIT Press. 1998.
- Alesina, A. y Perotti, R.: "The political economy of growth: a critical survey of the recent literature". *The World Bank Economic Review*. Vol. 8, N° 3. 1994.
- Arrow, K.: "The economic implications of learning by doing". *Review of Economic Studies*, N° 29. 1962.
- BCRA: "Informe anual sobre las operaciones del Banco Central de la República Argentina al Honorable Congreso de la Nación". 1997.
- BCRA: "Boletín Monetario y Financiero". Enero–Marzo. 1998.
- BCRA: "Información sobre Entidades Financieras". 1998.
- BCRA: "Informe anual sobre las operaciones del Banco Central de la República Argentina al Honorable Congreso de la Nación". 1998.
- BCRA: "Boletín Monetario y Financiero". Primero, Segundo y Tercer trimestre. 1999.
- BCRA: "Informe anual sobre las operaciones del Banco Central de la República Argentina al Honorable Congreso de la Nación". 1999.
- BCRA: "Resumen de las principales regulaciones del sistema financiero argentino". Area de Economía y Finanzas, Agosto. 1999.
- Bagehot, W.: "Lombard street". En Levine, R.. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, Junio. 1997.
- Ball, L. y Mankiw G.: "What Do Budget Deficits do?". NBER. 1995.
- Banco de la Provincia de Buenos Aires: "El sistema financiero en la década del noventa". Síntesis Informativa, Económica y Financiera, N° 347, Noviembre–Diciembre. 1999.
- Banco Mundial: "Credit guarantee schemes for small and medium enterprises". 1987.
- Banco Mundial: "Informe sobre el desarrollo mundial. Los sistemas financieros y el desarrollo. Indicadores del desarrollo mundial". Banco Mundial. 1989.
- Barro, R.: "Are government bonds net wealth?". *Journal of Political Economy*, Noviembre. 1974.
- Barro, R.: "Government spending in a simple model of endogenous growth". *Journal of Political Economy*, 98, N° 5. 1990.
- Barro, R.: "Economic growth in a cross section of countries". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, Issue 2. 1991.
- Barro, R.: "Inequality, Growth and investment". NBER. 1999.
- Barro, R. y X. Sala-i-Martin: "Economic Growth". Ed. McGrawHill. 1995.
- Bebczuk, R.: "Corporate finance, financial development and growth". Presentado en la AAEP, Rosario. 1999.
- Bebczuk, R.: "Asimetric information in financial markets: introduction and applications". Cambridge University Press. Mimeo. 2000.
- Becker, G.: "Human Capital". NBER. 1964.
- Berger A. y Udell, G.: "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22. 1998.



- Bhagwati, J.: "The capital myth: the difference between trade in Widgets and trade in dollars". *Foreign Affairs*, N° 77. 1998.
- BID: "Hacia una economía menos volátil". Inter-American Development Bank, Washington D.C. 1995.
- Brunetti, A.; Kisunko, G. y Weder, B.: "Credibility of rules and economic growth". Documento de trabajo sobre políticas N°1760, Banco Mundial. 1997.
- Burdisso, T.: "Estimación de una función de costos para los bancos privados argentinos utilizando datos en panel". Documento de Trabajo N° 3., B.C.R.A., Agosto. 1997.
- Burdisso, T. y D'Amato, L.: "Prudential regulations, restructuring and competition: the case of the Argentine Banking Industry". B.C.R.A., Working Paper N° 10, Octubre. 1999.
- Burki, S. y Perry, G.: "Más allá del consenso de Washington. La hora de la reforma institucional". Banco Mundial, Washington D.C. 1998.
- Calvo, G.: "The simple economics of Sudden stops". *Journal of Applied Economics*. 1998.
- Campos, N. y Nugent, J.: "Instituciones y crecimiento. ¿Puede el capital humano ser un vínculo?". *Revista de la CEPAL*, N°64, Abril. 1998.
- Cavallo, A.: "Bimonetarismo y Cajas de Conversión. La experiencia Argentina de los 90". Extraído de la página web de la Universidad de San Andrés ([www.udes.edu.ar](http://www.udes.edu.ar)). 1998.
- CEP: "El crédito en el sector real de la economía: financiamiento del sector industrial". *Notas de la Economía Real*. Secretaría de Industria, Comercio y Minería, Abril. 1997.
- CEP: "La Inversión Extranjera en la Argentina de los años '90. Tendencias y Perspectivas". *Estudios de la Economía Real* N°. 10, Octubre. 1998.
- CEPAL: "Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial". Santiago de Chile. 1995.
- CEPAL: "El Financiamiento de la Actividad Exportadora de PyMEs Argentinas". Documento de Trabajo N° 75. 1996.
- Cetrángolo, O. y otros: "La Sostenibilidad de la Política Fiscal en América Latina: el Caso Argentino". BID. 1997.
- Cooper, R.: "Should capital account convertibility be a world objective?". *Essays in International Finance*, N° 207. 1998.
- Cottani, J. y Llach, J.: "Ahorro nacional, ahorro externo y financiamiento de la inversión durante la reforma económica: el programa de la Argentina". ADEBA. 1993.
- Chen, Z. y Khan, M.: "Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective". *IMF Working Paper*, 13/97, Enero. 1997.
- Damill, M.: "Movimientos de capitales y fluctuaciones macroeconómicas bajo el régimen de convertibilidad". *Serie de Estudios* N° 24, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CECE), Octubre. 1997.
- Dayal-Gulati, A. y Thimann, C.: "Saving in southeast Asia and Latin America Compared: searching for policy lessons". *IMF Working Papers*. 1997.
- Demirgüçs-Kunt y Levine, R.: "Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons". *World Bank Working papers*, Julio. 1999.
- Demirgüçs-Kunt, A. y Maksimovic, V.: "Stock Development and Financing Choices of Firms". *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, N° 2, Mayo. 1996.
- Diamond, D. y Dybig, P.: "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". *Journal of Political Economy*, Vol. 91, N° 3. 1983.

- Dick, A.: "Ineficiencia X en la banca privada argentina: su importancia respecto de las economías de escala y economías de producción conjunta". Documento de Trabajo N° 1, BCRA, Area de Economía y Finanzas, Octubre. 1996.
- Dixit, A. y Pyndick, R.: "Investment under Uncertainty". Princeton University Press. 1994.
- Dornbusch, R. y Reynoso, A.: "Financial factors in economic development". Perspectives on Economic Development, Vol. 79, N°2, Mayo. 1989.
- Easterly, W.: "Economic Stagnation, fixed factors, and policy thresholds". Journal of Monetary Economics, Vol. 33, Junio. 1994.
- Easterly, W.; Islam, R. y Stiglitz, J.: "Shaken and stirred: Volatility and macroeconomic for rich and poor countries". Banco Mundial, Michel Bruno Memorial Lecture en el XII World Congress of the IEA, Buenos Aires, Agosto. 1999.
- ECOLATINTA: "El Rol del Sistema Financiero en la Competitividad". Working Paper 260R, Octubre. 1999.
- Edwards, S.: "Real exchange rates, devaluations and adjustments". The MIT Press. 1989.
- Edwards, S.: "¿How effective are capital controls?". Página web de Edwards, UCLA, Julio. 1999.
- Edwards, S. y Santaella, J.: "Devaluations controversies in the developing countries". Edwards, S. (1999), op. cit. 1993.
- Eichengreen, B.: "Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda". Institute for International Economics. 1999.
- Eichengreen, B. y Wiplosz, C.: "The unstable EMS", Brookings Papers on Economic Activity". 1993.
- Erpen, M.: "Cómo financiar a la empresa a través del mercado de capitales". Cuaderno de Investigación N° 12, Instituto Argentino de Mercado de Capitales. 1999.
- Fanelli, J.M.: "Estabilidad, reforma estructural y crecimiento: reflexiones sobre el régimen de convertibilidad en Argentina". CEDES, Serie de Documento de Economía N° 8. 1998.
- Fanelli, J.M.: "Tópicos de Teoría y Política Monetaria". CIEPLAN. 1991.
- Feldstein, M.: "Social Security and saving: new time series evidence". NBER Working Paper 5054. 1995.
- Feldstein, M. y Horioka, C.: "Domestic Saving and International Capital Flows". Economic Journal, N° 90. 1980.
- FIEL: "Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina". 1996.
- FIEL: "La Reforma Previsional en la Argentina. El impacto macroeconómico y la organización del Mercado de AFJPs". Buenos Aires, Diciembre. 1997.
- FIEL: "Determinantes del ahorro interno: el caso argentino". Documento de Trabajo N° 51. 1996.
- Flavin, M.: "The adjustment of consumption to changing expectation about future income". Journal of Political Economy, Octubre. 1981.
- FMI: "Argentina: Recent Economic Developments". 1998.
- FMI: "Report of the Managing Director to the Interim Committee on Strengthening the Architecture of the International Monetary System". Octubre, en ([www.imf.org/external/np/omd/100198.htm](http://www.imf.org/external/np/omd/100198.htm)). 1998.
- FMI: "Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises". Preparado por Policy Development and Review Department, Washington, Abril. 1999.
- FMI: "Estadísticas Financieras Internacionales". Publicaciones varias. 1999.
- Gavin, M.: "A decade of reform in Latin American: Has it delivered lower volatility?". Inter-American Development Bank, Working Paper Green Series N° 349. 1997.

- Giovannini, A.: "Saving and the real interest rate in LDCs". *Journal of Development Economics*, Vol. 18, Agosto. 1985.
- Goldman Sachs: "Goldman Sachs Argentina Research". 1998.
- Gotlib, G.: "Nuevos instrumentos financieros". Valleta Ediciones. 1996.
- Greenwood, J. y Javanovic, B.: "Financial development, growth and the distribution of income". Working Paper N° 131, University of Rochester, Mayo. 1988.
- Greuning, H.; Gallardo, J. y Randhawa: "A framework for regulating microfinance institutions". The World Bank, Financial Sector Development Department, Diciembre. 1998.
- Hachette, D.: "Ahorro privado en Chile". *Cuadernos de Economía*, Año 35, N° 104, Pontificia Universidad Católica de Chile. 1998.
- Hicks, J.: "A theory of economics history". En Levine, R. (1997), op. cit. 1969.
- Hubbard, G.: "Capital-Market Imperfections and Investment". *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, Marzo. 1998.
- IERAL: "Las regulaciones en Argentina. Transformar el estado y potenciar los mercados y la sociedad". ADEBA, Junio. 1999.
- INDEC: "Encuesta Nacional de Gastos de Hogares. Total del país". 1996-1997.
- INDEC: "Grandes empresas en la Argentina: 1993-1997". 1999.
- Ito, T. y Portes, R.: "Dealing with the asian financial crises". *European Economics Perspectives*, CERP. 1998.
- Japelli, T. y Pagano, M.: "Saving, Growth, and Liquidity Constraints". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, N° 1. 1994.
- Keiffman, S.: "Crecimiento económico". Nota de clase, Maestría en Economía UNLP. 1999.
- Keynes, J.: "The economic consequences of peace". Nueva York. 1920.
- Kiguel, M. y Lopetegui, G.: "Entendiendo el riesgo país". CEMA, Documento de Trabajo N° 125. 1997.
- King, M. y Dicks-Mireaux, L.: "Asset Holding and the Life Cycle". *The Economic Journal*, Junio. 1982.
- Knack, S. y Keefer, P.: "Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation". *Quarterly Journal of Economics*. 1997.
- Kopits, G.: "Experiencia internacional con regla macro-fiscales: lecciones para Argentina". Mimeo, FMI. 1999.
- Krugman, P.: "Exchange-Rate Instability". *The Lionel Robbins Lectures*, The MIT Press. 1989.
- Krugman, P. "Saving Asia: It is time to get radical". *Fortune*, Septiembre. 1998.
- Krugman, P.: "Depression economics returns". *Foreign Affairs*, 78, 1. 1999.
- Kuznets, S.: "Economic growth and income inequality". *American Economic Review*, Vol. XLV, Marzo. 1995.
- Levine, R.: "Los mercados de valores, estímulo al crecimiento económico". *Finanzas y Desarrollo*, Vol. 33, N°1, Marzo. 1996.
- Levine, R.: "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, Junio. 1997.
- Levine, R.; Loayza, N. y Beck, T.: "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Financial Economics*. 1999.
- Levine, R.; Loayza, N. y Beck, T.: "Finance and the sources of growth". World Bank. Working Papers-Domestic Finance. Saving, financial system, stock markets, Febrero. 1999.

- Levine, R. y Renelt, D.: "A sensitivity analysis of cross country growth regressions". *American Economic Review*, 82, N° 4. 1992.
- Levine, R. y Zervos, S.: "Stock Market Development and Long-Run Growth". *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, N° 2, Mayo. 1996.
- Lucas, R.: "On the mechanics of economic development". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22. 1988.
- Maddison, A.: "Growth and slowdown in advanced capitalist economies: techniques of quantitative assessment". *Journal of Economic Literature*, Vol. XXV, Junio. 1987.
- Martin, F.: "Financiaciones por Actividad Económica". Nota técnica N° 5, B.C.R.A., Agosto. 1999.
- Mc Kinnon, R.: "Money and capital in economic development". Washington Brooking Institution. 1973.
- Mc Kinnon, R.: "The order of economic liberalization". Johns Hopkins University Press. 1991.
- Milesi Ferretti, G. y Razin, A.: "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences". NBER Working Paper, N° 5791. 1996.
- Modigliani, F. y Miller, M.: "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment". *American Economic Review*, Vol. 48, N°3. 1958.
- Nordhaus, W.: "The political business cycle". *Review of Economic Studies*, N° 42. 1975.
- Noticias de Economía: "Regulación bancaria y costo del financiamiento", en "La transición bonaerense". *Noticias de Economía* Año 11, N°61, Septiembre-Octubre. 1999.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K.: "Foundations of international macroeconomics". The MIT Press. 1996.
- Ogaky, M.; Ostry, J. y Reinhart, C.: "Saving behaviour in low and middle-income developing countries". FMI, Staff Papers, Vol. 43, N° 1. 1996.
- Olson, M.: "The Logic of Colective Action". Harvard University Press. 1965.
- ONUDI: "Desarrollo industrial: Informe mundial 1997". Fondo de Cultura Económica, México. 1997.
- Oviedo, P.: "Dificultades para la obtención de financiamiento en el sistema financiero argentino. El caso de las PYMES". *Cuadernos de Economía* N° 30, Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires. 1997.
- Persson, T. y Tabellini, G.: "Is inequality harmful for growth? Theory and evidence". NBER. 1991.
- Piffano, H.; Lódola, A. y Balbo, M.: "Los sistemas previsionales y la tasa de ahorro: revisión de la literatura". U.N.L.P., Mimeo. 1997.
- Prensa Económica: Año XXIV N° 230, Octubre. 1998.
- Pyndick y Solimano: "Economic Instability and aggregate investment". Blanchard, O. y Fischer, S., The MIT Press. 1993.
- Rajan, R. y Zingales, L.: "Financial Dependence and Growth". *The American Economic Review*, Junio. 1998.
- Rebelo, S.: "Long run policy analysis and long run growth". NBER, Abril. 1990.
- Rebelo, S.: "Growth in open economics". *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 36, Julio. 1992.
- Revista Noticias de la Comisión Nacional de Valores, publicaciones varias.
- Romer, P.: "Increasing return and long-run growth". *Journal of Political Economy*, Vol. 99, N° 3. 1986.
- Romer, P.: "Endogenous technological change". *Journal of Political Economy*, Vol. 98, N° 5. 1990.
- Rossi, N.: "Goverment Spending, the real interest rate, and the behaviour of liquidity constrained in developing countries". Staff Papers, IMF, Vol. 35, Marzo. 1988.

- Ruíz Durán: "Financiamiento para el desarrollo". Comercio Exterior, Vol. 45, N° 1, Enero. 1995.
- Sachs, J. y Larrain, F.: "Macroeconomía en la economía global". Ed. Prentice Hall. 1994.
- Sala i Martin, X.: "I just ran four million regressions". NBER, Working Paper 6252. 1997.
- Sala-i-Martin, X.: "Apuntes de crecimiento económico". Antoni Bosch Editor. 1994.
- Sarghini, J. y otros: "Equidad y mercado de trabajo. Consideraciones para un crecimiento sostenible". Cuadernos de Economía N° 46 del Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires. 1999.
- Schadler, S. y otros: "Recent experiences with surges in capital inflows". FMI, Occasional Papers, N° 108. 1993.
- Schargrotsky, E. y Sturzenegger, F.: "Regulation, Concentration, and Competition in Financial Intermediation". Business School, UTDT. 1998.
- Schumpeter, J.: "The theory of economic development". En Levine, R. (1997), op. cit. 1912.
- Secco, L.: "La política monetaria, los intermediarios financieros y el crédito". Nota extraída del primer capítulo de "El crédito bancario: Argentina 1977-1988", tesis presentada en la Escuela de Especialización en Disciplinas Bancarias de la UNLP. Diciembre. 1990.
- Secretaría de Programación y Evaluación Educativa: "Challenges for the Next Phase of Education Reform in Argentina". Ministerio de Cultura y Educación de Argentina. 1999.
- Sen, A.: "Desigualdad y desempleo en la Europa contemporánea". Revista Internacional del Trabajo, Vol. 116, N°2, Verano. 1997.
- Shaw, E.: "Financial Deepening in economic development". New York, Oxford University Press. 1973.
- Solimano, A.: "Beyond unequal development: an overview". Distributive Justice and Economic Development, The University of Michigan Press. 1999.
- Solow, R.: "Technical change and the aggregate production function". Review of economics and statistics, Vol. 39. 1957.
- Srinivasan, T.: "Saving in the development process". Yale University Economic Growth Center, Center Paper N° 470. 1993.
- Stiglitz, J.: "Bleak growth prospects for the developing world". Edwards (1999), op. cit. 1999.
- Stiglitz, J. y Weiss, A.: "Credit rationing in markets with imperfect information". The American Economic Review, Vol. 71, Junio. 1981.
- Summers, L. y otros. "The strategic bequest motive". Journal of Political Economy. Diciembre. 1985.
- Tommasi, M.: "Instituciones y resultados fiscales". Desarrollo Económico, Vol. 38, N° 149, Abril-Junio. 1998.
- Tufte, E.: "Political Control of the Economy". Princeton University Press. 1978.
- Vamvakidis, A. y Wacziarg, R.: "Developing Countries and the Feldstein-Horioka Puzzle". IMF Working Papers, WP/98/2. 1998.
- Vicens, M.: "El crédito en la Argentina: factores de sobre costo". Convención Nacional de Bancos 1997 ADEBA, Mayo. 1997.
- Von Hagen, J.: "Budgeting procedures and fiscal performance in the European Communities". European Commissions Economic Papers, N° 44. 1992.
- Winkler, A.: "Financial development, economic growth and corporate governance". Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Working Paper Series: Finance & Accounting, N°12, Febrero. 1998.
- Yoon Je Cho: "Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets". Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 18, N°2, Mayo. 1986.