



UNIVERSIDAD NACIONAL
DE MAR DEL PLATA



FACULTAD DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y SOCIALES

TESIS DE GRADO

Lic. en Economía

“La Incidencia de los Préstamos al Consumo y a la Inversión en los componentes del Producto Bruto Interno (PBI)”

Autor: María Van Gool

Director: Lic. Jorge Robuschi

Comité evaluador:

Lic. Antonio Rayó
Lic. Jorge Robuschi
Lic. José Luis Stella

AGRADECIMIENTOS

Quiero expresar mis agradecimientos a todos aquellos que, de alguna forma u otra, me ayudaron y me apoyaron a lo largo de toda la carrera: a mi novio, Matías; a mi familia; a mis amigos; a mi tutor de tesis, Jorge Robuschi. Todos ustedes han aportado mucho a mi desarrollo como persona y a mi formación profesional, por eso quiero decirles ¡muchas gracias!

Resumen

El Producto Bruto Interno en la Argentina pasó de \$ 277 mil millones (a precios de 1993) en el año 1997 a más de \$ 383 mil millones a finales del 2008. Dicho aumento acompaña la tendencia de dos componentes principales del PBI, el Consumo Privado y la Inversión Bruta Interna Fija. El primer componente aumentó aproximadamente \$ 60 mil millones (a precios de 1993) en el período bajo análisis (1997 – 2008), mientras que la Inversión Bruta Interna Fija aumento aproximadamente \$ 31 mil millones de pesos a precios de 1993. Durante dicho proceso de recuperación, se destacó el crecimiento de los créditos a individuos y a empresas destinados por los bancos, aumentando su participación en el producto bruto interno en los años posteriores al régimen de convertibilidad.

El objetivo principal de este trabajo es investigar la relación existente entre la evolución de los préstamos bancarios otorgados en Argentina, personales y a empresas, y los componentes principales del PBI del país para el período 1997 – 2008; y determinar si el otorgamiento de préstamos bancarios produce efectos sobre el crecimiento del PBI en Argentina. Adicionalmente se presentan los resultados en dos modelos diferenciados, uno para la relación entre el Consumo Privado y los créditos a individuos y otro para la Inversión Bruta Interna Fija y los préstamos destinados a empresas.

La importancia de éste trabajo radica en su aporte para comprender como la masificación de las facilidades crediticias destinadas a financiar tanto el consumo privado como la inversión por parte de las empresas ayudan en la reactivación económica.

Palabras claves

Producto Bruto Interno – Consumo Privado – Inversión Bruta Interna Fija –
Créditos - Crecimiento

Abstract

Gross domestic product (GDP) in Argentina increased from \$ 277 thousand millions (at 1993 prices) in 1997 to more than \$ 383 thousand millions at the end of 2008. Such increase goes with the trend of two GDP main components, Private Consumption (PC) and Gross Fixed Domestic Investment (GFDI). The first component increased about \$ 60 thousand million (at 1993 prices) through the period under analysis (1997 – 2008), and the Gross Fixed Domestic Investment increase \$ 31 thousand million (at 1993 prices). During such recovery process, it was prominent the growth of credit facilities to individuals and companies granted by Banks, increasing substantially their participation in GDP in the years following the convertibility policy.

The major purpose of this work is to investigate the relation existing between the evolution of banking loans granted in Argentina to individuals and companies, and the main GDP components in the country for the period 1997 – 2008, and determine if the granting of banking loans causes any effect on GDP growth in Argentina. Additionally, results are presented in two differentiated models, one for the relation between Private Consumption and credits to individuals, and the other for Gross Fixed Domestic Investment and loans intended for companies.

The importance of this work consists in its contribution to understand how the generalization of credit facilities intended for the financing of both private consumption and investment by companies helps the growth of economic activity.

Key words

Gross Domestic Product (GDP) – Private Consumption (PC) – Gross Fixed Domestic Investment (GFDI) – Credits – Growth

ÍNDICE:

	Página
Agradecimientos	1
Resumen	2
Abstract	3
Índice	4
Introducción	5
Marco Teórico	7
• Inversión	
✓ Modelo Neoclásico	7
✓ Schumpeter	
✓ Consideraciones en cuanto a la inversión y al crédito	12
• Consumo	14
Evolución del Producto Interno Bruto (PBI) y sus principales componentes para el período analizado (1997- 2008)	19
✓ Período 1997-2000	19
✓ Período 2001-2002	23
✓ Período 2003-2008	25
Evolución de los préstamos otorgados	29
✓ Préstamos al Consumo	29
✓ Préstamos para Inversión	31
Metodología	34
✓ Préstamos al Consumo	37
✓ Préstamos para Inversión	41
Conclusiones	47
Anexos	50
Bibliografía	67

Introducción

El mercado del crédito en la Argentina ha crecido notoriamente en los últimos años comparado con el período de convertibilidad. Tanto los créditos personales (en efectivo y a titulares de tarjetas de crédito) como los créditos otorgados a las empresas han registrados participaciones crecientes en el Producto Bruto Interno.

El crecimiento económico de largo plazo y sostenido en el tiempo es la aspiración de todos los países. En la Argentina los niveles del PBI se recuperaron notablemente tras la salida de la convertibilidad. La Inversión Bruta Interna Fija es sin duda la base del crecimiento, puesto que la inversión por parte de las empresas, no sólo genera un mayor desarrollo del producto y más competitividad sino también se transfieren sus beneficios en un aumento del empleo. A su vez, el Consumo Privado, otro de los componentes importantes del PBI, también ha denotado un crecimiento significativo en relación al período de convertibilidad. Este aumento genera un efecto en cadena favorable al crecimiento, haciendo que un mayor consumo estimule a las empresas para que respondan con un aumento en la oferta de sus productos. Esto debe generar una nueva inversión por parte de los productores, acompañadas por consecuencias favorables al crecimiento económico del país.

Durante el período de convertibilidad, tanto los particulares como las empresas asumían deuda en dólares. Después del 2001 el contexto cambió y los créditos en dólares pasaron a ser sólo para empresas exportadoras bien calificadas por los bancos. Asimismo el porcentaje de éstos créditos sobre el Producto Bruto Interno y la tasa de crecimiento de los mismos ha sido superior en el período post – convertibilidad.

El mercado del crédito en la Argentina viene teniendo cada vez más peso con relación al PBI. En los créditos destinados a individuos comienza a cobrar relevancia los otorgados a titulares de tarjeta de crédito, puesto que en los últimos años se ha hecho común el financiamiento a través de la misma, ya sea por las facilidades de pago o por los descuentos que se otorgan al pagar por ese medio.

En cuanto a las empresas, la gran mayoría solo cuenta con el financiamiento a través del crédito bancario, puesto que el mercado de capitales no se encuentra muy desarrollado en Argentina. Por esta razón, utilizando los montos otorgados por los bancos a las empresas se puede deducir la inversión que las mismas hacen y sus correspondientes destinos.

El objetivo general del trabajo será investigar la relación existente entre la evolución de los préstamos bancarios otorgados en Argentina, personales y a empresas, y los componentes principales del PBI del país para el período 1997 – 2008. Asimismo los objetivos específicos del trabajo se enumeran de la siguiente forma:

1. Analizar la evolución del PBI de la Argentina, y sus componentes principales, para el período 1997 – 2008.

2. Investigar (o determinar) la relación existente entre las tasas de crecimiento de los préstamos bancarios otorgados en Argentina, y las tasas de crecimiento del consumo y la inversión, para el período 1997 – 2008.

Marco Teórico

En esta sección se introducirán conceptos teóricos que servirán como base para analizar los créditos destinados a empresas y al consumo privado con respecto a los principales indicadores del Producto Bruto Interno. Siendo la hipótesis principal del trabajo que:

“El otorgamiento de préstamos por parte del sistema bancario posee un efecto positivo sobre el Producto Bruto Interno, debido al impacto producido sobre el Consumo Privado y la Inversión Bruta Interna fija”

Por otro lado y como hipótesis secundaria se plantea que:

“La tasa de crecimiento del PBI en la Argentina y sus componentes principales se ve afectado positivamente por la tasa de crecimiento de los préstamos bancarios”

En primer lugar se describirá brevemente algunas de las teorías relacionadas con el crecimiento económico, para posteriormente explicar el concepto de “desenvolvimiento” para Schumpeter y la importancia del acceso al crédito para el desarrollo de nuevas combinaciones en el proceso productivo.

Por último se hará referencia a las consideraciones realizadas por Keynes en su Teoría General con respecto al consumo. Haciendo mención, en éste último caso, a modelos desarrollados por Friedman y Modigliani.

Inversión

- Modelo Neoclásico

El capital es considerado el motor de la economía de mercado y del crecimiento. De forma que resulta natural que las teorías que explican el crecimiento toman como principal variable de análisis al capital para explicar el desenvolvimiento de las economías. En este sentido el modelo más conocido es el de Solow (1956)¹, donde la variable de producto es una función de tres componentes, capital, trabajo y tecnología y la producción se asigna al consumo o a la inversión, siendo ésta última igual al ahorro, y determinada de manera exógena al modelo. En dicho modelo se identifican dos variables que permiten explicar el incremento en el producto o renta per cápita, las diferencias en el stock de capital por trabajador, y las diferencias en la tecnología o eficacia en el trabajo.

En el modelo de Solow la tasa de crecimiento de la economía queda determinada por la tasa de acumulación de capital por trabajador, y esta última queda determinada por la tasa de ahorro, donde mayores niveles de ahorro conducen a mayor nivel de inversión e incrementan el crecimiento per cápita en el largo plazo. Romer² hace algunos supuestos numéricos para el modelo de Solow, y observa que los efectos de un incremento sustancial en la tasa de ahorro serían

¹ Solow R. (1956), “A contribution of the theory of Economic Growth”, Quarterly Journal of Economics 70 (Febrero): 65 – 94.

² Romer D. (2006), Macroeconomía Avanzada. Mc Graw Hill.

relativamente modestos y tardarían mucho tiempo en producirse si el modelo fuese correcto. Asimismo, del modelo de Solow surge que las diferencias en capital físico no son suficientes para explicar las diferencias en el crecimiento, ya que según Romer las diferencias en capital físico por trabajador debieran ser mucho mayores que las observadas para explicar las diferencias en los niveles de renta que exhiben las economías. Posteriores trabajos basados en el crecimiento económico, manifiestan que gran parte del crecimiento observado en las economías del este asiático se ha basado en elevados niveles de inversión, mayor participación de la fuerza de trabajo y mejor calidad de capital humano. Sin embargo la evidencia empírica muestra que las tasas de ahorro y las de inversión de las economías se encuentran fuertemente correlacionadas dando lugar a lo que se conoce como “sesgo doméstico” quizás debido a que el capital en la realidad no puede fluir como lo requeriría el modelo. En consecuencia a partir del modelo de Solow³ es posible observar que la acumulación de capital es un factor relevante al momento de explicar el crecimiento, que existe correlación entre la tasa de ahorro y la tasa de inversión en el largo plazo, y que hay elementos adicionales que pueden explicar el crecimiento y que no han sido capturados por el modelo.

Sin embargo, en dicho modelo la tasa de ahorro es exógena y no existen consideraciones respecto al bienestar, algo que es relevante para determinar si las políticas son apropiadas o no, por ello surgen posteriormente modelos en los cuales el ahorro queda determinado en función de lograr el máximo de bienestar, a partir de modelos de horizonte de vida infinita como el de Ramsey⁴. En este modelo el ahorro, y por ende el crecimiento de largo plazo, queda determinado a partir de: el producto marginal real del capital, el grado de “impaciencia” (tasa subjetiva de descuento), la tasa de crecimiento de la productividad y la posibilidad de sustituir consumo entre distintos períodos de tiempo (tasa de sustitución intertemporal). De acuerdo a los parámetros restantes del modelo, la tasa de ahorro, que depende del ratio consumo-producto, puede crecer, decrecer o mantenerse constante a medida que la economía se acerca al estado estacionario.

Si bien el modelo neoclásico es un modelo real en cuanto a que no incorpora variables nominales, puede observarse la importancia de la relación ahorro – inversión. Estos modelos suponen que las familias ahorran en términos de unidades de capital (ahorro = inversión = variación en el stock de capital menos la depreciación efectiva), aunque para el análisis empírico resalta la importancia de los mercados financieros para canalizar el ahorro hacia la inversión, que a su vez permite el proceso de acumulación de capital y el crecimiento económico.

- Schumpeter⁵

³ Solow R. (1956), “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, Quarterly Journal of Economics 70 (Febrero): 65 – 94.

⁴ Ramsey Frank (1928), “A Mathematical Theory of Saving”, Economic Journal, 38 (Diciembre), 543 – 559.

⁵ Schumpeter, J. (1934), “The Theory of Economic Development” (first German Edition 1911), Cambridge, MA: Harvard University Press.

Para Schumpeter el desenvolvimiento es un fenómeno totalmente extraño a lo que puede ser observado en la llamada "corriente circular" o en la tendencia al equilibrio. Éste es un cambio espontáneo y discontinuo en los cauces de la corriente que desplazan siempre el estado de equilibrio existente con anterioridad. Dichas perturbaciones aparecen en la esfera de la vida industrial y comercial y no en la esfera de las necesidades de los consumidores de productos acabados. Allí donde aparecen cambios espontáneos y discontinuos en los gustos de los consumidores, el hombre de negocios debe hacer frente a un cambio repentino de los datos, y posiblemente se trate de una cuestión de motivo u oportunidad de adaptaciones de su conducta que no sea de carácter gradual, pero no de un cambio en la propia conducta. De ésta forma es el productor, para Schumpeter, quién inicia el cambio económico, educando incluso a los consumidores si fuera necesario; les enseña a necesitar nuevas cosas. Allí es donde entra en juego la importancia del crédito en el desarrollo, por el lado de los productores para poder hacer frente a las nuevas oportunidades y por el lado de los consumidores para responder a estas nuevas necesidades.

Schumpeter solamente habla de desenvolvimiento cuando existen nuevas combinaciones de cambios productivos. Este concepto cubre los cinco casos siguientes:

1. La introducción de un nuevo bien,
2. La introducción de nuevos métodos de producción,
3. La apertura de un nuevo mercado,
4. La conquista de nuevas fuentes de aprovisionamientos de materias primas o de bienes semimanufacturados y,
5. La creación de una nueva organización de cualquier industria.

Se debe considerar en cuanto a la creación de tales combinaciones que, en primer lugar, no es esencial que la nueva combinación se realice por las mismas personas que controlan el proceso productivo o comercial. Esto explica especialmente la economía de competencia, en la cual las nuevas combinaciones suponen la eliminación de las antiguas. En segundo lugar, no se debe asumir que la realización de nuevas combinaciones tiene lugar por el empleo de medios de producción que no estuvieran utilizados. De esto se desprende que el desenvolvimiento consiste primeramente en el empleo en forma distinta de los recursos existentes, en hacer cosas nuevas con ellos sin que importe si aumentan o no dichos recursos.

El problema en una economía de competencia es si los que desean realizar las nuevas combinaciones disponen de los medios productivos necesarios, o pueden obtenerlos a cambio de otros de los cuales disponen, o a cambio de cualquier propiedad que puedan poseer. En caso contrario, y dependiendo del apalancamiento financiero que se obtenga, se debe recurrir al crédito con destino a inversión.

El productor libra contra sus clientes, tan pronto como termina la producción y vende el producto, con objeto de traducir enseguida su documento en "dinero". Estos productos sirven de base y aunque los conocimientos no estén respaldados por dinero existente, se basan en su lugar en bienes existentes y, en

consecuencia en poder de compra existente. Los depósitos mencionados mas arriba surgen en gran parte del descuento del papel comercial de esta clase. Y esto se podría considerar como el caso normal de concesión de créditos o de colocación de instrumentos de crédito en los canales del comercio. Pero aún en los casos en que no se trata de liquidar una operación normal de mercancías, se exige, por lo general, una garantía colateral, y lo que Schumpeter llama “creación del dinero” no sería, sino la movilización de créditos existentes. En cuanto a la garantía colateral, que no puede estar compuesta en tal caso de productos existentes, sino de otras cosas, lo significativo no es, en principio, que se “movilice” esa garantía por la concesión del crédito.

La función esencial del crédito en el sentido planteado consiste en permitir al empresario la retirada de los bienes de producción que precise de sus empleos anteriores, dirigiendo una demanda sobre ellos y forzando al sistema económico por nuevos canales.

Se define, por lo tanto, en este sentido, la esencia del fenómeno del crédito en la siguiente forma: *“el crédito es la creación del poder de compra con el propósito de transferirlo al empresario, pero no simplemente la transferencia de poder de compra existente. La creación de poder de compra caracteriza, en principio, el método por el cual se realiza el desenvolvimiento en un sistema de propiedad privada y división del trabajo. Por el crédito los empresarios obtienen acceso a la corriente social de bienes, antes de adquirir sus derechos normales a dicha corriente. Sustituye temporalmente, por así decir, una ficción de este derecho por el derecho mismo. La concesión del crédito en este sentido opera como un orden al sistema económico de acomodarse a las exigencias del empresario, y como pedido sobre los bienes que precisa: significa dejar a su cuidado fuerzas productivas. Solamente así puede surgir el desenvolvimiento económico de la simple corriente circular, en situación de equilibrio perfecto. Y ésta función constituye la llave de la estructura moderna del crédito.”*

A medida que el proceso continua, el empresario tiene no solo que devolver su dinero al banco, sino que debe también devolver económicamente los bienes a los embalses o depósitos de éstos – el equivalente de los medios de producción tomados en préstamo-; o bien debe llenar por último la condición con la cual pueden normalmente retirarse bienes de la corriente circular social. El resultado del préstamo le permite cumplir esa condición. Después de completar su negocio ha enriquecido la corriente social con bienes cuyo valor total es superior al crédito recibido, al precio total de los bienes empleados directa o indirectamente por él. De aquí que se restaure más que suficientemente la equivalencia entre las corrientes de dinero y de mercancías, eliminándose más que con creces la inflación del crédito, y quedando los efectos sobre los precios de forma que puede decirse que no existe en este caso inflación de crédito sino una aparición de poder de compra, que produce temporalmente una apariencia de inflación.

Además el empresario puede pagar ahora su deuda (el importe prestado más los intereses) y por lo general retiene aún un saldo favorable en el banco (igual a la ganancia del empresario) que se retira del fondo de poder de compra de la corriente circular. Solamente permanecen en circulación esta ganancia y el interés; el crédito bancario ordinario ha desaparecido de modo que el efecto

deflacionario sería mucho más severo que lo indicado, sobre todo si no fueran financiadas continuamente nuevas empresas cada vez mayores. En la práctica hay dos razones que previenen la rápida desaparición del poder de compra de nueva creación: primeramente el hecho de que la mayor parte de las empresas (en el sentido de la acción y no de la persona jurídica) no se realizan en una unidad de tiempo, en un período, sino solamente después de una serie de años, en la mayor parte de los casos.

De esta forma, para Schumpeter la economía capitalista es aquella forma de organización económica en la cual se retiran los bienes necesarios para la producción de su lugar indicado en la corriente circular, por la intervención de poder de compra creado, *ad hoc*, mientras que la producción no-capitalista está representada por las formas económicas en la que ello sucede por la intervención de cualquier poder de mando o por acuerdo de todos los interesados. *“El capital no es sino la palanca por la cual el empresario sujeta a su control los bienes concretos que necesita, no es más que un medio de retirar los factores de producción dedicándolos a nuevos usos, o de dictar una nueva dirección a la producción.”* Por lo que el crédito destinado a inversión genera un impacto positivo, no solamente para el empresario sino para el producto de un país en su conjunto al generar empleo y poder de compra.

El mercado de dinero

Con la existencia del mercado financiero siempre habrá empleo para el poder de compra que esté ocioso, así como también la intervención del crédito bancario penetra en las transacciones de la corriente circular. De esta forma pasan a ser parte del organismo del mercado monetario, añadiendo las exigencias de la corriente circular a las demandas del empresario en el mencionado mercado, de un lado, y de otro el dinero de la corriente circular aumenta la oferta de dinero en el mismo.

La médula del asunto está en las exigencias de crédito de las nuevas empresas. Con esto ocurre una cosa fundamental en el mercado monetario respecto a la cual es accesorio todo lo demás: los empresarios aparecen del lado de la demanda, y los productores y comerciantes de poder adquisitivo, esto es, los banqueros, agentes, intermediarios, del lado de la oferta. Lo que se realiza es solamente un cambio en el poder adquisitivo presente por poder adquisitivo futuro. La suerte de las nuevas combinaciones se decide en la lucha diaria de precios entre las dos partes. El sistema de los valores futuros aparece directamente en esta lucha de precios en forma práctica y tangible y en relación con las condiciones dadas del sistema económico. El empresario no precisa tomar en préstamo por todo el periodo en el cual necesita crédito, sino a medida que surja la necesidad y de día en día. Además la especulación se encarga de conservar acciones, especialmente de nuevas empresas, empleando tal clase de crédito, que puede ser concedido hoy y negado mañana.

La función principal del mercado de dinero o de capital es, por tanto, el crédito con el propósito de financiar el desenvolvimiento. Éste crea y mantiene dicho mercado. En el curso del desenvolvimiento se le asigna otra función, la tercera: se convierte en el mercado de las propias fuentes de ingreso. Lo que queda claro es

que la venta de tales fuentes de rendimientos representa un modo de adquisición de capital, y su compra un método de empleo de capital y que, consecuentemente, no puede estar lejos del mercado monetario el tráfico de dichas fuentes de rendimientos.

- Consideraciones en cuanto a la inversión y al crédito⁶

El crédito es necesario para la inversión, puesto que la misma es el flujo de producción de un periodo dado que se utiliza para mantener o aumentar el stock de capital de una economía. Al aumentar el stock de capital, el gasto de inversión hace crecer la capacidad productiva futura de la economía. Por ello la teoría de inversión debe ser necesariamente intertemporal, puesto que la decisión de inversión significa aumentar las posibilidades futuras de producción.

La teoría básica de la inversión parte de la función de producción, en la cual el producto es una función creciente del capital, del trabajo y de la tecnología. Para un nivel determinado de insumo trabajo L y tecnología T , puede calcularse el incremento del producto Q asociado con un aumento del capital K , conocido como Productividad Marginal del Capital $PMK = Q(K + 1, L, T) - Q(K, L, T)$. Cuando el stock de capital es bajo la PMK es grande. A medida que se incorpora mas capital al proceso productivo, de forma que la relación capital /trabajo es alta, la ganancia que puede obtenerse de seguir agregando capital cae. En consecuencia la PMK es una función positiva pero decreciente del stock de capital. Esta propiedad de la función de producción se conoce como productividad marginal decreciente del capital.

Según lo indica la teoría, la demanda por inversión es una función negativa de la tasa de interés. Dado que la curva de la PMK es una función de K con pendiente descendente, y como la PMK debe ser igual a $(r + \delta)$, de esta forma un incremento de r debe implicar una caída del K óptimo. Esto a su vez reduce el nivel de inversión deseado. De ello se deduce que si se arma una función de demanda de créditos para inversión, la misma también será negativa, puesto que a mayor tasa de interés se otorgaran menos créditos y habrá, por lo tanto, menos inversión.

La productividad marginal decreciente del capital representa la respuesta negativa de la demanda de inversión frente a una variación en la tasa de interés. Para cualquier tasa de interés dada, pueden sumarse todos los niveles de inversión elegidos por los empresarios, para obtener el nivel agregado de inversión de la economía. De hecho si se suman las funciones de inversión de los empresarios, se obtiene una función de inversión agregada con pendiente negativa. Así, cuando la tasa de interés es alta la inversión es baja.

Ante las dificultades para explicar y predecir los patrones de inversión, se han desarrollado varios modelos econométricos para explicar el comportamiento de la inversión en el mundo real, entre los que se encuentra el modelo del acelerador de la inversión.

⁶ Felipe Larraín B. y Jeffrey D. Sachs, "Macroeconomía en la economía global", Segunda edición, pág. 65 – 167 y 391 – 469.

Este modelo parte del supuesto que existe una relación estable entre el stock de capital que una empresa desea tener y su nivel de producto. De esta forma sugiere que la cantidad deseada de capital (K^*) es una fracción constante (h) del producto (Q):

$$K^* = hQ$$

Para algunas funciones de producción, la condición óptima $PMK = (r + \delta)$ implica que K^* es múltiplo de Q . Sin embargo, el propio múltiplo h es una función del costo del capital. En consecuencia, la relación lineal entre el stock de capital deseado y el nivel de producto será estable solo si el costo del capital ($r + \delta$) no varía mucho.

Si la empresa puede invertir sin demora, ya sea porque posee una calificación crediticia adecuada o porque se financia con recursos propios, para mantener el stock de capital efectivo en el nivel deseado, K^* será siempre igual a K . En cada periodo la empresa tendrá un stock de capital igual a hQ . La variación del stock de capital de este año al próximo sería $h(Q+1 - Q)$. La empresa hará las suficientes inversiones para lograr que su stock de capital crezca en proporción al producto. Como también hay alguna depreciación del capital, δK , la inversión igualmente tiene que considerarla. Por lo tanto la inversión total de este año sería:

$$I = h(Q+1 - Q) + \delta K$$

Si se generaliza la teoría del acelerador para todas las empresas, y siempre y cuando las mismas posean una palanca financiera, de forma que les resulte conveniente financiarse con capitales ajenos antes que los propios, se produciría, por un lado, una reactivación en el mercado crediticio y, por otro lado, un aumento en la inversión agregada del país.

Con respecto al mercado crediticio, es posible que las empresas no puedan obtener el crédito que necesitan para llevar a cabo un proyecto de inversión, aún si el proyecto pasa la prueba de la rentabilidad. Si la empresa enfrenta un racionamiento de crédito, la tasa de inversión dependerá no solo de la tasa de interés del mercado y de la rentabilidad de la inversión, sino también de la disponibilidad de fondos de inversión, los que a su vez dependerán del flujo de caja de la empresa que esta considerando embarcarse en un proyecto de inversión.

El fenómeno del racionamiento del crédito tiene dos causas principales: los controles gubernamentales a la tasa de interés, por un lado, y los problemas con los incentivos para otorgar y tomar créditos, por el otro. Muchas veces, la autoridad de gobierno fija techos a las tasas de interés de las instituciones financieras, estableciéndola por debajo del equilibrio. En la Argentina este caso se da con los créditos blandos destinados al sector agropecuario. Este tipo de créditos, al tener tasas inferiores a las de cartera general poseen una restricción en cuanto a los fondos a otorgar. De esta forma al mantenerse la tasa artificialmente baja, la demanda por inversión tiende a exceder la oferta de fondos y las empresas que desean endeudarse para hacer una inversión se encuentran sujetas al racionamiento.

El racionamiento de crédito también puede reflejar problemas de incentivos que afligen al mercado del crédito corporativo. En general, la inversión supone un riesgo: los retornos de un proyecto particular pueden estimarse, pero no saber con certeza. Por lo tanto, antes de otorgar un préstamo para financiar un proyecto de inversión, el prestador debe evaluar el riesgo que involucra y la probabilidad de que el deudor sea capaz de pagar el crédito. ¿Generara el proyecto de inversión un flujo de ingresos adecuado como para asegurar el pago del préstamo? ¿Tiene el deudor otras fuentes de riqueza que pueda usar para garantizar el préstamo?

En la práctica, al banco le resulta sumamente difícil evaluar el riesgo de un deudor en particular. Muchos de los riesgos específicos de un proyecto de inversión no se están a la vista. Puede que el banco tenga que confiar en algunas de las características observables del deudor, aun sabiendo que los signos visibles no cubren todos los riesgos de un determinado crédito. El tamaño del negocio es una de esas características, teniendo una empresa pequeña menos probabilidad de lograr un crédito que una grande. Las instituciones de crédito también tienden a discriminar entre los potenciales deudores sobre la base de su patrimonio neto. Mientras mayor es el valor patrimonial total de una empresa, menos probable es que le racionen el crédito.

La implicancia crucial del racionamiento del crédito, independientemente de cual sea la fuente, es que los recursos internos de una empresa adquieren una importancia fundamental para determinar el nivel global de inversión. Cuando la empresa no puede simplemente endeudarse a la tasa de interés de mercado, su capacidad para financiar sus proyectos depende de sus utilidades retenidas y de su capacidad para generar flujos de caja futuros. En esas circunstancias, el stock de capital no se ajustara año tras año a su nivel óptimo en función de la tasa de interés de mercado y la productividad marginal del capital. Del racionamiento del crédito proviene entonces otra razón que explica la lentitud del stock de capital para alcanzar su nivel deseado.

Consumo

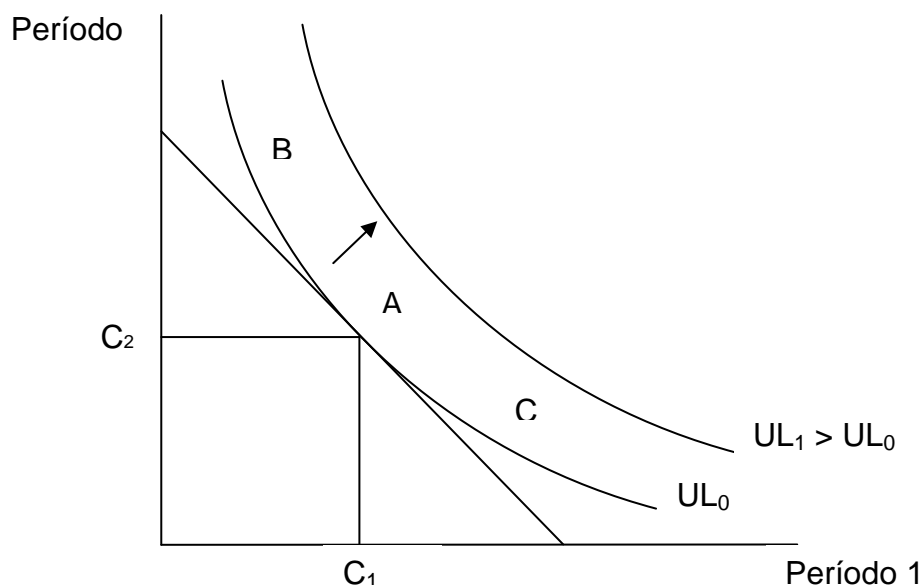
A nivel económico agregado, los efectos combinados de las decisiones de consumo y ahorro de cada familia ayudan a determinar la tasa de crecimiento de la economía, la balanza comercial, el nivel de ingreso y el nivel de desempleo.

Si la familia gasta menos de lo que gana, puede acumular activos financieros que usará para aumentar su consumo mas adelante en la vida. Si la familia gasta más de lo que gana, tendrá que deshacerse de sus activos financieros o endeudarse. Esto reduciría sus posibilidades de consumir mas tarde en la vida. La existencia de oportunidades para tomar crédito en el mercado financiero aumenta la posibilidad que tiene la familia de ajustar su perfil de consumo a través del tiempo para cualquier trayectoria de ingresos.

Se supone que una familia deriva una utilidad del consumo de cada periodo. Se supone también que el nivel de utilidad logrado por alguna combinación de C_1 y C_2 se caracteriza por una función de utilidad $U = U(C_1, C_2)$. Como es posible observar a través de la figura 1, en el momento 1 la familia escoge la combinación

C1 y C2 que le reporta mayor utilidad, siempre que tanto C1 como C2 caigan dentro de la restricción presupuestaria. La función de utilidad Intertemporal $UL = (C1, C2)$ se comporta como cualquier otra función de utilidad. Por ejemplo, $UL = (C1, C2)$ es una función creciente de C1 y C2.

Figura 1: Curvas de Indiferencia de las Familias



Al igual que con cualquier otra función de utilidad estándar, la forma más sencilla de dibujar las propiedades de la función es mostrar las curvas de indiferencia de la familia.

La forma de tazón de las curvas de indiferencia se produce porque el monto en el cual C2 debe aumentar para una reducción dada de C1 depende de la combinación inicial de C1 y C2 en forma especial. En un punto como A la pendiente de la curva de indiferencia mide la cantidad de C2 que hace falta aumentar para compensar a la familia por una disminución de C1. La relación, $-(\Delta C2) / (\Delta C1)$, recibe el nombre de tasa marginal de sustitución. El supuesto clave es que la tasa marginal de sustitución, esto es, el valor absoluto de la pendiente disminuye a medida que se avanza por la curva de indiferencia en dirección sudeste. Esta propiedad de la función de utilidad hace que la familia por lo general desee una trayectoria de consumo suave. Aun si su trayectoria de ingresos experimenta grandes vaivenes, la familia deseará un patrón de consumo sin grandes contrastes.

Para Friedman⁷ el consumo presente C1 debería estar determinado por algún tipo de promedio entre el ingreso actual y el futuro, y no solo por el ingreso actual. El ingreso permanente de Friedman proporciona una aplicación del enfoque intertemporal. Esta construido sobre la observación básica que la familia prefiere una trayectoria de consumo estable a una inestable. Dado que el ingreso puede fluctuar entre periodos, no es el ingreso presente sino el ingreso permanente el que determina el consumo, donde el ingreso permanente es un promedio entre el ingreso actual y los futuros ingresos esperados. En el caso de una caída temporal

⁷ Lantieri Luis N., “ Ahorro y Crecimiento: Alguna evidencia para la economía Argentina (1970 – 2003)”

del ingreso, el ingreso permanente varía poco y el consumo no disminuye demasiado. Como el consumo cae poco en función a una reducción del ingreso actual, el ahorro se reduce. En el caso de una caída permanente en el ingreso, y que sea percibida como tal, el consumo cae en aproximadamente la misma proporción que el ingreso, y el ahorro no varía demasiado. Dado que el ingreso futuro no puede conocerse con certeza, sin embargo, la formación de las expectativas es un punto central en la aplicación del modelo del ingreso permanente. En su trabajo original Friedman supone que las expectativas de ingreso futuro se forman de manera adaptativa, lo que significa que las personas ajustan sus estimaciones de ingreso permanente periodo a periodo sobre la base de estimaciones anteriores de ingresos. Por lo tanto, ante expectativas inflacionarias las familias adaptarán su consumo a sus posibilidades, por lo que tenderán a disminuir el consumo de aquellos bienes de la canasta básica que han aumentado su precio, siempre y cuando no resulten bienes de primera necesidad. Lo mismo ocurre, en nuestro país, con las expectativas de devaluación del peso ante el dólar, las mismas generan expectativas negativas para el consumo como así también expectativas inflacionarias.

Las estimaciones empíricas de la función consumo se han centrado en intentar medir la propensión marginal al consumo (PMC), esto es, en cuanto aumenta el consumo cuando el ingreso aumenta un dólar. De acuerdo con el modelo de ingreso permanente, la evidencia indica que la PMC del ingreso presente es sustancialmente menor que la PMC del ingreso permanente (que es cercana a 1). Por otro lado, el consumo está determinado en gran parte por el ingreso presente antes que el ingreso permanente, presumiblemente porque dichas familias enfrentan restricciones de liquidez que limitan su capacidad de endeudarse contra ingresos futuros.

Fue John Maynard Keynes⁸ quien postuló un modelo simple de consumo que relaciona el consumo con el ingreso presente. Lo que planteaba es que en la medida que la familia no tenga acceso al crédito, su consumo estará ligado solo a su ingreso actual y no a su ingreso futuro. Bajo el supuesto que las familias no pueden endeudarse y además no cuentan con un stock de activos financieros, tienen una “restricción de liquidez” en el sentido de que lo máximo que pueden gastar es el ingreso que reciben en el período actual. La restricción de liquidez puede definirse en términos generales como la incapacidad de ciertos individuos de endeudarse contra sus ingresos futuros, quizás porque quienes otorgan el crédito suponen que tendrán dificultades para pagar los préstamos. Las teorías de consumo intertemporal se basan explícitamente en el supuesto de que los agentes económicos pueden tomar y otorgar créditos libremente dentro de los límites de su restricción presupuestaria de toda la vida.

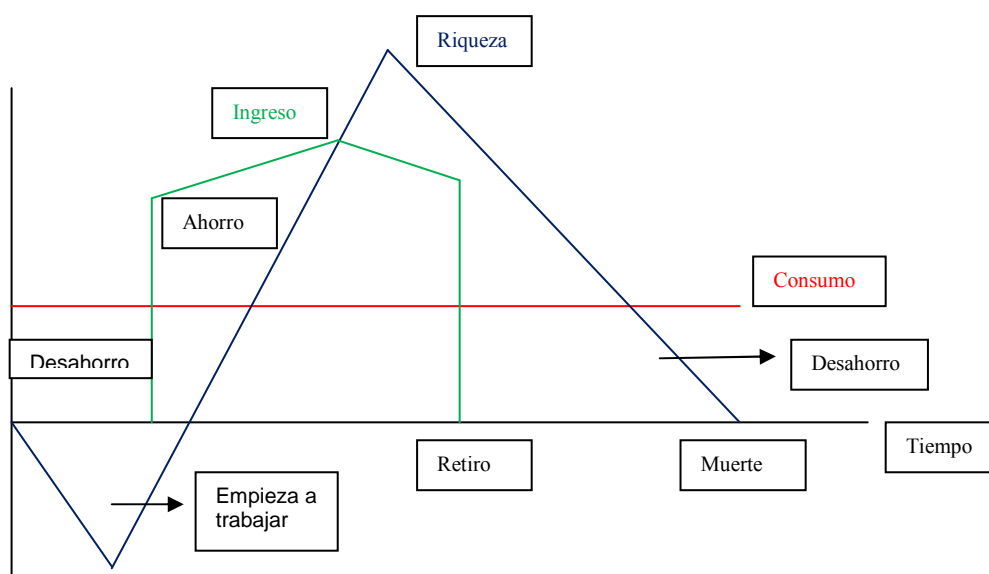
Estas consideraciones nos llevan a analizar, necesariamente, el modelo del ciclo de vida el cual se fundamenta en la teoría de que el consumo de un periodo en particular depende de las expectativas de ingreso por toda la vida y no del ingreso del periodo actual. La contribución distintiva de la hipótesis del ciclo de vida es la observación de que el ingreso tiende a fluctuar sistemáticamente a través del curso de la vida de las personas, y que por lo tanto el comportamiento del ahorro

⁸ Felipe Larraín B. y Jeffrey D. Sachs, “Macroeconomía en la economía global”, Segunda edición, pág. 65 – 167 y 391 – 469

personal esta determinado esencialmente por la etapa en que la persona este de su ciclo de vida.

Para Modigliani y Ando⁹, autores de este modelo, cuando las personas son jóvenes sus ingresos son bajos y a menudo se endeudan o desahorran porque saben que ganarán más con el correr de los años. Durante los años productivos, su ingreso alcanzara un máximo en la edad mediana, y pagan las deudas que tomaron antes y ahorran para cuando se jubilen. Al jubilarse su ingreso laboral cae a cero y deben consumir sus recursos acumulados. Tal como se describe en la figura 2, es posible observar dos períodos de desahorro en la vida de un individuo, los primeros y los últimos, y un período de ahorro en los años intermedios.

Figura 2 : Hipótesis del ciclo de vida en el consumo y el ahorro



Naturalmente es posible replantear este análisis en términos de modelo de ingreso permanente. Durante los años más jóvenes, el ingreso corriente es inferior al ingreso permanente, y la familia se endeuda. En los años intermedios el ingreso corriente es mayor que el ingreso permanente, y la familia ahorra. Al jubilarse, nuevamente el ingreso corriente resulta inferior al ingreso permanente, y la familia vuelve a desahorrar.

Modigliani y Ando desarrollan la siguiente regresión:

$$C = C1 Yd + K1 W$$

Donde Yd es el ingreso laboral disponible y W es la riqueza financiera de las familias. Se esperaría que $C1$ resulte inferior a 1, puesto que la variable mide la PMC del ingreso presente (y no el ingreso permanente). También se esperaría obtener un coeficiente $K1$ algo mayor que la tasa de interés anual. Esto se da porque una familia que actúa de acuerdo con la teoría del ciclo de vida querrá

⁹ Felipe Larraín B. y Jeffrey D. Sachs, “Macroeconomía en la economía global”, Segunda edición, pág. 65 – 167 y 391 – 469

gastar sus activos a través de toda la vida. Si los individuos consumen solo los intereses ganados en cada periodo y nada de capital, morirán con sus activos intactos. En consecuencia deberán consumir algo más que los intereses. Los autores en cuestión estimaron el valor de $C1$ en 0,7 y el de $K1$ en 0,06; este último levemente más alto que la tasa de interés real anual.

Ahora se dejará de lado los efectos de las fluctuaciones del ingreso y la riqueza sobre el consumo y el ahorro, para pasar a los efectos de las variaciones de la tasa de interés. Una tasa de interés mayor aumenta el precio del consumo presente relativo al futuro (efecto sustitución), y resulta un incentivo para aumentar el ahorro. Sin embargo, si la familia es ahorrante neta el incremento de la tasa de interés también aumenta el ingreso de toda la vida y, por lo tanto tiende a aumentar el consumo y reducir el ahorro (efecto ingreso). El efecto sustitución normalmente se supone más fuerte que el efecto ingreso, por lo que el ahorro responde positivamente a subas de la tasa de interés.

El modelo del ciclo de vida supone que los agentes pueden prestar o endeudarse tanto como lo desean a una determinada tasa de interés (fija), siempre que se satisfaga la restricción presupuestaria intertemporal. Sin embargo, los agentes pueden presentar restricciones de liquidez y enfrentar dificultades para endeudarse. Para Japelli y Pagano¹⁰, si las familias no pueden endeudarse en la cantidad deseada, el ahorro sería más alto que en presencia de mercados crediticios perfectos. La razón de ello sería que cuando los agentes no pueden endeudarse, deben construir su riqueza incrementando el ahorro a fin de financiar su consumo corriente.

Al inducir artificialmente un mayor ahorro, y así favorecer la acumulación de capital, la restricción de liquidez sobre las familias puede generar una tasa de crecimiento más elevada. Si el sistema financiero racionara el crédito para las familias, pero lo asignara eficientemente hacia las empresas, podría mejorarse el ahorro, la acumulación de capital y el crecimiento de la economía. En cambio la desregulación de los mercados crediticios y la remoción de los controles de capitales podría relajar la restricción de liquidez sobre las familias y, de esta forma, disminuir las tasas de ahorro doméstico.

Por el contrario, De Gregorio¹¹ sostiene que en los modelos de crecimiento endógeno la restricción de liquidez podría generar, a su vez, un efecto negativo sobre el crecimiento de la productividad, si se redujera la formación del capital humano. De ésta forma, el efecto final de las restricciones crediticias sobre el crecimiento de la economía sería a priori indeterminado. Para este autor, aunque las tasas de crecimiento de la economía podrían verse favorecidas por un incremento del ahorro, al operar la restricción de liquidez, la disminución en la inversión de capital humano (los agentes trabajarían más y se capacitarían menos) podría actuar desfavorablemente sobre la acumulación de capital y sobre el crecimiento de largo plazo.

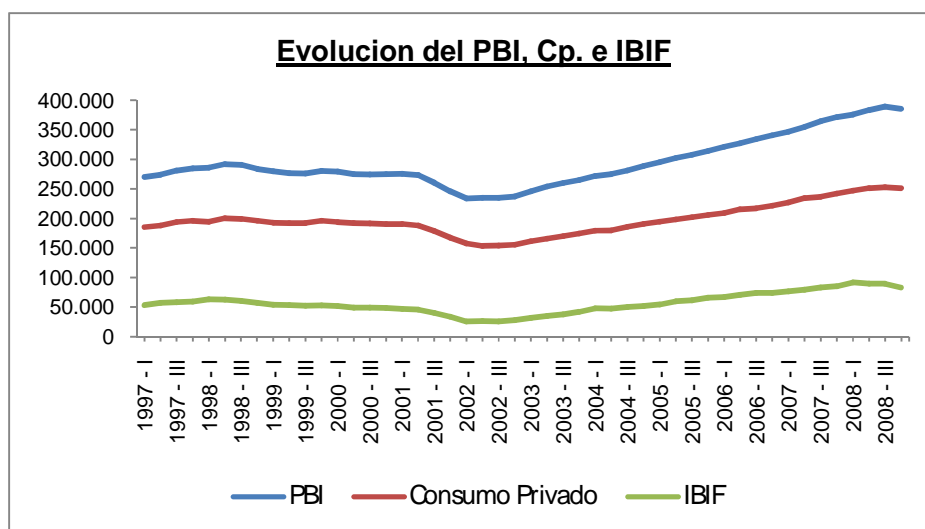
¹⁰ Jappelli T. y Pagano M. (1994), "Savings, growth and liquidity constraints". *Quarterly Journal of Economics* (109). 83 -109

¹¹ De Gregorio (1993), "Savings, Growth and Capital Markets Imperfections: the case of borrowing constraints" FMI Working Paper, Marzo

Evolución del Producto Interno Bruto (PBI) y sus principales componentes para el período analizado (1997 – 2008)

En la descripción a realizar se tomará la evolución del Producto Bruto Interno (PBI) así como también la evolución de los dos componentes principales para poder estudiar los créditos al consumo y los créditos a empresas: éstos son el Consumo Privado (Cp.) y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). Como es posible observar en el gráfico 1, estos componentes acompañan la tendencia marcada por el PBI.

Gráfico n° 1



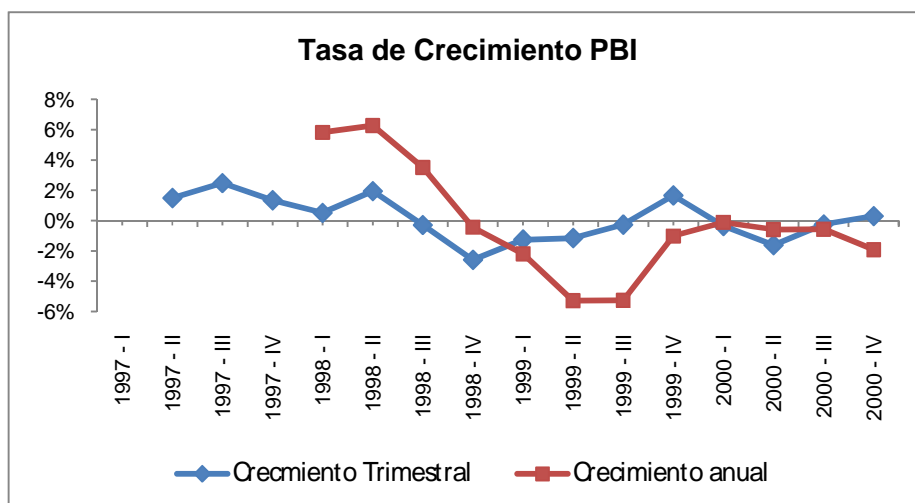
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos de 1993 (ver anexo 1 cuadro 1).

Dado que el período analizado contiene condiciones económicas diferentes, y por lo tanto para lograr que la descripción de las mismas sea más clara, se realiza una descripción por tramos: 1997 – 2000, 2001 – 2002 y 2003 – 2008.

- Período 1997 – 2000

Si bien en el tramo mencionado se registra un crecimiento del Producto Bruto Interno del 1.95%, éste no es creciente en toda su extensión. Lo mismo ocurre con el Consumo Privado y la IBIF: mientras que el primero crece durante el período analizado un 2.94%, el segundo componente registró una caída de 9.89%.

Gráfico n°2



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Se emplearon valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos de 1993 (Ver anexo 2 cuadro 1)

Con sus vaivenes, la economía mantuvo tasas de crecimiento positivas hasta 1998, año pico de actividad y que marca la desaceleración en el crecimiento. Las razones de este hecho pueden encontrarse en la llamada “crisis asiática” desatada en los mercados financieros internacionales ante la devaluación de la moneda tailandesa. El pesimismo financiero respecto a Tailandia se esparció al resto de la región, sucediéndose agresivas devaluaciones en Malasia, Indonesia y Filipinas, y repercutiendo también en Hong Kong, Singapur y Corea del Sur. Sin embargo, lo que parecía ser una crisis regional se convertiría luego en lo que se denominó “la primera gran crisis de los mercados globalizados”.

Los acontecimientos registrados en Asia condujeron a un cambio en la percepción que se tenía del exitoso modelo de crecimiento de los Tigres Asiáticos. Históricamente, analistas políticos, economistas e incluso instituciones financieras internacionales establecieron un paralelo entre la situación de América Latina y el Sudeste Asiático, en donde a la primera se la consideraba un área económicamente inestable, que debía realizar transformaciones estructurales para asemejarse al modelo asiático de crecimiento económico.

La expansión de las exportaciones de los países de sudeste asiático hasta mediados de 1996 venía siendo elevada, motivo por el cual la región había recibido una inyección de capitales. En lugar de volcarse al sector de la producción, éstos lo hicieron hacia inversiones especulativas concentrándose mayoritariamente en el sector inmobiliario. Como resultado de ello, se produjo una sobrevaluación de las propiedades y de las acciones inmobiliarias, seguidas de una debilidad cada vez mayor de los sistemas financieros en los respectivos países, en donde el común denominador fue el otorgamiento de préstamos sobre activos sobrevaluados. Durante los años de auge en el Sudeste Asiático se practicó un “capitalismo entre amigos”, el cual consistió en el otorgamiento de préstamos para inversiones dudosas a quienes simpatizaban con el gobierno, sin tener presente si eran o no solventes los prestatarios. En este contexto, cuando a mediados del 1996 las exportaciones comienzan a descender (debido en parte al posicionamiento de China en los mercados internacionales), aparecieron signos

preocupantes., entre ellos un déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, sumado a un atraso cambiario de las monedas asiáticas frente al yen japonés (que había devaluado un 40% en un intento de salir de la trampa deflacionaria). La fragilidad de la moneda japonesa se constituyó en un factor de amenaza para la recuperación de las exportaciones de los Tigres Asiáticos, que tienen como principal mercado a la nación nipona.

Ante tal panorama, se imponía la necesidad de recuperar la competitividad perdida, y para ello se recurrió a la devaluación. Frente a la devaluación iniciada por Tailandia y seguida por los países del Sudeste Asiático, la región no se salvó de la fuga de capitales. Los acontecimientos inmediatos que se sucedieron fueron el derrumbe de los precios en dólares de los inmuebles en un 30% y la paralización de proyectos inmobiliarios suntuosos financiados con el ahorro externo que por años se canalizó hacia tal sector. Adicionalmente se produjo el deterioro de las carteras bancarias ante préstamos incobrables, la cesación del crédito internacional la región y la recesión de las economías.

Los efectos de la crisis asiática se vieron potenciados con los problemas de la economía brasileña, que venían gestándose desde 1995-6. Ante sucesivos fracasos por mantener la estabilidad, el gobierno reelecto de Fernando Henrique Cardoso debió devaluar su moneda, y la ola de pesimismo en los mercados rápidamente se expandió al resto de los mercados emergentes. “La crisis financiera brasileña golpeó al resto de las economías latinoamericanas y las precipitó a la recesión o, en el mejor de los casos, provocó una baja sensible de sus ritmos de crecimiento”.

La crisis asiática, derivada en crisis de mercados emergentes, tuvo un primer impacto sobre el precio de las commodities, afectando negativamente a economías exportadoras de estos bienes. Un segundo impacto fue la masiva salida de capitales desde mercados emergentes hacia economías desarrolladas, generada por un incremento súbito y significativo en la aversión al riesgo (el llamado “flight to quality”). El tercer impacto fue la dificultad creciente de los países emergentes para acceder a los mercados crediticios internacionales y a la asistencia financiera del FMI.

Estos tres importantes efectos se tradujeron en serios problemas de Balanza de Pagos, con consecuencias macroeconómicas severas. La necesidad de los emergentes de obtener superávits comerciales fue imperiosa, al verse enfrentados a colosales déficits de cuenta capital y no poder endeudarse o recibir ayuda internacional significativa. En este sentido, la caída de precios de los bienes primarios empeoró la situación, al tener que incrementar aún más el superávit necesario. En el corto plazo, siendo imposible incrementar los volúmenes exportados sustancialmente, los resultados necesarios se obtuvieron mediante el desplome de las importaciones y la recesión.

La crisis emergente tuvo efectos visibles sobre la macroeconomía local. Hacia el cuarto trimestre del año 1997 comienza una tendencia de desaceleración en el crecimiento trimestral del producto, que impactó en la tasa de crecimiento anual a

partir del segundo trimestre de 1998. Según Katz¹², la suma de factores externos iba a influir a futuro en la economía argentina: “El default ruso, los serios problemas fiscales de Brasil y la caída de los precios internacionales de los productos exportables, determinaron una fuente de desaceleración de la economía argentina”. En línea con los argumentos de este autor, los componentes del PBI analizados reaccionaron negativamente frente a los shocks (ver gráficos 3 y 4).

Tanto el Consumo Privado como la Inversión Bruta Interna Fija mostraron desde 1998 una caída progresiva en su tasa de crecimiento anual, que se mantuvo en terreno negativo prácticamente hasta el final del período analizado. El cóctel de crisis internacionales y problemas internos fue demasiado para ambos componentes mantuvieran las altas tasas de crecimiento observadas tras la salida del “Efecto Tequila”.

Gráfico n°3

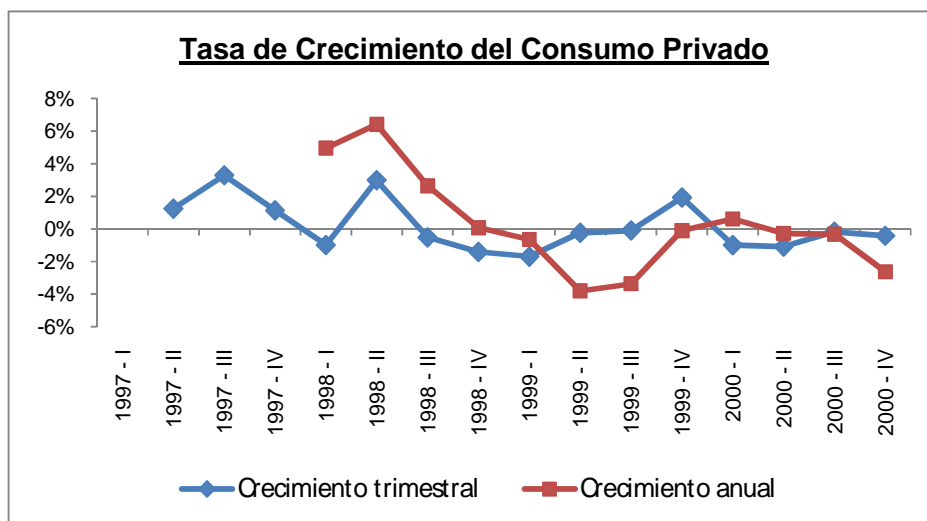
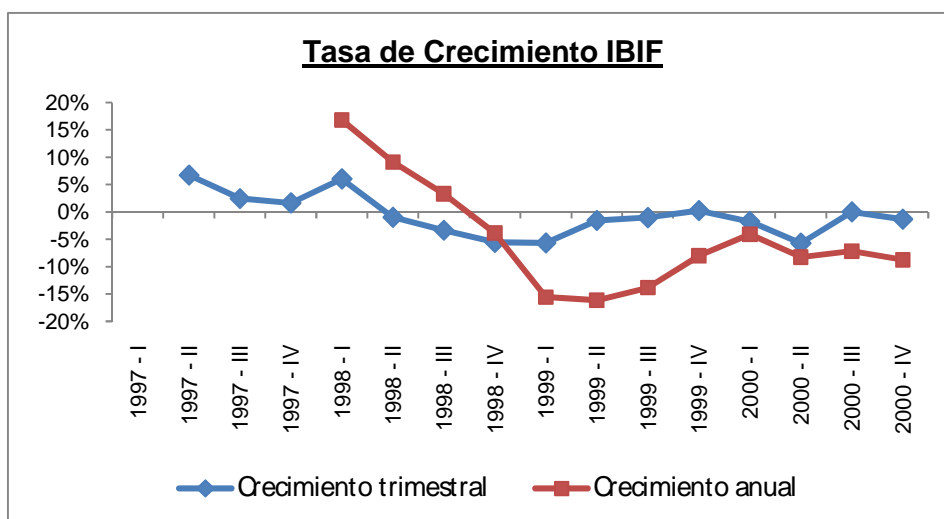


Gráfico n°4



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Se emplearon valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos de 1993 (ver anexo 2 cuadro 1)

¹² Katz J. “Reflexiones en torno de la revitalización del aparato productivo Argentino”, editorial Paidós (2003).

Más allá de su impacto sobre los agregados económicos, la crisis del Real en Brasil agudizó aún más al sistema financiero argentino, que comenzó a sentir los efectos ocasionados a través del retiro de depósitos desde el exterior, producto del desconcierto. Los bancos y empresas de primera línea se vieron impedidos de renovar fuentes de crédito externo. Según Frenkel¹³ la crisis de liquidez afectó particularmente a entidades mayoristas. Esto produjo, a su vez, una generalizada desconfianza por parte de inversores y ahorristas locales sobre la solidez de las entidades, llevándolos a retirar sus depósitos y agudizar más aún el problema.

El economista Joseph Stiglitz¹⁴ ha señalado que: *“En un mundo de tipos cambiarios volátiles, fijar una moneda a otra como el dólar es muy arriesgado. Hace años que se debía haber aconsejado a Argentina que abandonara ese sistema cambiario. La globalización expone a un país a enormes sacudidas. Las naciones deben enfrentarse a esas sacudidas. Los ajustes de los tipos de cambio forman parte del mecanismo de globalización”*.

Por su parte, Kosacoff¹⁵ sostiene que: *“Desde mediados de los noventa, el sistema económico mostró que no tenía capacidad para atraer las divisas necesarias para el crecimiento. El abastecimiento de dólares fue cubierto en principio por los montos percibidos por las diversas privatizaciones y luego, en una forma creciente, por el endeudamiento público destinado a financiar el déficit fiscal.”*

- Periodo 2001 – 2002:

En el último periodo del 2001 se desvanecieron las posibilidades de revertir el cuadro de desconfianza que hacia mitad de año habría procurado combatirse a través de diversas medidas económicas, destacándose entre ellas la política del déficit cero. En efecto, la incertidumbre sobre la capacidad de cumplir con los intereses externos reflató con más fuerza, deteriorando con ello la posibilidad de recomponer las finanzas del Estado de un modo sustentable y de revertir el persistente cuadro recesivo que la economía argentina padecía. Hacia noviembre del 2001 se registró la huída de depósitos más acelerada que la que vino registrándose a lo largo del año, desembocando en una crisis social y política sin precedentes, lo que derivó en la renuncia del Ministro de Economía y posteriormente del Presidente de la Nación. El 2001 finalizó con una contracción del producto del 11% respecto al año anterior y casi del 16% respecto a 1998, año de mayor nivel de actividad. Estos datos son elocuentes al mostrar la profundidad de la recesión devenida en crisis económica, la peor que sufriría el país en toda su historia.

El abandono de la convertibilidad, que siguió inmediatamente a la declaración del default de la deuda pública externa, fue la consecuencia última de los desequilibrios macroeconómicos que se fueron produciendo. La economía combinó problemas internos con shocks exógenos que tuvieron impacto letal.

¹³ Frenkel R., “El funcionamiento de la Argentina en los años noventa”, mimeo, cedes, febrero de 1997.

¹⁴ Stiglitz J., “El malestar de la Globalización”, Editorial 2002

¹⁵ Kosacoff B., “La transformación de la Industria Automotriz Argentina. Su influencia con Brasil” Documento de Trabajo n° 65, CEPAL Bs. As. 2003.

La paridad uno a uno con el dólar había sido relativamente sostenible gracias a los importantes aumentos en productividad que se registraban en los sectores productores de bienes transables, impulsados por el importante ingreso neto de capitales al sector privado de la economía. Cuando este escenario comenzó a revertirse, y a medida que la recesión se profundizaba y extendía, el sostenimiento del tipo de cambio se tornó una ficción.

Paralelamente, por el lado fiscal se vio un notable deterioro en las cuentas de Sector Público Nacional y de las provincias debido, básicamente, a la reducción de la recaudación impositiva y al peso creciente de los intereses de la deuda pública. Ello generó un círculo vicioso complejo que se iría agravando con el tiempo: recesión, caída en la recaudación, mayor déficit, mayor endeudamiento público, aumento en la tasa de interés, reducción del crédito. Todo ello se dio en el marco de un régimen cambiario que requería un ajuste deflacionario cada vez más profundo y difícil de alcanzar.

El sistema financiero fue la válvula de escape por la cual eclosionó el sistema de convertibilidad. Paradójicamente, el sistema financiero argentino fue considerado uno de los más fuertes a partir de la crisis del “tequila”. Desde entonces, se fortaleció la regulación bancaria prudencial a través de elevados requerimiento de liquidez, previsionamientos y relaciones capital / activos, y también se mejoraron las normas de supervisión bancaria. Todas estas medidas efectivamente significaron un fortalecimiento del sistema y determinaron que la salida de la convertibilidad se demorara más de lo previsto. A medida que la economía se deterioraba, se observaba un mayor grado de dolarización del sistema pero los depósitos privados mantuvieron una tendencia creciente hasta principios de marzo del 2001. Sin embargo, hacia fines de año se había registrado una gran corrida bancaria, el público retiraba sus depósitos y los convertía en billetes de dólares fuera del sistema bancario. Se recurrió al llamado “corralito” y al control de cambios para evitar los retiros de depósitos y detener la fuga de reservas del Banco Central.

A efectos de revertir el estado de cosas que llevó a tal crisis, el Presidente de la Nación Eduardo Duhalde, al asumir el 1º de enero del 2002 con mandato hasta octubre del 2003, decretó la salida del régimen de convertibilidad. En un primer momento el gobierno estableció, de manera temporaria, un tipo de cambio administrado. Así, el mercado cambiario se desdobló en un dólar oficial a \$1,40 pesos para la mayoría de las operaciones de comercio exterior y un dólar libre para el resto de las operaciones de la economía. El objetivo inicial de esta devaluación fue apaciguar la demanda de dólares e incentivar una mayor oferta. Cabe destacar que la modificación cambiaria se realizó en el marco de la Ley 25.561 de Emergencia Nacional y de Reforma de Régimen Cambiario. Ya entonces el gobierno por su parte había expresado el deseo de, una vez estabilizado el tipo de cambio, pasar a un régimen de flotación.

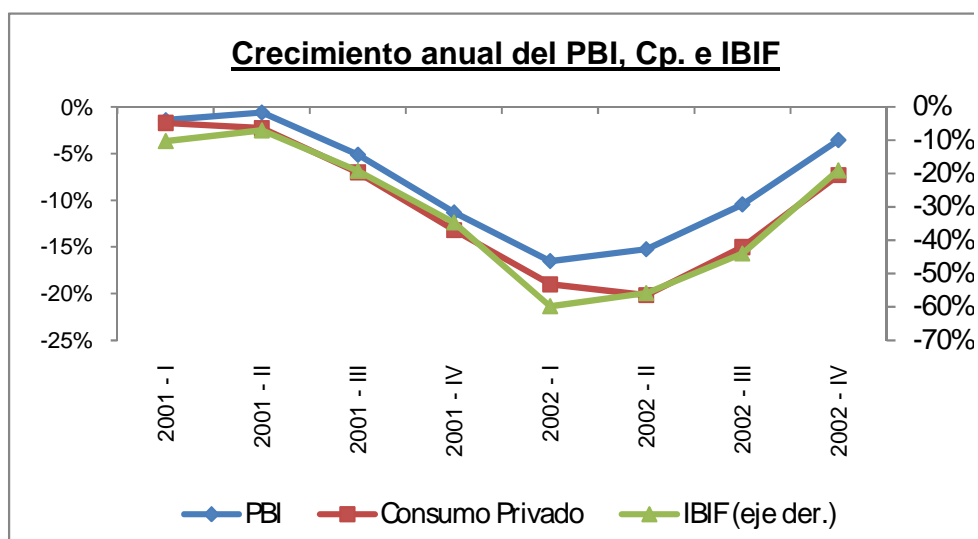
Con la unificación y la flotación cambiaria se intenta recuperar fluidez en las operaciones de comercio exterior, afirmar el sesgo exportador de la economía y promover las economías regionales. Entre estas últimas interesa particularmente el turismo, por su capacidad generadora de empleo.

Por el lado de las deudas todas aquellas contraídas en dólares por el sistema financiero (de cualquier monto o naturaleza) fueron convertidas a pesos al cambio de U\$\$ 1 = \$1, y a partir de allí el capital se actualizaría según la variación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) basado en los precios al consumidor. A su vez, todos los depósitos en dólares se pesificaron a un valor de \$1,40 por dólar. El capital de los ahorristas se iba a actualizar según el mismo CER utilizado para los préstamos, tratando de resguardar el poder adquisitivo de esos ahorros.

El PBI para el periodo analizado (2001-2002) tuvo una caída del 15.01% con respecto al primer trimestre del año 2001. Solo en el año 2001, cuando se desata la crisis, la caída en el PBI fue del 11.46% mientras que en el 2002 hubo un recupero del PBI de 1.50%. Por el lado de la demanda global, el comportamiento contractivo estuvo liderado por la Inversión Bruta Interna Fija siendo la misma de un 31.44% para el año 2001.

La causa de este desempeño estaría originada en la disminución del ingreso disponible y la existencia de capacidad ociosa en grandes sectores productivos ante la prolongada recesión de tres años. La devaluación dispuesta en enero del 2002 y la subsiguiente flotación del peso abrió nuevas perspectivas para la inversión en sectores transables en la medida que la variación de precios relativos alentara los flujos del comercio exterior. Efectivamente, el gráfico 5 muestra que desde el segundo trimestre de 2002 la economía había iniciado la fase de recuperación, finalizando el año, no obstante, con tasas de crecimiento anual negativas en los tres agregados económicos analizados.

Gráfico n°5



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Se emplearon valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos de 1993 (Ver anexo 2 cuadro 2)

- Período 2003 – 2008:

En el periodo que va desde el 2003 hasta el año 2007 se registra un crecimiento económico en el Producto Bruto Interno reflejándose en un aumento del 41.40%.

En este periodo el PBI de la Argentina pasa de ser \$ 246.158 miles de millones a \$ 371.282 miles de millones, esto es un aumento de \$ 125.123 miles de millones (a precios de 1993).

Con respecto a los dos componentes del Producto Bruto Interno analizados, entre el 2003 y el 2007 se observan los siguientes incrementos:

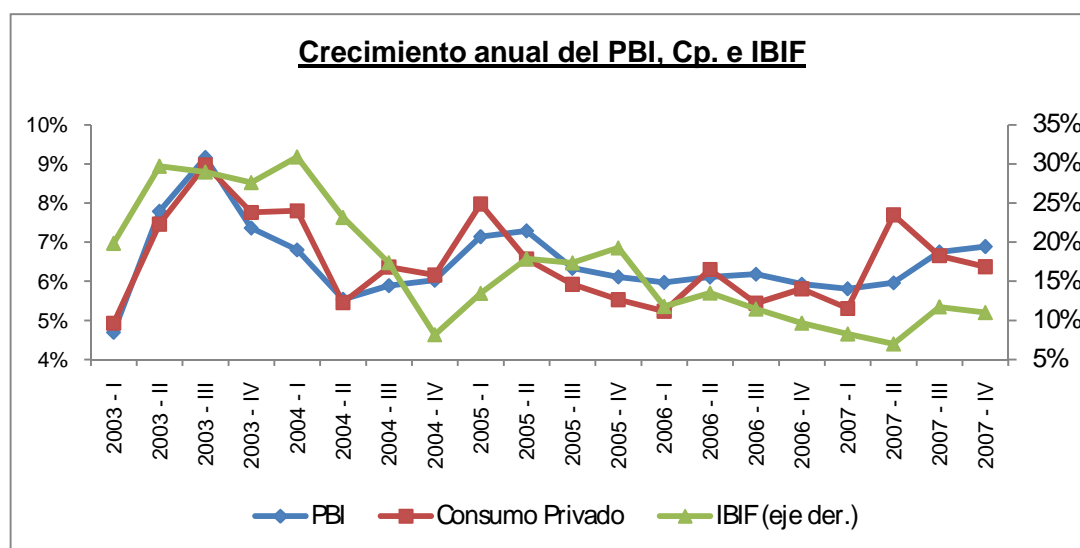
Consumo Privado: El mismo presenta un aumento del 40.61 %, esto es pasa de ser \$ 161.349 miles de millones a \$ 242.187 miles de millones, o sea una variación positiva de \$ 80.837 miles de millones (a precios de 1993).

Inversión Bruta Interna Fija: Sin duda, el mayor aumento se registra en este componente aumentando de \$ 31.847 miles de millones a \$ 85.541 miles de millones, reflejándose un aumento de \$ 53.693 miles de millones (a precios de 1993) o, equivalentemente, del 98.8%.

El marcado crecimiento de los agregados macroeconómicos se debe a la recuperación de la crisis y, posteriormente, al crecimiento de la economía basado en un consumo interno en expansión, exportaciones en ascenso y el boom de precios de los commodities.

La devaluación del peso permitió recuperar márgenes de rentabilidad a las empresas productoras de bienes transables, que incrementaron fuertemente sus niveles de producción y el empleo. Consecuentemente, la recuperación del ingreso se plasmó en una mayor demanda de bienes y servicios, tanto transables como no transables, incentivando el crecimiento de la demanda agregada y estimulando, aún más, el crecimiento de la oferta. Por su parte, los términos del intercambio entraron en una tendencia creciente que en conjunto con la mayor demanda de bienes primarios por parte de China e India llevaron a un boom de producción y exportación de bienes agropecuarios y derivados.

Gráfico n°6



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos de 1993 (Ver anexo 2 cuadro 2).

Al margen del contexto descrito anteriormente, el año 2008 merece un estudio separado del resto del período debido a la crisis financiera internacional. La crisis del 2008 se desenlaza de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, que provocó aproximadamente en octubre de 2007 la llamada crisis de las hipotecas subprime. Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez. Indirectamente la crisis causó otros fenómenos económicos como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles (como los eventos de enero y octubre de 2008) y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional.

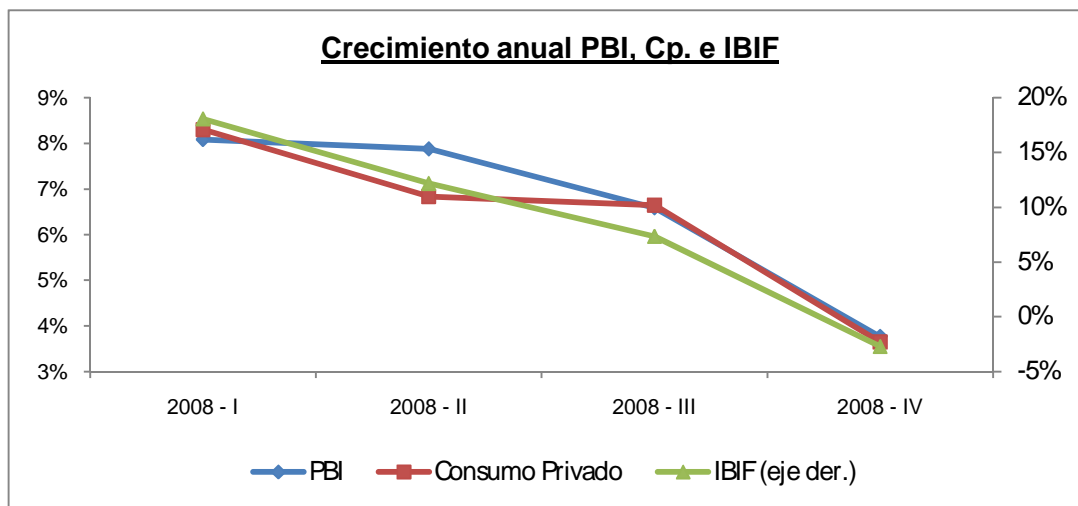
La base de ésta burbuja especulativa habría sido un desarrollo excesivo del crédito, favorecido por los bajos tipos de interés que se establecieron en las principales economías del mundo. Los atentados del 11 de septiembre de 2001 supusieron un clima de inestabilidad internacional que obligó a los principales Bancos Centrales a bajar los tipos de interés a niveles inusualmente bajos, con objeto de reactivar el consumo y la producción a través del crédito. En ese periodo se produjo una huida de capitales de inversión tanto institucionales como familiares en dirección a los bienes inmuebles. La combinación de ambos factores dio lugar a la aparición de una gran burbuja inmobiliaria fundamentada en una enorme liquidez.

La crisis hipotecaria, hasta el octubre de 2008, se ha saldado con numerosas quiebras financieras, nacionalizaciones bancarias, constantes intervenciones de los Bancos centrales de las principales economías desarrolladas, profundos descensos en las cotizaciones bursátiles y un deterioro de la economía global real, que ha supuesto la entrada en recesión de algunas de las economías más industrializadas.

La crisis de liquidez se convirtió visiblemente en una prominente crisis en los Estados Unidos y en todo el mundo el 15 de septiembre de 2008, por decisión de Lehman Brothers Holdings Inc. a declararse en quiebra, la adquisición de Merrill Lynch por Bank of America, y la preocupación por la American International Grupo (AIG) que termina en que la empresa es rescatada por el Sistema de la Reserva Federal el 16 de septiembre. En conjunto, estos acontecimientos fueron vistos a fin de reflejar el deterioro de los mercados financieros aparentemente debido a la crisis de hipotecas subprime. El accidente dio lugar a grandes infusiones de dinero en efectivo por los bancos centrales de todo el mundo en un intento de rescatar al sistema del “salto hacia el abismo”.

Sin dudas el impacto de la crisis mundial se sintió en la Argentina, tal como puede observarse en el gráfico 7. El año comenzó con un crecimiento del producto cercano al 9%, finalizando tan sólo con un crecimiento anual de 3.6%, la menor tasa desde el 2003. El Consumo Privado experimentó un descenso similar, mientras que la IBIF también mostró un comportamiento pro-cíclico, aunque mucho más pronunciado: de crecer al 20% anual finalizó el 2008 con una caída de 2.7% anual.

Gráfico n°7



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Valores trimestrales desestacionalizados (en millones de pesos de 1993 (Ver anexo 2 cuadro 2)

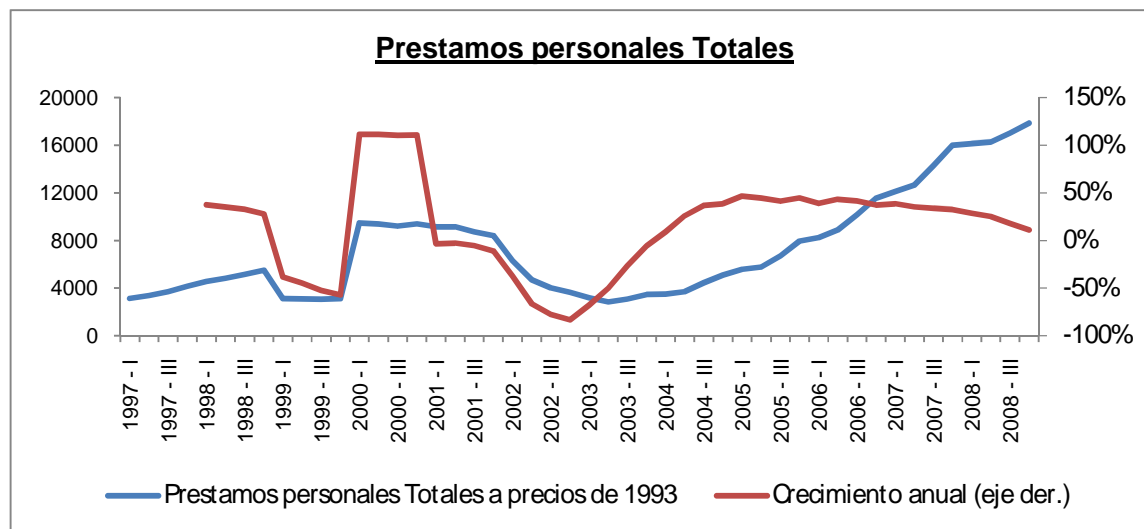
Evolución de los préstamos otorgados

A continuación se realizará una descripción de los préstamos otorgados al Sector Privado no Financiero para el período bajo análisis (1997 – 2008), con el objetivo de relacionar la tendencia de los préstamos otorgados y la evolución del PBI con sus componentes. Para tal efecto se toman los créditos otorgados a empresas y los préstamos personales por separado. Por éstos últimos se entienden los préstamos personales otorgados en efectivo así como también los destinados a los titulares de las tarjetas de crédito (calculados por el BCRA a partir del año 2000). Cabe aclarar que los datos son presentados con frecuencia trimestral (aunque el BCRA los publica de forma diaria) y a valores de 1993, habiéndose deflactado mediante el deflactor de precios del consumo y de la inversión.

- **Préstamos personales**

Los préstamos personales bajo análisis corresponden a la sumatoria de los préstamos en efectivo otorgados al sector privado no financiero y a los titulares de tarjetas de crédito. Los mismos son saldos en pesos de créditos otorgados en moneda nacional y extranjera. Cabe aclarar que los montos otorgados a los titulares de tarjetas de crédito comenzaron a ser calculados por el BCRA a partir del año 2000.

Gráfico n°8



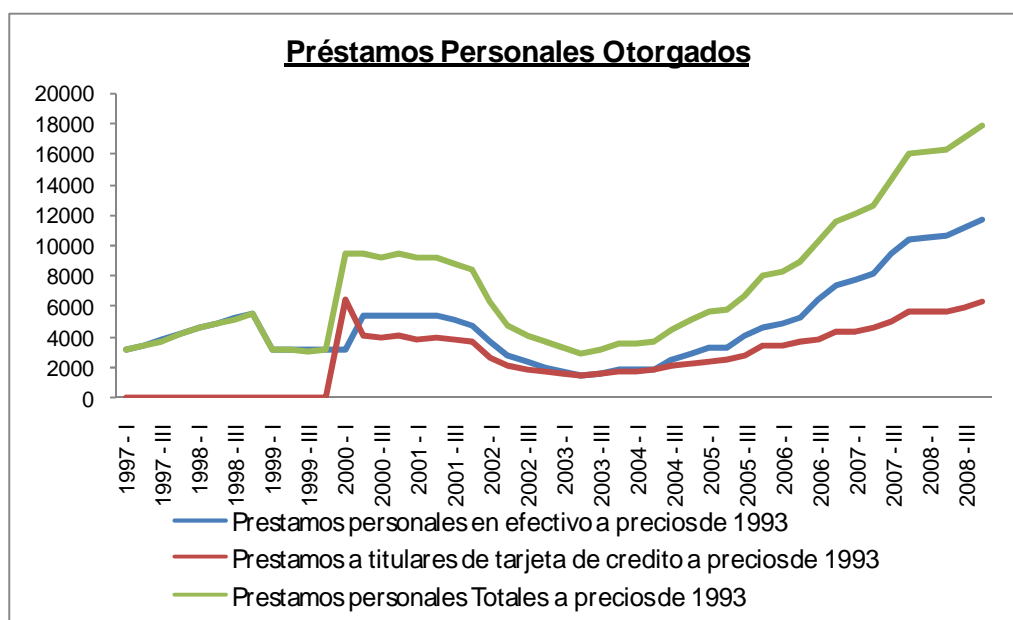
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993 (Anexo 3 – Cuadro 1).

Mediante los datos presentados en el gráfico es posible observar un crecimiento positivo de los préstamos personales hasta el tercer trimestre del año 1998. Posteriormente se refleja una caída considerable de los mismos que se mantiene hasta finales de 1999. Hacia el cuarto trimestre del año 1999, aún no

registrándose una baja considerable en las tasas de interés que se pagaban por estos préstamos, se verifica un notable crecimiento en los préstamos personales otorgados. Éste crecimiento puede ser atribuido a expectativas positivas en cuanto al cambio de gobierno y el futuro económico, ante la falta de posibilidad de una nueva elección del presidente Carlos Menem y el comienzo de una nueva etapa con un gobierno radical que sería dirigido por Fernando De la Rúa.

El BCRA comienza a publicar a partir del 2000 los préstamos otorgados a los titulares de tarjetas de crédito, razón por la cuál se puede percibir que a comienzos del año 2000 éste tipo de préstamos son superiores a los otorgados en efectivo. Desde mediados del año 2000 los montos prestados en efectivo son superiores que los de tarjetas de crédito, igualándose en el cuarto trimestre del año 2002, y manteniéndose parejos hasta mediados del 2004. Hacia el tercer trimestre del año 2004 los préstamos personales en efectivo aumentan considerablemente haciendo que la brecha entre éstos y los otorgados a titulares de tarjetas de créditos sea cada vez mayor.

Gráfico n°9

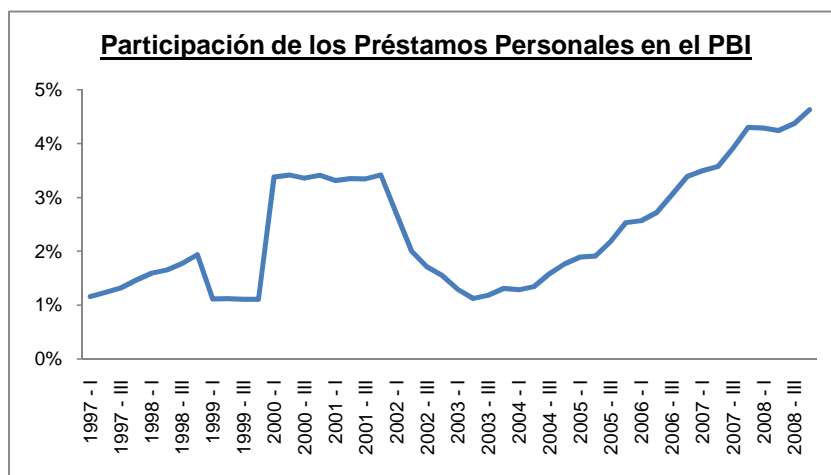


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993 (Anexo 3 – Cuadro 1).

En el 2001 la creciente incertidumbre sobre la evolución de la situación económica argentina se reflejó en una importante caída de los depósitos bancarios y de las reservas internacionales. La difícil situación económica que tuvo lugar a fines de ese año, junto con la profundización de la recesión y la dinámica de la deuda pública afectó significativamente la confianza en la vigencia de la convertibilidad y terminaron desencadenando una profunda crisis financiera. Es en este contexto en el cual el BCRA dispone la cancelación del otorgamiento de préstamos en dólares, determinando que todas aquellas deudas contraídas con el sistema financiero en dicha moneda serían pesificadas a US\$ 1 = \$ 1 y a partir de allí el capital se actualizaría según la variación del CER.

Como es posible observar en el gráfico a continuación, la participación de los Préstamos Totales otorgados en el PBI entre 1997 y 2008 varía desde 1,16% a más del 4,63 %. El mayor crecimiento se registra principalmente en el período que va desde el año 2000 hasta el último trimestre del año 2001, donde la participación de los préstamos en el PBI comienza a decrecer. Ésta caída en la participación de los préstamos va de 3,41% a finales del 2001 a 1,13% en el segundo trimestre del 2003, donde los préstamos vuelven a recuperar su participación aumentando gradualmente hasta llegar a 4,63 % a finales del 2008.

Gráfico n°10

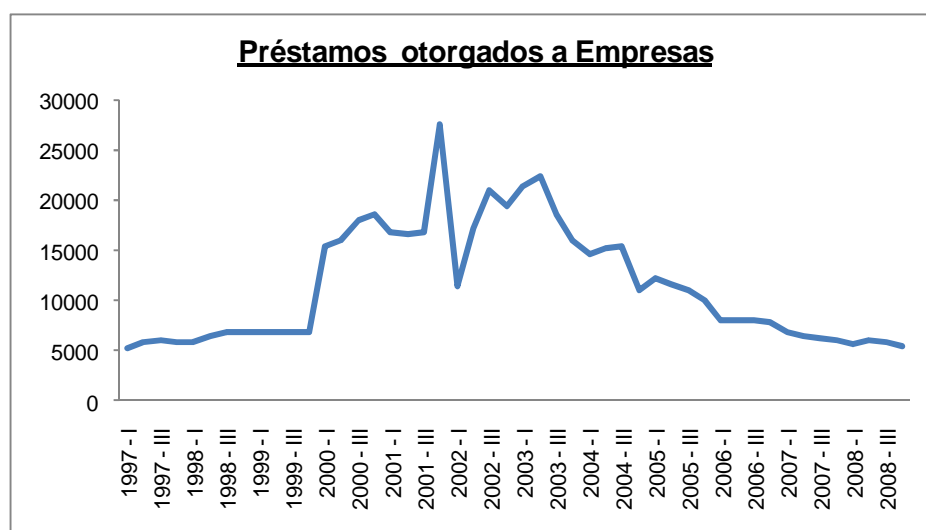


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993 (Anexo 3 – Cuadro 3).

- **Prestamos a empresas**

Los préstamos otorgados a empresas se mantienen casi constantes en el período de 1997 hasta finales de 1999. Posteriormente, en la primera mitad del año 2000 los préstamos otorgados a empresas presentan un crecimiento considerable que sólo es superado a finales del 2001. Con la posterior devaluación del país, y bajo un contexto de incertidumbre en donde los únicos créditos en dólares son para las empresas exportadoras, los préstamos a principios del 2002 caen considerablemente. En el periodo post devaluación los préstamos a empresas comienzan a recuperarse hacia finales del 2002, presentando su pico más alto en el tercer trimestre del 2003. Hacia finales del 2003 los mismos comienzan a disminuir considerablemente, llegando a finales del 2008 a montos comparables con los de principios de 1997.

Gráfico n°11



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993 (Anexo 3 – Cuadro 2).

Si bien durante el periodo de convertibilidad se notó una baja en el precio de los bienes de capital nacionales e importados, ésta no fue suficiente para alentar sostenidamente la inversión. La causa de este desempeño estaría originada en la disminución del ingreso disponible y la existencia de capacidad ociosa en grandes sectores productivos ante la prolongada recesión de tres años. Por otra parte, al corte de financiamiento externo, y al encarecimiento del interno, se adicionó la crisis en el sistema financiero total en diciembre del 2001, que terminó de cerrar las vías de acceso al crédito.

Como es posible observar mediante el gráfico a continuación hasta finales de 1999 la participación de los préstamos otorgados a empresas tuvo un crecimiento relativamente constante, produciéndose un aumento de los mismos a comienzos del año 2000 pasando de una participación en el PBI del 2,48% a una de aproximadamente del 11,25%. Este notorio aumento es atribuible a las expectativas positivas de la elección de un nuevo gobierno y con ello perspectivas positivas a futuro y estabilidad económica. El comportamiento es similar al presentado por los préstamos personales. Después de este aumento repentino en la participación se produce una caída en la misma derivada de la crisis de finales del año 2001, hacia principios del 2002 y debido, en partes, a la mayor competitividad originada por la devaluación del peso se produce un aumento en la participación que va del 4,93% al 8,88%. Posteriormente la participación en el PBI de los préstamos otorgados a empresas, comienza a disminuir llegando a una participación a finales de 2008 menos que al comienzo del período bajo análisis.

Gráfico n°12



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993 (Anexo 3 – Cuadro 3).

Metodología

Para estudiar la evolución de los préstamos otorgados con respecto a los principales componentes del PBI se tomarán por separado los préstamos personales de aquellos otorgados a empresas. Asimismo, mediante regresiones por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), se analizará la relación que los mismos tienen con respecto al Consumo Privado, por un lado, y a la Inversión Bruta Interna Fija, por otro. Los datos del Consumo Privado, Inversión Bruta Interna Fija, el Índice de Precios Implícitos y el Índice de Precios al Consumidor (IPC) son series tomadas del INDEC (ver anexos). Las series relacionadas con los préstamos otorgados tanto al consumo como a la inversión son tomadas del Banco Central de la República Argentina (BCRA – ver anexos). Los datos de cuentas nacionales son trimestrales, constantes (a precios de 1993) y desestacionalizados, mientras que los datos de préstamos son trimestrales y constantes (ver anexos).

- **Préstamos al Consumo**

En el modelo planteado para los préstamos al consumo, la tasa de crecimiento del consumo es función de la tasa de crecimiento de los préstamos personales otorgados, de la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal, de la inflación trimestral y de la tasa de interés nominal.

Las variables de tipo de cambio, tasa de inflación y tasa de interés son variables de control que ayudan a determinar el efecto de los préstamos al consumo sobre el crecimiento del Consumo Privado. La teoría económica indica que dichas variables están relacionadas con la tasa de crecimiento del consumo: el tipo de cambio nominal y la tasa de interés de forma negativa y la inflación trimestral, posiblemente, de forma positiva.

El modelo planteado, entonces, puede expresarse formalmente:

$$\text{delta_C} = a_0 + a_1 \text{delta_P} + a_2 \text{delta_e} + a_3 \text{inf} + a_4 r + e$$

delta_C = Es la tasa de crecimiento del Consumo Privado, definida como la diferencia entre el logaritmo natural del Consumo Privado en el período (t) y el logaritmo natural del Consumo Privado del período (t-1).

delta_P = Es la tasa de crecimiento de los Préstamos Personales Totales otorgados, definida como la diferencia entre el logaritmo natural de los Préstamos Personales Totales en el período (t) y el logaritmo natural de la variable en el período (t-1).

Tratamiento de datos: La serie de Préstamos Personales corresponde a los préstamos personales en efectivo más los préstamos otorgados a titulares de tarjetas de crédito. Los datos existentes son saldos de cuentas diarias en moneda nacional, a efectos de homogeneizar los datos se tomó el saldo del último día del trimestre. Asimismo para deflactar dicha serie se utilizó el Índice de Precios Implícitos correspondiente al Consumo Privado con base en el año 1993, una vez deflactado se le aplicó logaritmo natural para poder determinar la tasa de crecimiento de la variable.

delta_e = Es la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal (TCN) promedio, definida como la diferencia entre el logaritmo natural del TCN del período (t) y el logaritmo del TCN del período (t-1).

Tratamiento de datos: El tipo de cambio trimestral se calculó a través de un promedio aritmético simple al cual se le aplicó logaritmo natural para obtener la tasa de crecimiento.

inf = Tasa de inflación trimestral

Tratamiento de datos: La tasa de inflación trimestral se calculó como la diferencia del logaritmo natural del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el período (t) menos el logaritmo natural del IPC en el período (t-1).

r = Es la tasa de interés de los préstamos en el momento (t)

Tratamiento de datos: Se tomó la "lending rate" del Fondo Monetario Internacional para la Argentina y se calculó el promedio aritmético trimestral.

Asimismo, el término e corresponde al término de error de regresión.

- **Préstamos a empresas**

En el modelo planteado para los préstamos a empresas, la tasa de crecimiento de la inversión es función de la tasa de crecimiento de los préstamos a empresas otorgados, de la tasa de crecimiento del tipo de cambio real multilateral y de la tasa de interés nominal.

Las variables de tipo de cambio y tasa de interés son variables de control que ayudan a determinar el efecto de los préstamos al consumo sobre el crecimiento de la IBIF. La teoría económica indica que dichas variables están relacionadas con la tasa de crecimiento de la inversión: el tipo de cambio real de forma positiva y la tasa de interés de forma negativa.

El modelo planteado, entonces, puede expresarse formalmente:

$$\text{delta_inv} = a_0 + a_1 \text{delta_pres} + a_2 \text{delta_tcrm} + a_3 r + e$$

delta_inv = Es la tasa de crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija, definida como la diferencia entre el logaritmo natural de la IBIF del periodo (t) y el logaritmo natural de la variable del período (t-1).

delta_pres = Es la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados a empresas, definida como la diferencia en el logaritmo natural de la variable en el período (t) y el logaritmo natural de la variable en el período (t-1).

Tratamiento de datos: La serie de Préstamos otorgados a empresas corresponde a saldos de cuentas diarias en moneda nacional, a efectos de homogeneizar los datos se tomó el saldo del último día del trimestre. Asimismo para deflactar dicha serie se utilizó el Índice de Precios Implícitos correspondiente a la Inversión Bruta Interna Fija con base en el año 1993, una vez deflactada se le aplicó logaritmo natural para poder determinar la tasa de crecimiento de la variable.

delta_tcrm = Es la tasa de crecimiento del tipo de cambio real multilateral (TCRM) promedio, definida como el logaritmo natural de la variable en el período (t) y el logaritmo natural de la variable en el período (t-1). El tipo de cambio real multilateral tiene en cuenta el valor del peso argentino respecto a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de la Argentina calculado por el BCRA.

Tratamiento de datos: El tipo de cambio real multilateral trimestral se calculó a través de un promedio aritmético simple al cual se le aplicó logaritmo natural (ln) para obtener la tasa de crecimiento del tipo de cambio.

r = Es la tasa de interés de los préstamos en el momento (t)

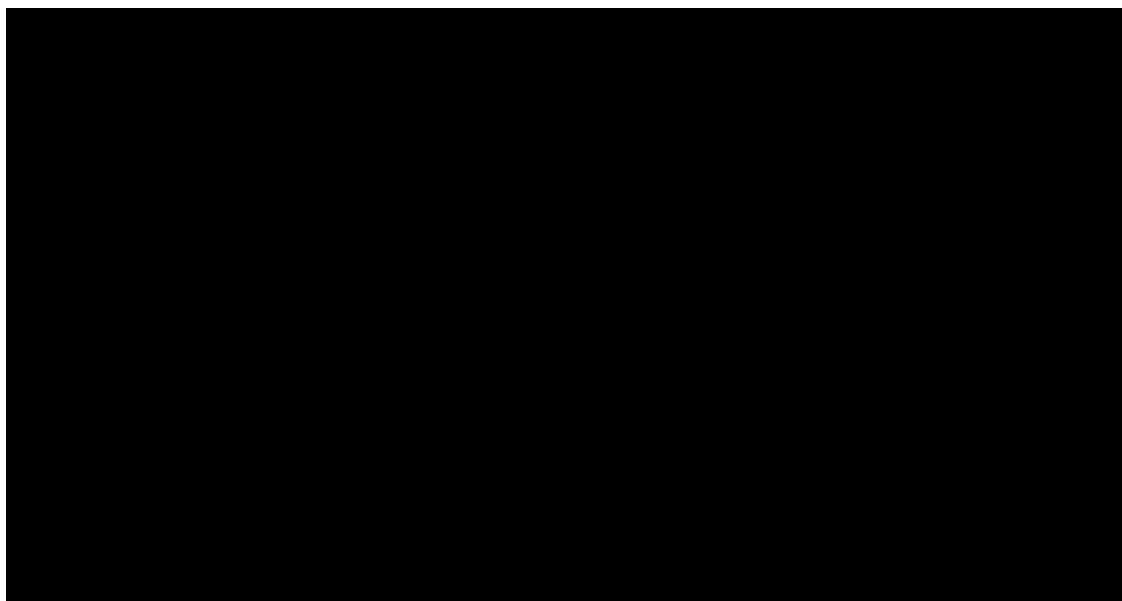
Tratamiento de datos: Se tomó la "lending rate" del Fondo Monetario Internacional para la Argentina y se calculó el promedio aritmético trimestral.

Asimismo, el término e corresponde al término de error de regresión.

Para ambos modelos estimados se presentan, en los anexos, los tests de heteroscedasticidad, multicolinealidad y autocorrelación habituales para la regresión MCO. Allí se muestra que, a pesar de la posible existencia de estos problemas, los resultados obtenidos son robustos a las correcciones realizadas. Por ello, se presentan a continuación las estimaciones originales con su interpretación.

Presentación de Resultados

- Préstamos al Consumo



Como es posible observar, a través de la regresión se espera que la tasa de crecimiento del Consumo Privado aumente en promedio un 0,2% frente a un aumento de un 1% en la tasa de crecimiento de los préstamos (manteniendo constante las variables restantes). Si bien la relación es positiva, como se esperaría dado el marco teórico, el test t de significación individual indica que esta variable no resulta significativa. Ello implica que no existe (estadísticamente) una relación entre la variable dependiente y la independiente.

En el modelo de regresión, como variable explicativa se adicionó la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal. El resultado obtenido muestra que frente a un aumento de un 1% en dicha variable la tasa de crecimiento del Consumo Privado disminuye en promedio un 14%, *ceteris paribus*. El signo del coeficiente (negativo) es el esperado a priori, dado que un mayor tipo de cambio vuelve hace que el consumo de bienes transables sea más caro (en pesos) y desacelera su crecimiento. Asimismo, el test de significación individual muestra que la variable es estadísticamente significativa a los niveles de confianza habituales.

Respecto a la inflación, los resultados obtenidos indican que, en promedio, frente a un aumento del 1% en la inflación trimestral el crecimiento del consumo del sector privado se incrementa en un 36,7%, *ceteris paribus*. Asimismo, este

resultado, de acuerdo al test de significación individual, es significativo a los niveles de confianza habituales. El signo positivo obtenido en la regresión es consistente con la teoría económica, considerando que las personas, dadas las expectativas a futuro, ajustan su consumo relativamente rápido para protegerse de movimientos en los precios (sobre todo en Argentina, dada su experiencia inflacionaria). Asimismo, es posible pensar a la variación trimestral del IPC como una variable *proxy* del incremento salarial, dado que éste se ajusta, aunque no completamente, a los aumentos de precios.

Por último, ante un aumento de un 1% en la tasa de interés de los préstamos se produce una caída, en promedio, del 6% en la tasa de crecimiento del consumo. Asimismo, este resultado es significativo al 95% de confianza (aunque no al 99% de confianza). Este resultado es consistente con la teoría de consumo intertemporal, dado que un aumento de la tasa de interés aumenta el costo de consumir en el período actual y disminuye el costo de consumir en períodos futuros.

Los resultados de la regresión serían más representativos si se pudieran tomar los datos desde el año 1993 hasta el 2008. De esta forma, al tomar más tiempo del período de convertibilidad el modelo resultaría más explicativo. Sin embargo, los datos de los préstamos otorgados sólo están disponibles en el Banco Central de la República Argentina (BCRA) a partir del año 1997. Por otro lado, el modelo mejoraría si se pudiera adicionar un índice de salarios pero dicho índice no está disponible para el período analizado ya que sólo está publicada a partir del 2002 por el INDEC. No obstante, suponiendo que los salarios se ajustan de forma similar a las variaciones en el IPC, entonces puede tomarse la inflación trimestral como una variable *proxy* del incremento trimestral salarial.

Asimismo, este modelo de regresión no busca tener un poder predictivo, puesto que solo explica el 40% de la variabilidad de la tasa de crecimiento del consumo. El objetivo del mismo es tener una idea aproximada de la dirección y la fuerza de la relación existente entre el Consumo Privado y las variables independientes incluidas en el modelo.

La razón por la cual se toman por separado las variables Tipo de cambio nominal y Tasa de crecimiento de los préstamos, siendo que éstos últimos están en función de la tasa de interés, es justamente, para ver el efecto “puro” de cada una de dichas variables en la variación de la tasa de crecimiento del Consumo Privado. El análisis de multicolinealidad entre las variables (ver anexo), determina que los resultados no se encuentran sesgados sustancialmente por la relación existente entre las variables explicativas.

El hecho que el aumento en la tasa de crecimiento de los préstamos personales no resulte significativa en el modelo planteado se puede dar por diferentes razones. Por un lado, hace referencia a un bajo grado de utilización de los servicios bancarios. Y, por otro lado, significa que los préstamos otorgados (al menos los préstamos personales en efectivo que contiene los préstamos personales totales) no están siendo designados enteramente al consumo y sí, probablemente, al pago de deudas particulares, hecho que hace más susceptible su caída en mora en la fase descendente del ciclo económico. Ello, sumado a

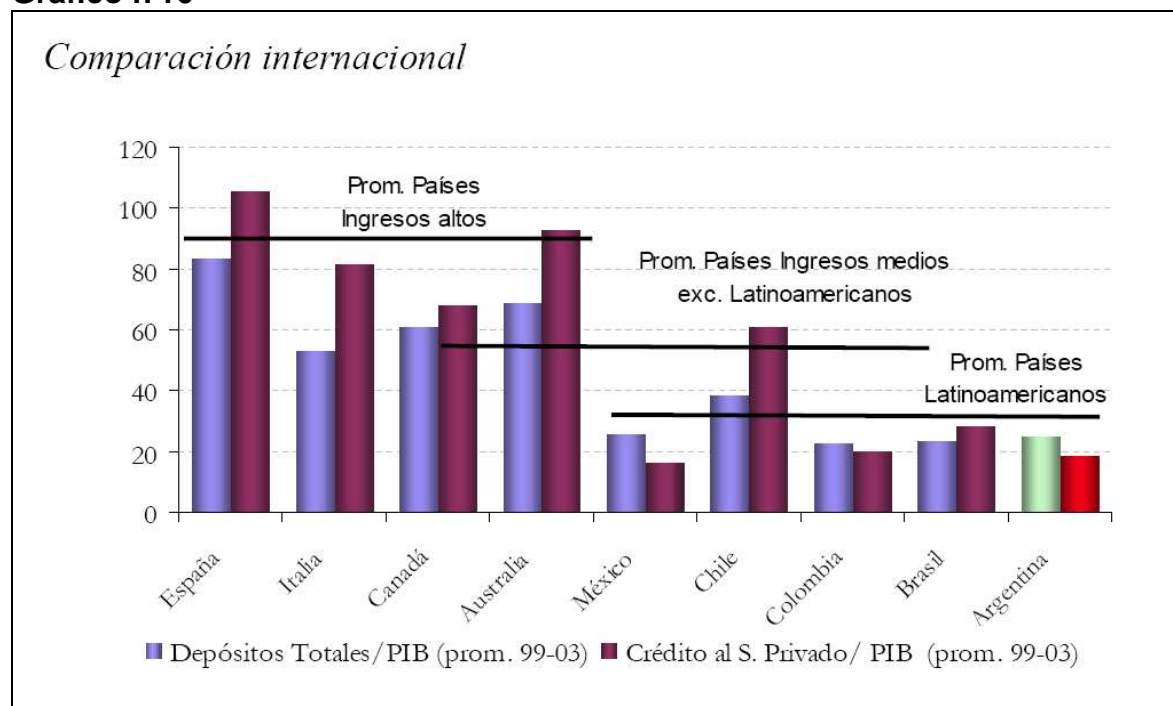
que el ahorro de los particulares no se traslada enteramente a los mercados financieros transformando los mismos en disponibilidad de financiamiento para la inversión productiva, hace que el sistema financiero argentino presente ciertas fallas estructurales y coyunturales.

Las causas estructurales son factores exógenos al sistema bancario como, por ejemplo, la presencia de expectativas inflacionarias que reducen el incentivo a ahorrar y el grado de informalidad de la economía que hace difícil que el ahorro nacional se canalice a través de mercados financieros institucionalizados. Las mesas de dinero, escribanías, mutuales, bonos comerciales, crédito directo al consumidor etc. son ejemplos de la canalización del ahorro por fuera de los circuitos institucionalizados.

También en estas causas exógenas al sistema financiero intervienen el bajo grado de monetización de la economía y el nivel de bancarización anteriormente mencionado. Vale aclarar que se considera la monetización como la liquidez, los depósitos, los títulos, y otros instrumentos financieros similares, respecto al PBI; mientras que la bancarización hace referencia al nivel de utilización de esos servicios por parte de la población.

En cuanto a la monetización en Argentina, tomando solo un aspecto de la misma como los depósitos en las entidades financieras, depósitos en cuentas corrientes, caja de ahorro, plazos fijos, entre otros, se deduce que la misma no es tan alta comparada con otros países. El gráfico a continuación muestra el porcentaje de los depósitos totales (bancarios) en el PBI y de los Créditos al Sector Privado no Financiero también en relación al PBI en el periodo que abarca desde 1999 hasta el año 2003.

Gráfico n°16



Fuente: Pedro Elosegui 13 de Marzo de 2008 (“La bancarización y los determinantes de la disponibilidad de servicios bancarios en la Argentina”)

Cabe aclarar que todos los bancos en mayor o menor medida se rigen por normas de orden superior de capitales mínimos, en nuestro país, por ejemplo, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) exige un encaje determinado a los bancos. De todas formas el encaje o el capital mínimo es una porción de los depósitos el restante de los mismo se transforma en créditos.

Mediante el gráfico se deduce que en la mayoría de los países la proporción de los créditos al sector privado con respecto al PBI es superior que los Depósitos Totales con relación a la misma variable. Ello puede implicar que se da el circuito necesario para que los bancos obtengan una ganancia por los créditos otorgados. A su vez la mayoría de los depósitos en estos bancos son a la vista, puesto que el grueso de los depósitos para generar rentas está invertido en acciones y no en depósitos a interés bancarios.

Esto explica que Argentina, siendo un país de ingresos y poblacionalmente inferior tenga mayores depósitos con respecto al PBI que Brasil. Los particulares en Brasil tienen sus ahorros en acciones, de forma que los mismos se trasladan directamente a la inversión. Por otro lado los bancos siguen su circuito favorablemente porque los depósitos bancarios, en su mayoría a la vista, son suficientes para superarlos en créditos otorgados al sector privado no financiero.

En Argentina, el porcentaje de los depósitos con respecto al PBI es superior que los créditos otorgados con relación a la misma variable, de forma tal que resultarían superiores los montos que los bancos pagan por los depósitos a interés, mayoría en nuestro país, que lo que ganan por los créditos otorgados. Estos son indicios de la baja monetización y bancarización de la Argentina.

Es necesario tener en cuenta que nuestro país ha sufrido diversas corridas bancarias a través de su historia, siendo la última y la más perjudicial la ocurrida en diciembre de 2001. Esto hace que los particulares tengan temor de depositar sus ahorros en el sistema bancario, de todas formas desde el 2002 en adelante, aunque a un ritmo lento, se fueron recuperando los depósitos y la confianza de los particulares.

En cuanto a la bancarización en la Argentina, existe un trabajo realizado por el BCRA¹⁶ en el año 2008 sobre la disponibilidad regional de los servicios bancarios. De acuerdo a la mencionada investigación, Argentina en el año 2005 detentaba diez sucursales bancarias cada 100.000 habitantes, mientras que los países de altos nivel de ingresos multiplican por 3,4 veces dicho nivel (España 9,5 veces). Pero no sólo hay un inconveniente en el bajo nivel de sucursales, sino en su distribución. Mientras la Ciudad Autónoma de Buenos Aires tiene 29 sucursales cada 100.000 habitantes, seis provincias norteafricanas tienen menos de la mitad del promedio nacional.

¹⁶ Elosegui P. “La bancarización y los determinantes de la disponibilidad de servicios bancarios en la Argentina” 13 de Marzo de 2008

Esta situación determina que de las 3.461 localidades del país, el 69,2% de ellas no posea ninguna agencia bancaria y que entre el 20 y el 36% de la población de 11 provincias no tenga acceso a ninguna infraestructura bancaria.

De esta forma se denota que en las debilidades básicas del sistema financiero también intervienen de manera sistemática las decisiones adoptadas por los titulares (públicos y privados) del sistema bancario, a su vez la apertura de sucursales es una decisión endógena del mismo sistema.

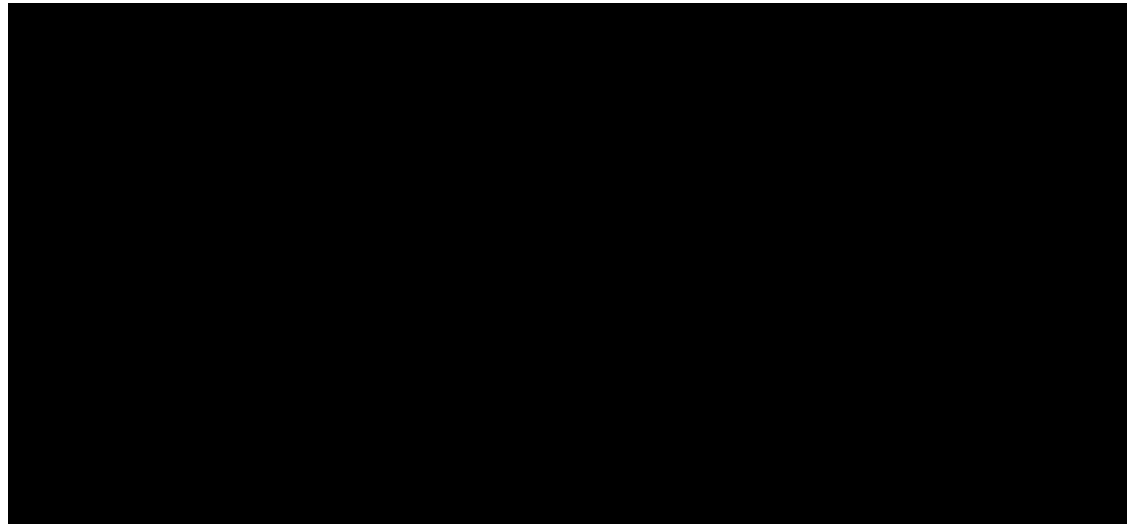
A modo ilustrativo se presenta el cuadro mencionado de la extensión y cobertura de los servicios bancarios.

Extensión y cobertura de los servicios bancarios

País	Cantidad de sucursales cada 1,000 km ²	Cantidad de sucursales cada 100,000 personas	Cantidad de cajeros automáticos cada 1,000 km ²	Cantidad de cajeros automáticos cada 100,000 personas
Países Ingresos altos (promedio)	75,6	34,5	221,5	71,2
España	78,9	95,9	104,2	126,6
Italia	102,1	52,1	131,7	67,2
Canadá	1,6	45,6	4,6	135,2
Australia	0,8	29,9	1,7	64,2
Países latinoamericanos de ingreso medio (promedio)	4,5	7,5	9,1	13,0
México	4,1	7,6	8,9	16,6
Chile	2,0	9,4	5,1	24,0
Colombia	3,7	8,7	4,1	9,6
Brasil	3,0	14,6	3,7	17,8
Argentina	1,4	10,0	2,1	14,9
Países de ingreso medio excluyendo latinoamericanos (promedio)	10,0	9,3	15,0	16,2

Fuente: Pedro Elosegui 13 de Marzo de 2008 ("La bancarización y los determinantes de la disponibilidad de servicios bancarios en la Argentina")

- **Préstamos para Inversión**



Como es posible observar, de los resultados obtenidos se espera que la tasa de crecimiento de la inversión disminuya en promedio un 0,3% frente a un aumento de un 1% en la tasa de crecimiento de los préstamos (manteniendo constante las variables restantes). Si bien la relación es negativa, al contrario de lo esperado teóricamente, el test t de significación individual determina que esta variable no resulta significativa. Ello implica que no existe (estadísticamente) una relación entre la variable dependiente y la independiente.

Respecto al tipo de cambio real multilateral, frente a un aumento de un 1% en dicha variable la tasa de crecimiento de la inversión disminuye en promedio un 36%, *ceteris paribus*. Se esperaría que con un tipo de cambio más alto aumentara la inversión, sobre todo en los sectores productores de bienes transables (que mejoran su perfil de ingresos y disminuyen los costos en moneda local). Sin embargo, podría esperarse una relación negativa si la variación del tipo de cambio refleja más la volatilidad de la economía y no los fundamentos estructurales del aparato productivo. Asimismo, la relación negativa puede darse si las empresas poseen altos niveles de endeudamiento, sobre todo en moneda extranjera. En este caso, un aumento del tipo de cambio genera una mayor carga de deuda, debido al aumento nominal de la misma debido a la devaluación de la moneda. Asimismo, la carga de la deuda se torna más pesada en términos reales si la inflación internacional es negativa (deflación), ya que al estar gran parte nominada en moneda extranjera ello aumenta su valor real. Puede pensarse que, por lo menos en la década de la convertibilidad, las empresas han mantenido altos niveles de endeudamiento consistentes con la relación inversa entre la tasa de crecimiento del tipo de cambio real multilateral y la tasa de crecimiento de la inversión. Por su parte, el test de significación individual muestra que la variable es estadísticamente significativa a los niveles de confianza habituales.

Por último, ante un aumento de un 1% en la tasa de interés de los préstamos se produce una caída, en promedio, del 20% en la tasa de crecimiento de la inversión. Asimismo, este resultado es significativo al 95% de confianza (aunque no al 99% de confianza). La relación negativa es consistente con la teoría económica, dado que un aumento de la tasa de interés aumenta el costo del capital y, por ende, desacelera el crecimiento de la inversión.

El modelo para la inversión presenta las mismas limitaciones que el modelo anterior, dado que no pudo ampliarse la cantidad de observaciones debido a que el BCRA no tiene publicada la información previa a 1997. Asimismo, este modelo de regresión no busca tener un poder predictivo, puesto que solo explica el 27% de la variabilidad en la tasa de crecimiento de la inversión.

La razón por la cual se toman por separado las variables Tasa de Interés Nominal y Tasa de Crecimiento de los préstamos a inversión, siendo que los préstamos están en función de la tasa de interés, es justamente, para ver el efecto “puro” de cada una de dichas variables en la variación de la tasa de crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija. No obstante, la relación existente entre las variables independientes no sesga sustancialmente los resultados obtenidos por medio de la regresión MCO.

Que la tasa de crecimiento de los créditos a empresas no posea una relación significativa con el crecimiento de la inversión resulta extraño, dado que uno esperaría el flujo de inversión se financie con el flujo del crédito. Sin embargo, en Argentina la justificación se encuentra en el destino de los préstamos a empresas, considerando si los mismos se utilizan para financiar capital de trabajo o si son puramente destinados a inversión.

Existen, a grandes rasgos, dos líneas que ofrecen los bancos para las empresas. Una es la de inversión, donde se financia un proyecto en particular, ya sea compra de maquinaria, compra de un inmueble o construcción, desarrollos específicos destinados a optimizar los procesos productivos, etc. Estos destinos representan una mejora plasmada en una mayor rentabilidad para la firma. Entonces, si todas las empresas accedieran a este tipo de financiamiento para mejorar su producción debería reflejarse el hecho en la inversión del país.

Por otro lado, también se ofrecen líneas para evolución, préstamos son destinados al financiamiento de capital de trabajo. El objetivo de estos créditos es financiar el capital de trabajo incremental derivado de una inversión en particular realizada por la firma. De esta forma al tener el capital de trabajo necesario acorde a la inversión realizada se producirá una mayor rotación del mismo y por lo tanto mayor rentabilidad para la firma, hecho que en un conjunto de empresas se traslada a un mayor crecimiento en la inversión agregada.

Como se mencionó anteriormente, las líneas de evolución solo ven reflejada una mejora si se destinan a financiar capital de trabajo incremental y no solo capital de trabajo. Esta es la razón por la cual la relación, a pesar de no ser significativa, presenta un signo negativo.

El hecho que una empresa requiera un crédito para financiar el capital de trabajo significa que la rotación del mismo es tan baja que no llega a obtenerse el efectivo para poder reiniciar el ciclo productivo, y de esta forma poder atender su demanda. Por lo tanto, se estaría financiando un déficit en la producción de la firma y no una inversión, razón por la cual no se refleja en el PBI como un aumento en la tasa de crecimiento de la inversión y sí como una disminución de la misma puesto que en vez de hacer una inversión real para mejorar el proceso

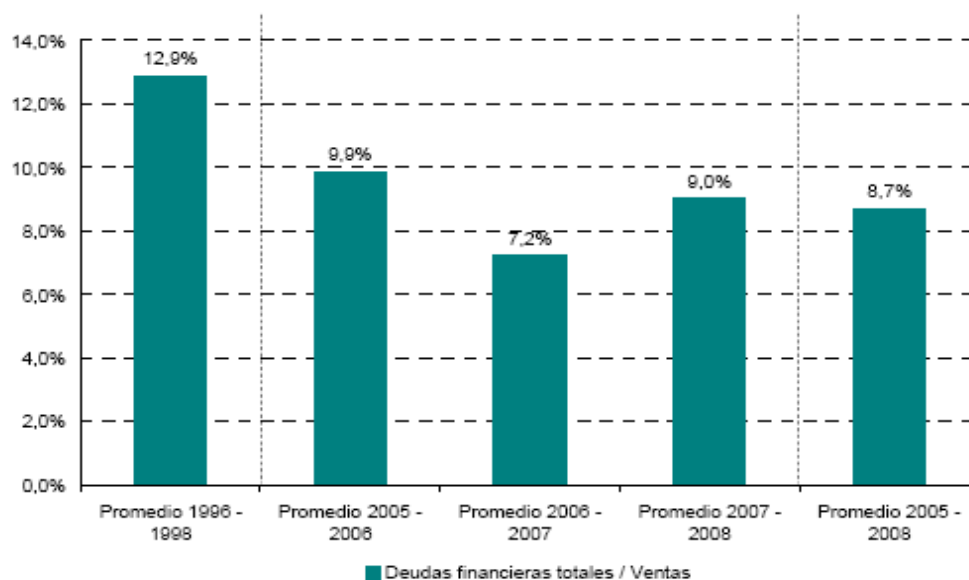
productivo, y de esta forma obtener una mayor rotación que permita una mejora en la rentabilidad, se está financiando “baches” de la firma.

La Argentina se ha caracterizado por un bajo nivel de acceso al financiamiento externo a las firmas, tanto del mercado financiero como del de capitales. La principal consecuencia de ello es un horizonte productivo de corto plazo y una alta inestabilidad de ingresos (sobre todo en la fase recesiva del ciclo económico), que impide la concreción de nuevos negocios. Sin un sistema financiero adecuado, el sistema productivo sólo funciona en nuestro país mediante la existencia de rentabilidad extraordinaria.

Mediante el gráfico a continuación es posible observar que a pesar del señalado incremento del financiamiento bancario, las empresas no gozan de un mayor apalancamiento financiero para consolidar su ciclo de crecimiento. Al contrario, se observa una disminución de la deuda financiera como proporción de las ventas, por lo que el margen de rentabilidad sigue siendo el principal instrumento de financiamiento de los proyectos de inversión.

Grafico n°21

Deuda financiera / Facturación.
Período 1996 - 1998 / 2005 - 2008.



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 1996 - 2008.
Fundación Observatorio PyME.

Según un estudio del Observatorio PYME¹⁷, la inversión en las PYMES, para el periodo analizado, ha caído por dos factores:

¹⁷ Observatorio Pyme, “Informe especial: Oportunidades de expansión del sistema bancario entre las Pymes para la post crisis”, www.observatoriopyme.org.ar

1. “Existen cada vez menos proporción de empresas inversoras sobre el total, especialmente en el segmento de las pequeñas (entre 10 y 50 empleados): en la actualidad, las empresas industriales medianas (entre 51 y 200 empleados) explican la mayor parte de la inversión del segmento PYME.”
2. “La caída de los montos destinados a inversión en general y especialmente maquinaria y equipos por parte de las empresas que aun invierten, medidos como proporción de sus ventas.”

La relación existente entre los préstamos a empresas y la inversión en nuestro país se explica a través del mencionado trabajo, donde en los últimos cinco años (periodo de mayor crecimiento del país) solo el 45% de las PYMES ha solicitado al menos un crédito distinto al descubierto en cuenta corriente, mientras que el restante 55% no lo ha hecho para el mismo período.

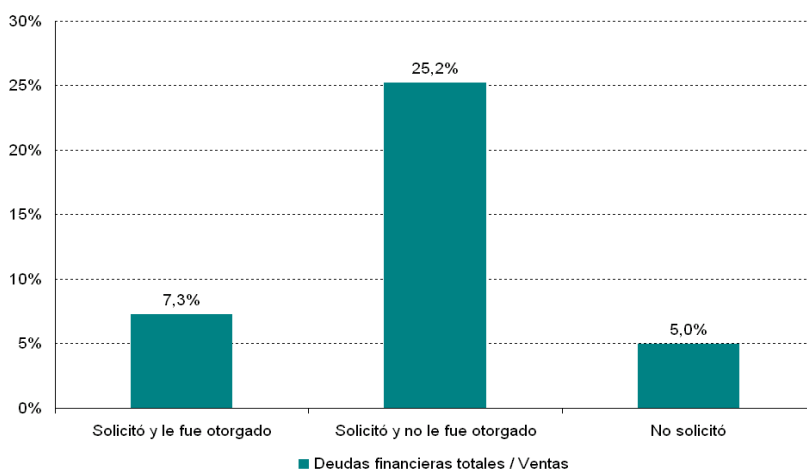
Mediante la encuesta realizada, las empresas PYMES postulan que no han accedido al crédito por tres razones:

1. Incertidumbre macroeconómica
2. Costo financiero elevado
3. Existencia de tramites de aprobación largos y complicados

La razón por la cual la inversión no depende de la tasa de interés se desprende, también, de los siguientes gráficos.

Gráfico n°22

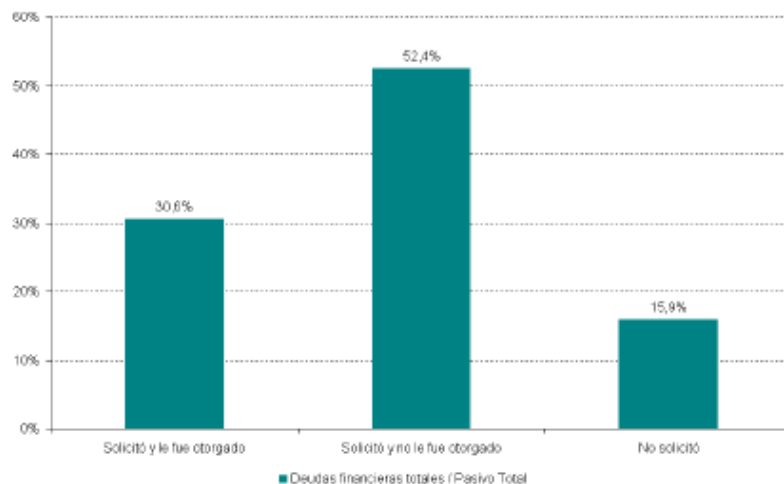
Endeudamiento financiero total sobre Facturación según situación frente al crédito bancario



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2008. Fundación Observatorio PyME.

Gráfico n°23

Incidencia de la Deuda Financiera sobre Pasivos Totales según situación frente al crédito bancario



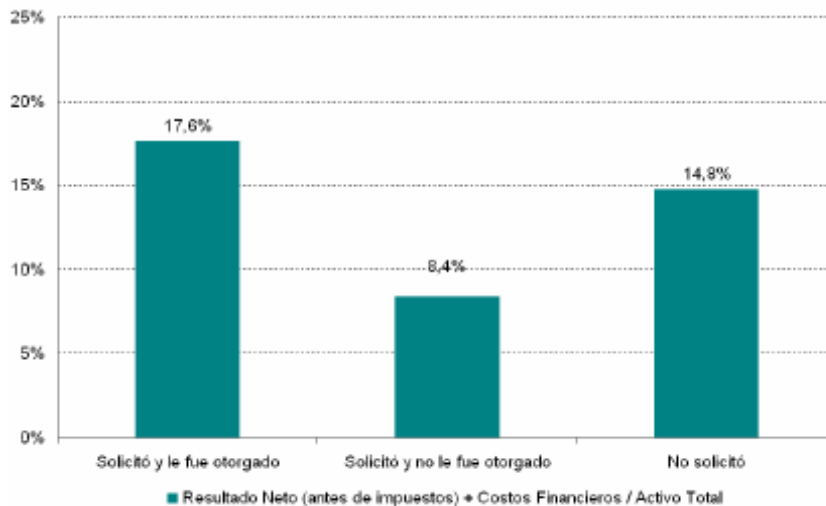
Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2008.
Fundación Observatorio PyME.

Como es posible observar mediante los gráficos presentados, las PYMES que no accedieron al crédito no están más endeudadas que aquellas que si lo hicieron. Por el contrario, poseen un nivel de deuda cinco veces inferior a aquellas PYMES que fueron rechazadas por el sistema bancario.

Las empresas autoexcluidas tienen un amplio margen de endeudamiento sin incurrir en ratios de deuda peligrosos para el prestamista. Estas empresas podrían duplicar su nivel de deuda financiera sin superar los ratios económicos – financiero que los bancos aceptaron para aquellas empresas a las cuales les concedieron el crédito. Asimismo, estas empresas poseen una rentabilidad solo ligeramente inferior a aquellas empresas que han sido financiadas por el sistema bancario: 15% vs. 18%.

Gráfico n°24

Rentabilidad sobre Activos (ROA)
según situación frente al crédito bancario



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2008.
Fundación Observatorio PyME.

A modo de unificar los préstamos, tanto de inversión como de consumo, se denotan falencias en el sistema bancario donde es necesario distribuir las responsabilidades entre las fallas de funcionamiento de los mercados en Argentina y las decisiones de los bancos.

Si se analiza la formación del precio de la tasa de interés se observan costos relativamente altos. Por un lado las tasas pasivas al depositante resultan bajas para el ahorrista en términos de tasas reales (deflactadas por inflación), pero éstas en términos del sistema bancario acaban resultando elevadas.

La lógica del sistema bancario funciona con un fondeo del crédito sustentado en su mayor proporción por depósitos cuyo único costo es el administrativo es decir, depósitos a la vista. Así funciona actualmente el sistema bancario en los países desarrollados y funcionó en la Argentina hasta 1977 (reforma financiera de Martínez de Hoz). Pero en el país, el grueso del fondeo está constituido por depósitos a interés que incluyen no solo el costo administrativo sino también la tasa pasiva al depositante. Por esta razón el costo administrativo en nuestro país resulta ser tan representativo, puesto que de alguna forma los bancos deben obtener las ganancias que se ven reducidas por el bajo spread (diferencia entre la tasa activa y pasiva).

Conclusiones

El principal objetivo del presente trabajo fue estudiar la relación existente entre la evolución de los préstamos bancarios otorgados en Argentina, personales y a empresas, y los componentes principales del producto bruto interno del país para el periodo 1997 – 2008.

Para lograr este objetivo, a lo largo del trabajo se plantearon dos modelos, uno en donde se analiza el Consumo Privado en función de los préstamos personales, y otro donde se analiza la relación entre la Inversión Bruta Interna Fija y los

préstamos otorgados a empresas. Para ello se tomo como hipótesis principal que “el otorgamiento de préstamos por parte del sistema bancario posee un efecto positivo sobre el Producto Bruto Interno, debido al impacto producido sobre el Consumo Privado y la Inversión Bruta Interna Fija.”

En cuanto al Consumo Privado, el mismo ha aumentado aproximadamente \$ 60.000 millones (a precios de 1993) en el periodo bajo análisis, de la misma forma que los préstamos personales han incrementado su participación en el PBI. El modelo analizado arroja que la variación en la tasa de crecimiento del Consumo Privado aumenta en promedio un 0,2% ante un incremento de un 1% en la variación de la tasa de crecimiento de los préstamos personales, aunque la variable de interés del modelo no resulta estadísticamente significativa.

Este hecho puede deberse a varios motivos. Por un lado, esto refleja el bajo grado de utilización de los servicios bancarios y, por otro lado, el destino erróneo de dichos préstamos. Si los préstamos personales estuvieran destinados puramente al consumo, estos tendrían un impacto muy superior al existente en el Consumo Privado. Por lo tanto, ante este hecho se deduce que dichos fondos no están cumpliendo con su objetivo principal, sino que probablemente estarían siendo destinados al pago de deudas particulares, hecho que hace más susceptible su caída en mora en épocas de crisis. Sumando esta observación el hecho de que el ahorro de los particulares no se traslada enteramente a los mercados financieros, evitado su transformación en disponibilidad de financiamiento para inversiones productivas, hace que el sistema financiero argentino presente fallas estructurales y coyunturales.

Las causas estructurales son factores exógenos al sistema bancario, como por ejemplo las expectativas que reducen el consumo de los particulares ante las crisis económicas llevan a un bajo grado de monetización y bancarización. Las crisis económicas sufridas por el país, sobretudo la desatada a finales del 2001, hacen que los particulares tengan recelo a depositar sus ahorros en el sistema bancario.

Asimismo, el hecho que haya diez sucursales bancarias cada 100.000 habitantes, mientras que los países de altos niveles de ingresos multiplican por 3,4 veces dicho nivel, denota que las debilidades básicas del sistema financiero también intervienen de manera sistemática las decisiones adoptadas por los titulares (públicos y privados) del sistema bancario, a su vez la apertura de sucursales es una decisión endógena del mismo sistema. La escasa cobertura geográfica del sistema bancario impide una mayor utilización de los servicios financieros por parte del sector privado, lo que también se refleja en su bajo impacto sobre el crecimiento del consumo.

En cuanto a la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), la misma ha aumentado aproximadamente \$ 31.000 millones a precios de 1993 en el período analizado. Esta tendencia fue acompañada por un incremento en los préstamos otorgados a empresas.

La relación obtenida mediante la regresión entre la IBIF y los préstamos otorgados a empresas arroja que frente a un aumento del 1% en la tasa de

crecimiento de los préstamos a empresas, la IBIF disminuye en un 0,3%. No obstante, la relación negativa no resulta estadísticamente significativa.

La relación inversa entre el crecimiento de los préstamos y el crecimiento de la inversión resulta contraria a lo esperado a priori. Sin embargo, en Argentina ello tiene una justificación, dada por el destino de los préstamos a empresas, es decir si los créditos se utilizan para financiar capital de trabajo o son puramente destinados a inversión. Las líneas destinadas a evolución solo ven reflejada una mejora si son destinadas financiar capital de trabajo incremental y no solo capital de trabajo. El hecho que una empresa requiera de un crédito para este fin, significa que la rotación del mismo es tan baja que no llega a obtenerse el efectivo para poder reiniciar el ciclo productivo, y de esta forma poder atender su demanda. Por lo tanto estaría financiando un déficit de la empresa y no una inversión. Esta es la razón por la cual no se reflejaría en el PBI como un aumento en la tasa de crecimiento de la inversión y si como una disminución de la misma.

La principal fuente de financiamiento en la Argentina se da a través del sistema bancario. El sistema argentino de intermediación financiera se encuentra fuertemente sesgado hacia la intermediación bancaria, debido a que el mercado de capitales no se encuentra suficientemente desarrollado de manera de convertirse en un sustituto válido. Por lo que la única opción que les resta a las empresas, en lo respectivo al financiamiento externo, es el crédito bancario. Si la tasa de interés no resulta significativa y el aumento de los préstamos disminuye la inversión, se concluye que las empresas no están tomando créditos, por lo que están financiándose con capitales propios.

La falta de acceso al crédito es consecuencia de diversos motivos, entre los más importantes se encuentran la incertidumbre de la macroeconomía, el elevado costo financiero, la existencia de trámites de aprobación largos y complicados, etc. A estos motivos hay que sumarle las normas de capitales mínimos exigidas por el Banco Central de la Republica Argentina que castigan visiblemente los créditos, sobre todo hacia las pequeñas y medianas empresas, siendo estas mayoría en el país.

Los bancos deberían adaptarse al nuevo contexto que nos acompaña. Resulta ineficiente permitir que las pequeñas y medianas empresas, pudiendo aprovechar su palanca financiera no lo hagan por los motivos mencionados anteriormente, sobre todo considerando que las empresas autoexcluidas tengan una rentabilidad solo ligeramente inferior a las que han sido financiadas por el sistema bancario.

Por último, para poder modificar el actual contexto de restricción en el acceso al crédito, aun habiendo fondos disponibles, hay que adaptarse a las necesidades de la pequeña y mediana empresa y focalizarse en los beneficios que dichas inversiones generan en la sociedad. Estas empresas necesitan el crédito para sostener inversiones en activos fijos y de trabajo además de generar empleos.

En cuanto a los objetivos del trabajo, se realizó favorablemente un análisis de la evolución del PBI en la Argentina y de sus componentes principales para el periodo 1997 – 2008, aunque la relación planteada inicialmente entre la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados (a empresas y a individuos) y los

componentes del PBI (Consumo Privado e Inversión Bruta Interna Fija) no resulte significativo.

Debido a lo mencionado anteriormente se rechaza la hipótesis planteada inicialmente donde: *“El otorgamiento de préstamos por parte del sistema bancario posee un efecto positivo sobre el Producto Bruto interno, debido al impacto producido sobre el Consumo Privado y la Inversión Bruta Interna Fija”*. Mediante el modelo planteado se deduce que los préstamos otorgados tanto a empresas como a individuos no poseen un efecto representativo en el Consumo Privado ni en la Inversión Bruta Interna Fija y por lo tanto tampoco lo tendrá sobre el Producto Bruto Interno (PBI).

No obstante, se han elaborado explicaciones alternativas que permiten justificar estos resultados paradójicos. Hacia futuro, se considera importante explorar con mayor grado de detalle los canales por los cuales el crédito bancario se conecta con la evolución del consumo y la inversión y, por ende, con el crecimiento de la economía. La relevancia de este trabajo se encuentra en la exploración realizada para el caso de Argentina.

Anexo 1

Cuadro 1

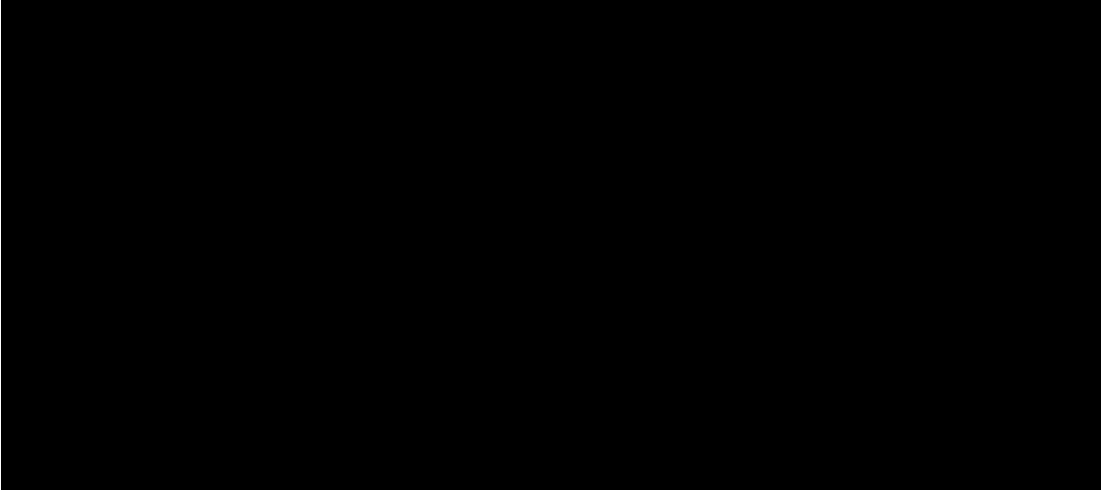
Año	Trim	PBI	Consumo Privado (Cp)	Inversion Bruta Interna Fija (IBIF)
1997	I	270012.35	185501.83	53322.94
1997	II	274064.29	187813.46	57028.28
1997	III	280943.65	194081.85	58435.66
1997	IV	284744.98	196292.60	59403.13
1998	I	286197.21	194363.87	63094.75
1998	II	291807.95	200245.95	62478.72
1998	III	290959.05	199203.79	60409.38
1998	IV	283529.01	196414.94	57139.83
1999	I	279986.75	193107.95	53986.75
1999	II	276782.07	192650.50	53150.99
1999	III	276043.48	192474.28	52599.34
1999	IV	280663.76	196205.73	52728.18
2000	I	279674.71	194269.28	51820.23
2000	II	275185.15	192176.70	48942.67
2000	III	274503.21	191843.29	48946.21
2000	IV	275327.67	191040.58	48299.45
2001	I	275762.78	190983.07	46781.04
2001	II	273532.68	187885.34	45636.24
2001	III	260788.48	178874.16	40421.92
2001	IV	245902.76	167417.36	34159.14
2002	I	233801.57	157928.68	25727.71
2002	II	234863.80	153590.66	26113.07
2002	III	234950.60	153934.12	26043.47
2002	IV	237326.42	155615.60	28247.25
2003	I	246158.04	161349.78	31847.68
2003	II	253984.74	165858.57	35058.66
2003	III	260100.89	170226.97	37745.79
2003	IV	264963.53	174368.69	41985.71
2004	I	271864.94	179313.29	47757.01
2004	II	274914.63	179774.95	47591.51
2004	III	281031.84	185829.22	49949.99
2004	IV	288753.75	190705.37	51819.70
2005	I	295264.36	194701.71	54450.82
2005	II	302276.33	198450.46	59727.77
2005	III	307640.26	202341.86	61641.63
2005	IV	313873.17	205773.07	66013.55
2006	I	320875.95	209118.74	67191.38
2006	II	327023.53	215502.73	70546.32
2006	III	333887.00	217281.24	74023.22
2006	IV	340473.40	221623.71	73991.77
2007	I	346576.25	227242.02	76629.31
2007	II	354395.31	234661.84	79386.19
2007	III	364251.99	236871.71	83193.05
2007	IV	371282.01	242187.01	85541.36
2008	I	375742.92	246911.41	91775.85
2008	II	383434.38	251266.51	89655.04
2008	III	389050.15	253153.92	89523.16
2008	IV	385548.70	251183.30	83258.56

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993.

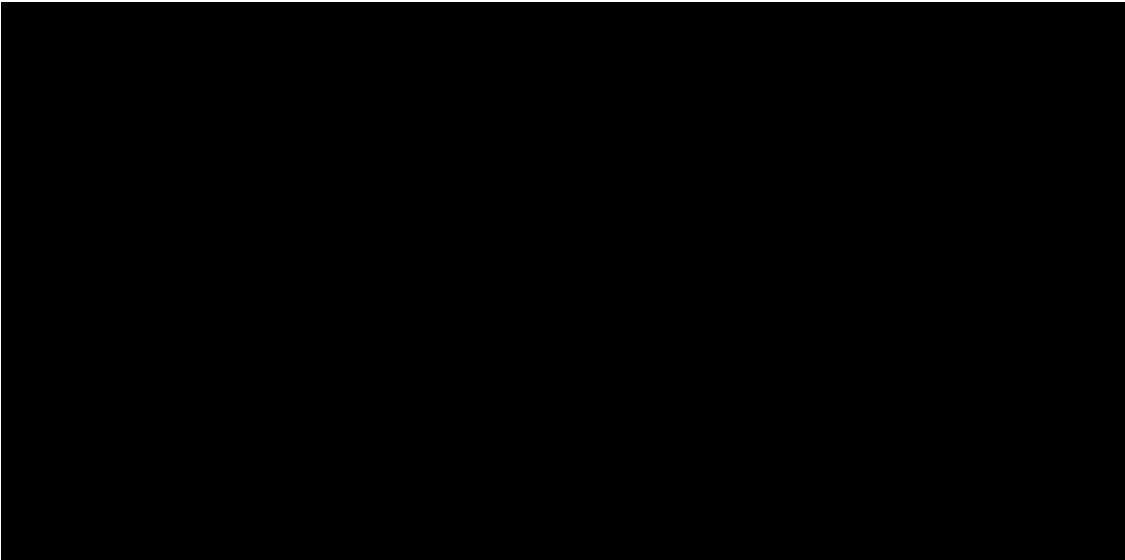
Cuadro 2

Año	Trim	Indice de Precios Implicitos para Cp. (IPI CP.)	Indice de Precios Implicitos para IBIF (IPI IBIF)	Tipo de Cambio Real Multilateral (tcrm)	Tipo de Cambio (e)	Tasa de Interes (r)
1997	I	107.33	100.68	118.40	1.00	9.48
1997	II	106.28	99.79	118.39	1.00	7.90
1997	III	106.15	98.48	116.49	1.00	7.76
1997	IV	105.70	99.08	116.03	1.00	11.82
1998	I	105.20	99.07	112.69	1.00	10.09
1998	II	104.28	97.95	113.10	1.00	8.37
1998	III	104.90	97.90	112.31	1.00	11.50
1998	IV	103.64	97.35	114.56	1.00	12.59
1999	I	104.05	97.85	102.56	1.00	12.02
1999	II	102.43	96.32	103.55	1.00	8.86
1999	III	102.72	95.58	102.67	1.00	10.27
1999	IV	101.74	95.09	103.05	1.00	13.01
2000	I	103.37	95.51	104.76	1.00	10.61
2000	II	101.65	93.19	104.66	1.00	9.75
2000	III	102.49	91.74	104.47	1.00	9.66
2000	IV	102.34	91.71	102.69	1.00	14.33
2001	I	103.21	93.36	102.20	1.00	12.64
2001	II	101.64	90.08	97.59	1.00	21.01
2001	III	101.88	89.77	96.71	1.00	35.89
2001	IV	101.82	92.06	97.69	1.00	27.53
2002	I	110.09	110.63	190.52	2.01	20.48
2002	II	127.66	139.82	263.90	3.28	0.00
2002	III	129.60	150.96	253.07	3.62	60.40
2002	IV	130.28	155.65	236.71	3.55	42.71
2003	I	133.52	160.06	217.33	3.16	27.59
2003	II	146.27	153.16	211.31	2.85	24.34
2003	III	141.16	151.44	214.84	2.88	13.90
2003	IV	143.99	157.09	221.87	2.90	10.75
2004	I	147.45	172.87	226.13	2.91	9.09
2004	II	161.08	171.55	217.26	2.90	6.35
2004	III	151.89	173.71	225.19	2.99	5.86
2004	IV	150.93	177.59	232.93	2.96	5.81
2005	I	156.80	188.42	229.67	2.93	5.48
2005	II	167.98	187.37	227.91	2.89	6.00
2005	III	162.21	185.36	227.73	2.89	6.43
2005	IV	163.94	193.28	232.89	2.98	6.75
2006	I	175.20	210.93	237.03	3.06	7.47
2006	II	182.51	212.32	236.67	3.07	8.27
2006	III	178.19	214.18	236.29	3.09	9.28
2006	IV	179.53	217.37	232.72	3.08	9.49
2007	I	193.77	236.85	232.68	3.10	9.17
2007	II	203.89	233.57	237.76	3.08	8.67
2007	III	204.49	242.96	245.74	3.14	10.88
2007	IV	206.20	252.80	254.45	3.15	15.49
2008	I	224.32	269.65	259.04	3.15	12.99
2008	II	244.10	263.65	262.98	3.12	17.09
2008	III	241.69	270.25	252.65	3.05	19.72
2008	IV	238.57	282.78	230.20	3.33	28.08

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y del FMI. Los valores del INDEC son trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993.

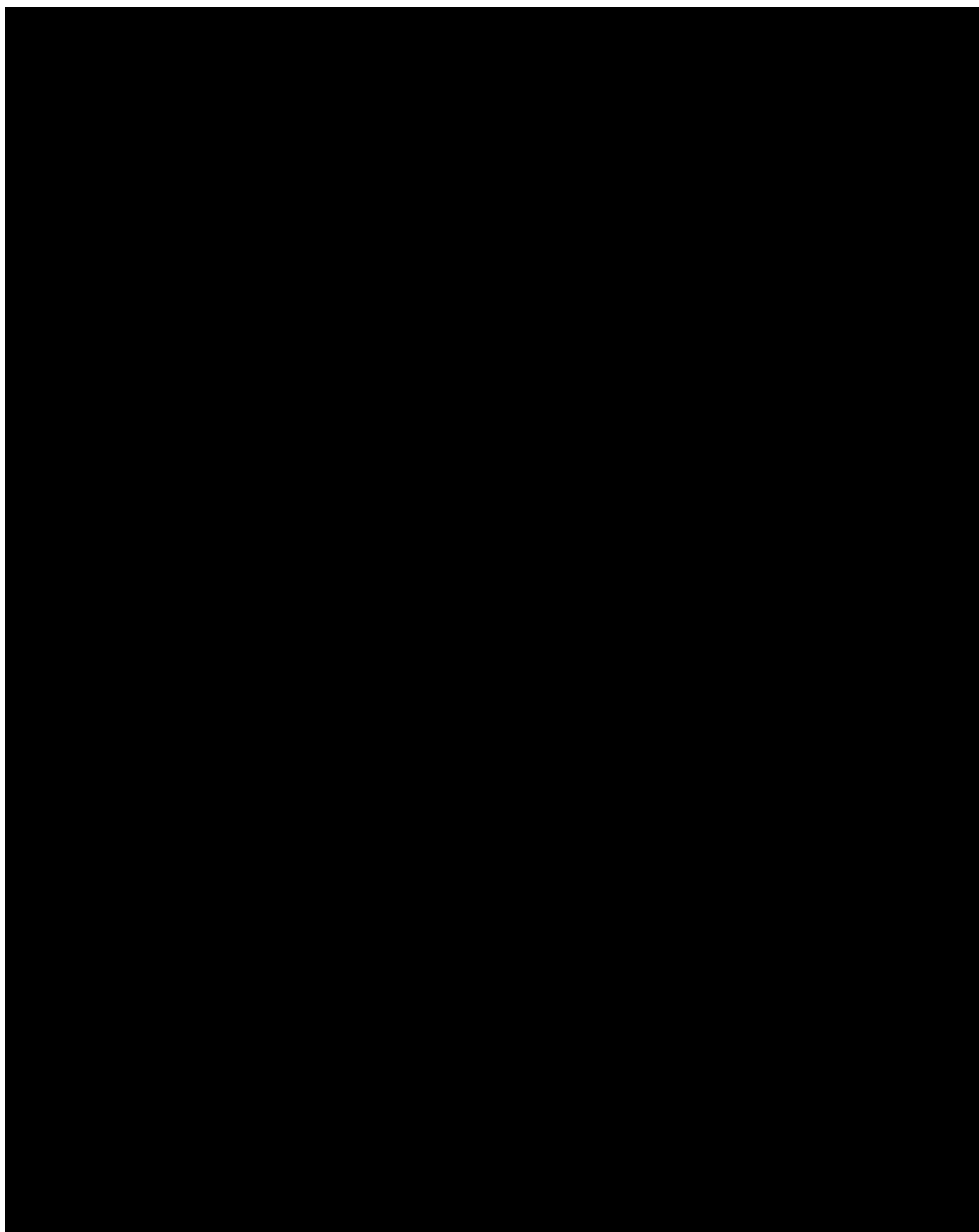


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Valores anuales desestacionalizados (promedio aritmético de los saldos trimestrales) en millones de pesos con base 1993

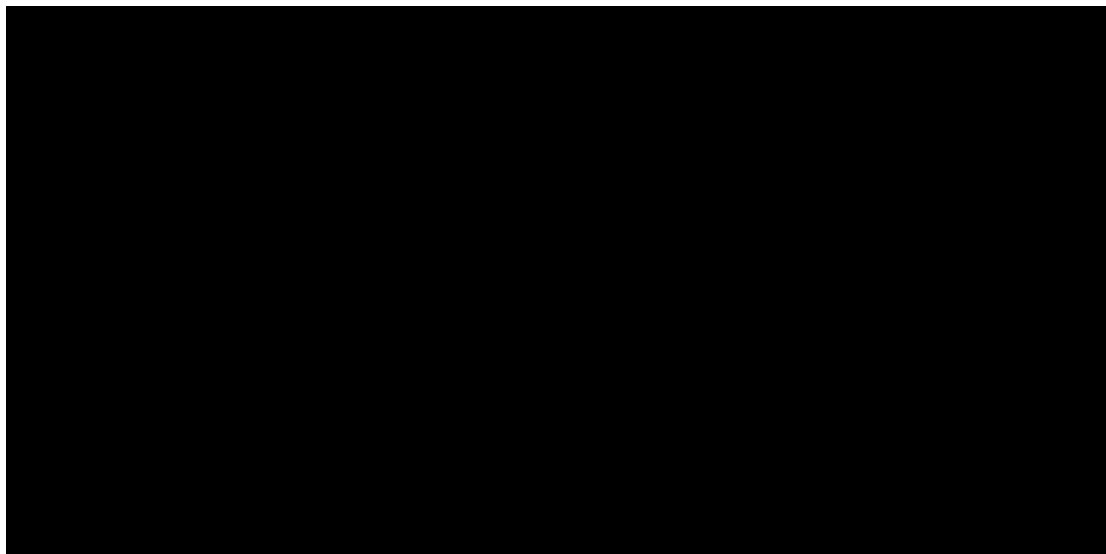


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y del FMI. Valores anuales desestacionalizados con base 1993 (promedio aritmético de los valores trimestrales).

Anexo 2

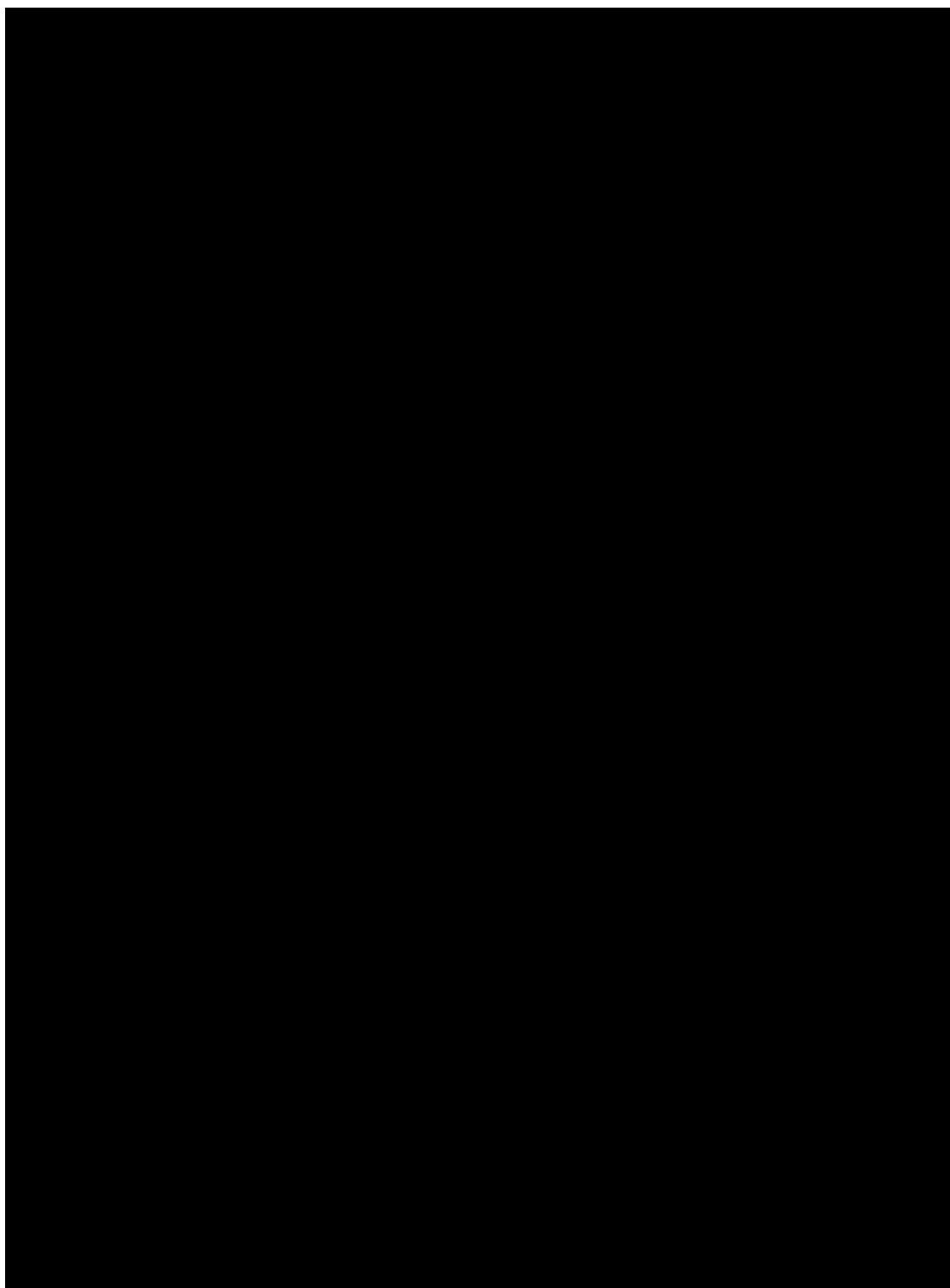


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Tasas de crecimiento en base a valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC. Tasas de crecimiento basadas en valores anuales desestacionalizados con base 1993 (promedio aritmético de los valores trimestrales).

Anexo 3

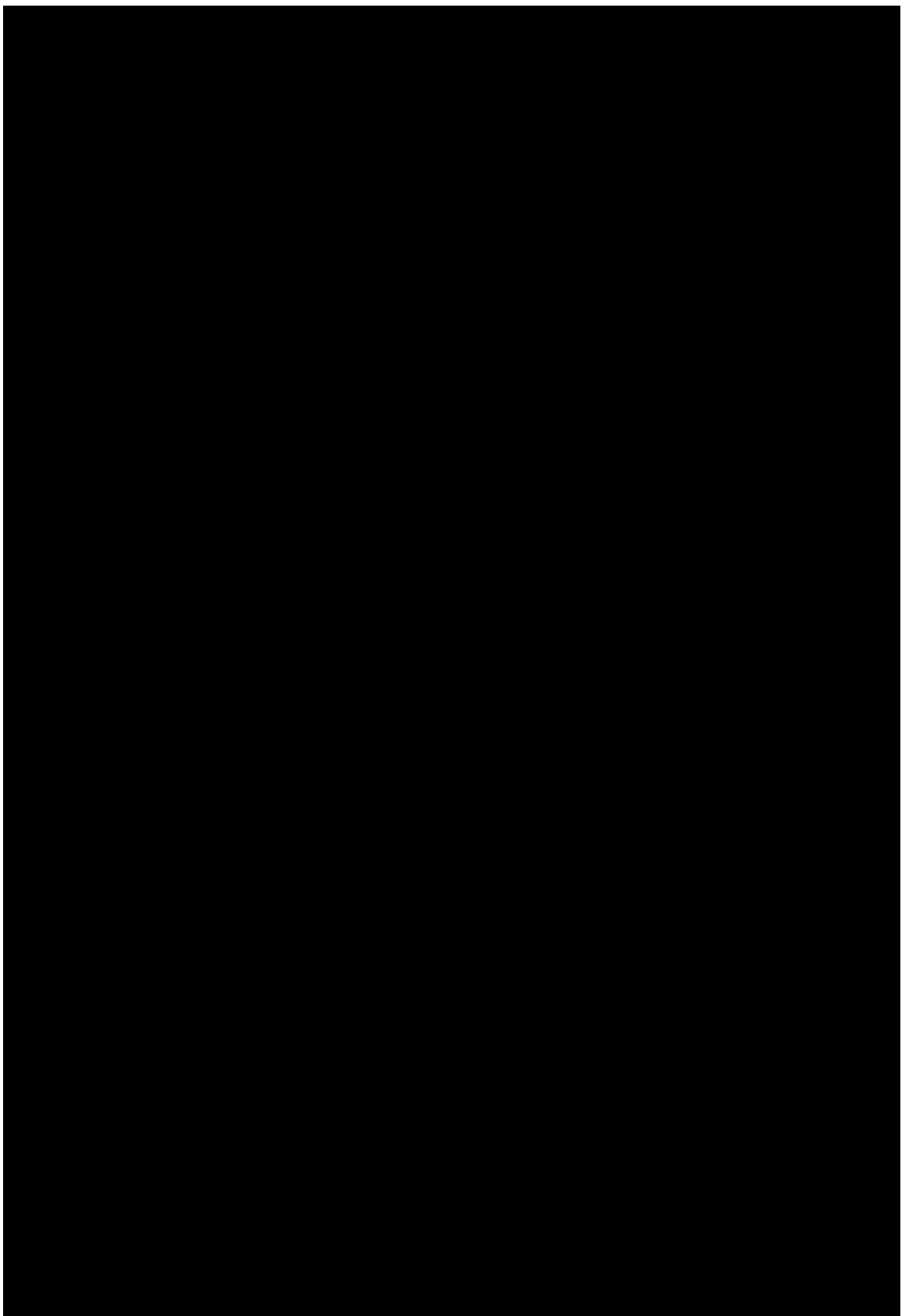


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993

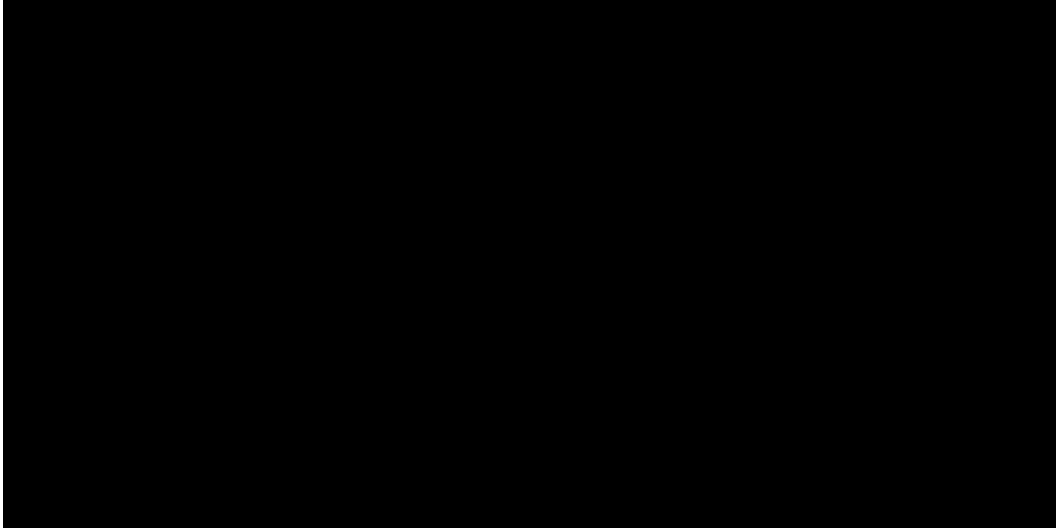
Cuadro 2

Año	Trim	Prestamos a Empresas
1997	I	5299.70
1997	II	5946.27
1997	III	6105.68
1997	IV	5848.22
1998	I	5855.71
1998	II	6453.78
1998	III	6890.39
1998	IV	6803.33
1999	I	6872.85
1999	II	6906.05
1999	III	6963.74
1999	IV	6966.95
2000	I	15426.20
2000	II	16106.14
2000	III	18170.35
2000	IV	18682.43
2001	I	16934.16
2001	II	16649.67
2001	III	16936.97
2001	IV	27676.29
2002	I	11528.06
2002	II	17335.01
2002	III	21023.19
2002	IV	19417.26
2003	I	21416.81
2003	II	22563.81
2003	III	18780.72
2003	IV	16072.04
2004	I	14707.37
2004	II	15264.59
2004	III	15420.10
2004	IV	11036.96
2005	I	12287.75
2005	II	11686.67
2005	III	11016.80
2005	IV	10140.78
2006	I	8165.17
2006	II	8024.65
2006	III	8042.94
2006	IV	7961.22
2007	I	6916.08
2007	II	6451.93
2007	III	6213.01
2007	IV	6091.26
2008	I	5785.36
2008	II	6030.36
2008	III	5841.58
2008	IV	5454.13

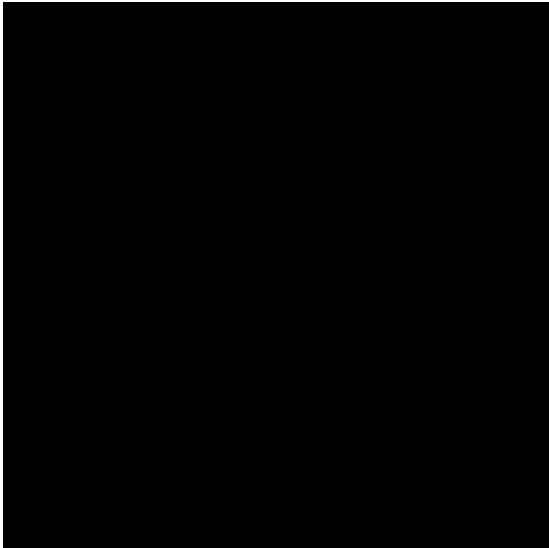
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores trimestrales desestacionalizados en pesos con base 1993



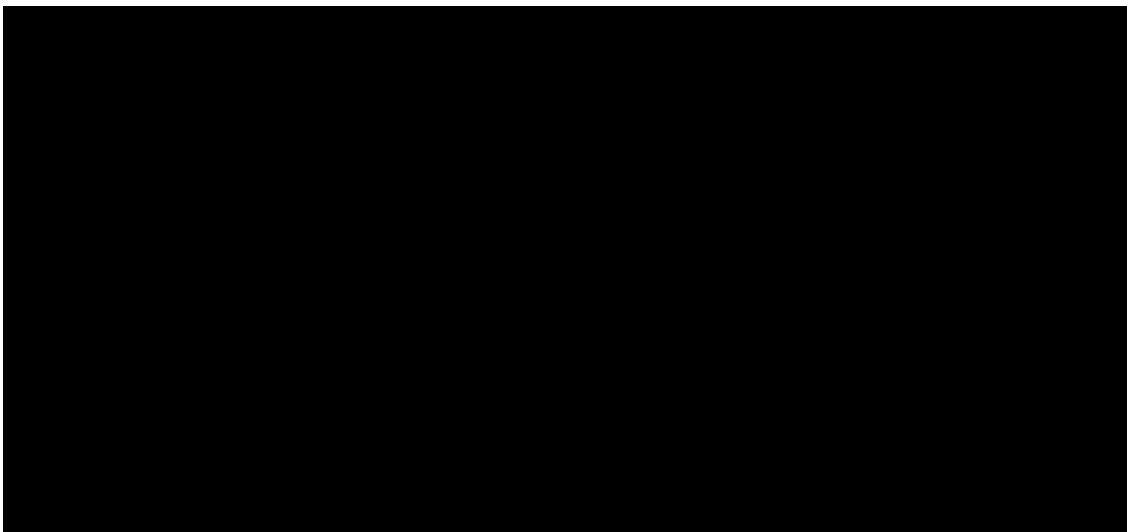
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del INDEC. Valores en base a datos desestacionalizados en pesos con base 1993



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores anuales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores anuales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Valores en base a datos anuales desestacionalizados en millones de pesos con base 1993

Anexo 4

Metodología

Para estudiar la evolución de los préstamos otorgados con respecto a los principales componentes del PBI se tomarán por separado los préstamos personales de aquellos otorgados a empresas. Asimismo, mediante regresiones por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), se analizará la relación que los mismos tienen con respecto al Consumo Privado, por un lado, y a la Inversión Bruta Interna Fija, por otro. Los datos del Consumo Privado, Inversión Bruta Interna Fija, el Índice de Precios Implícitos y el Índice de Precios al Consumidor (IPC) son series tomadas del INDEC (ver anexos). Las series relacionadas con los préstamos otorgados tanto al consumo como a la inversión son tomadas del Banco Central de la República Argentina (BCRA – ver anexos). Los datos de cuentas nacionales son trimestrales, constantes (a precios de 1993) y desestacionalizados, mientras que los datos de préstamos son trimestrales y constantes (ver anexos).

- **Préstamos al Consumo**

El modelo planteado, entonces, puede expresarse formalmente:

$$\text{delta_C} = a_0 + a_1 \text{delta_P} + a_2 \text{delta_e} + a_3 \text{inf} + a_4 r + e$$

delta_C = Es la tasa de crecimiento del Consumo Privado, definida como la diferencia entre el logaritmo natural del Consumo Privado en el período (t) y el logaritmo natural del Consumo Privado del período (t-1).

delta_P = Es la tasa de crecimiento de los Préstamos Personales Totales otorgados, definida como la diferencia entre el logaritmo natural de los Préstamos Personales Totales en el período (t) y el logaritmo natural de la variable en el período (t-1).

Tratamiento de datos: La serie de Préstamos Personales corresponde a los préstamos personales en efectivo más los préstamos otorgados a titulares de tarjetas de crédito. Los datos existentes son saldos de cuentas diarias en moneda nacional, a efectos de homogeneizar los datos se tomó el saldo del último día del trimestre. Asimismo para deflactar dicha serie se utilizó el Índice de Precios Implícitos correspondiente al Consumo Privado con base en el año 1993, una vez deflactado se le aplicó logaritmo natural para poder determinar la tasa de crecimiento de la variable.

delta_e = Es la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal (TCN) promedio, definida como la diferencia entre el logaritmo natural del TCN del período (t) y el logaritmo del TCN del período (t-1).

Tratamiento de datos: El tipo de cambio trimestral se calculó a través de un promedio aritmético simple al cual se le aplicó logaritmo natural para obtener la tasa de crecimiento.

inf = Tasa de inflación trimestral

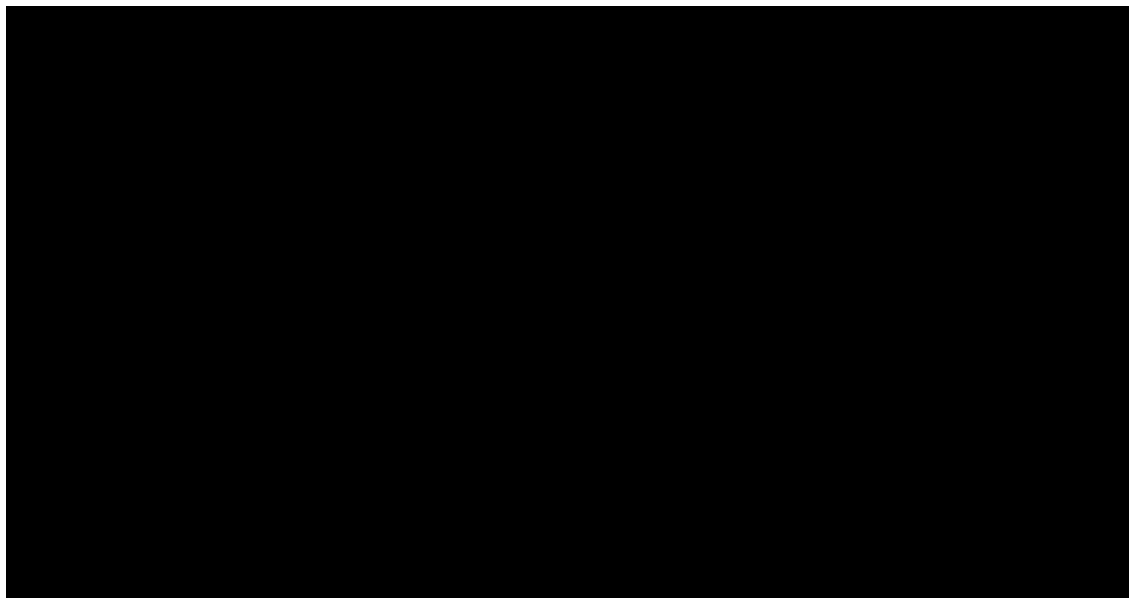
Tratamiento de datos: La tasa de inflación trimestral se calculó como la diferencia del logaritmo natural del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el período (t) menos el logaritmo natural del IPC en el período (t-1).

r = Es la tasa de interés de los préstamos en el momento (t)

Tratamiento de datos: Se tomó la "lending rate" del Fondo Monetario Internacional para la Argentina y se calculó el promedio aritmético trimestral.

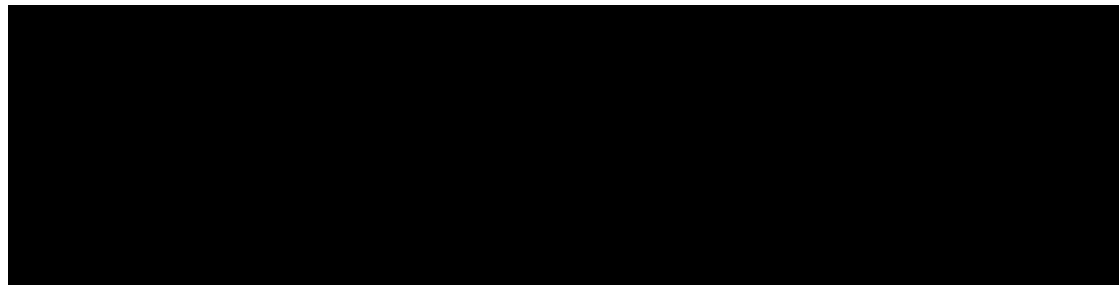
Asimismo, el término e corresponde al término de error de regresión.

Resultados de la estimación:



Por un lado el modelo presentado resulta globalmente significativo al 95% de confianza. Asimismo, a través del test "t" se verifica que la Tasa de Crecimiento del TCN y variación trimestral del IPC son variables significativas al 95% de confianza.

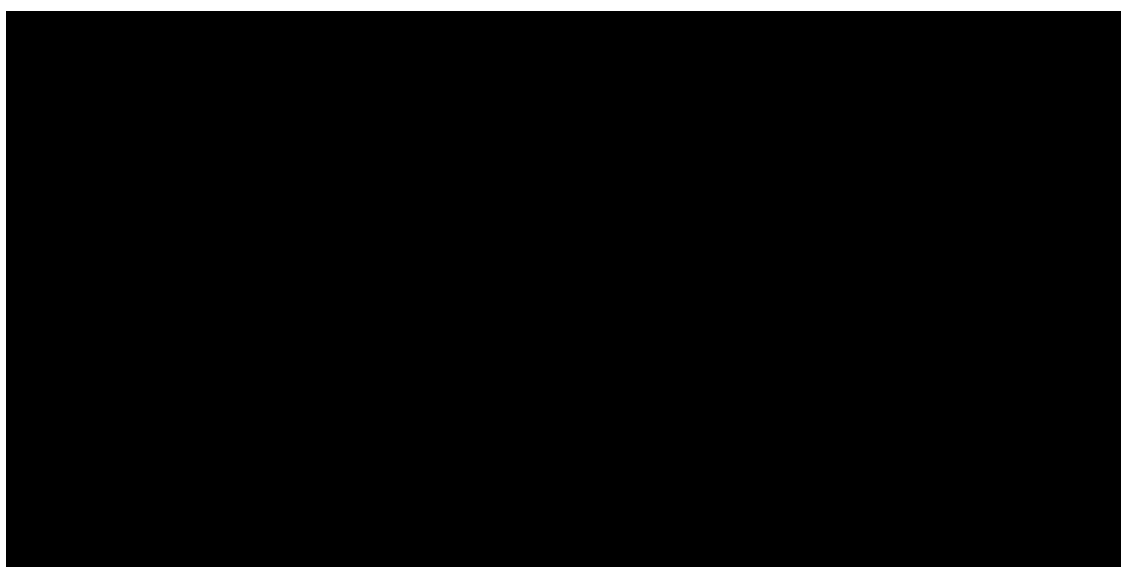
. Heteroscedasticidad



Ambos tests de heteroscedasticidad poseen como hipótesis nula la homoscedasticidad (varianza constante). De acuerdo al Test de Breusch - Pagan (que emplea los valores predichos por el modelo para realizar el test), se rechaza la hipótesis nula con un nivel de confianza del 99%.

Asimismo, el Test General de White (que emplea los residuos cuadráticos para testear la existencia de heteroscedasticidad en la distribución de los errores) da resultados en línea con los anteriores. Con un 99% de confianza se rechaza la hipótesis nula de varianza constante. Para realizar tests de inferencia correctos se procede a estimar el modelo 1 con errores estándar robustos, que permiten subsanar los problemas acarreados por la heteroscedasticidad (ineficiencia de los estimadores).

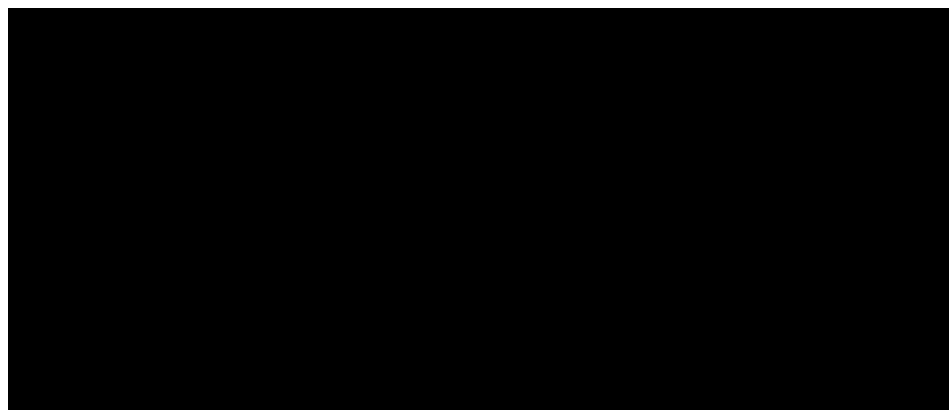
Estimación con errores estándar robustos



Con errores estándar robustos que permiten corregir la heteroscedasticidad, los estadísticos “t” varían (mientras que los coeficientes estimados no se ven afectados). No obstante, los tests de significación individual para cada una de las variables independientes brindan resultados similares a los tests con el modelo

original. Todas las variables son significativamente distintas de cero con un nivel de confianza del 95%, con excepción de la tasa de crecimiento de los préstamos al consumo y la variación Trimestral del IPC.

. Multicolinealidad



Para testear si la colinealidad entre las variables independientes resulta un problema para el modelo estimado, se empleó el VIF (Variance Inflation Factor). El mismo es una medida del incremento en la varianza por la colinealidad entre variables, y si resulta mayor a 10 es indicativo de la existencia de multicolinealidad. La consecuencia de dicho problema son errores estándar muy altos, que afectan los tests de significatividad y la inferencia. Para el modelo original, el VIF resulta menor a 10 para todas las variables, por lo que la multicolinealidad no resulta un problema severo.

. Autocorrelación



Dadas las observaciones y las variables explicativas, tenemos que: $dI = 1.336$, $du = 1.720$, puesto que el estadístico $d = 1.731905$ es mayor a du , no hay evidencia de correlación serial positiva de primer orden.

- **Prestamos a empresas**

En el modelo planteado para los préstamos a empresas, la tasa de crecimiento de la inversión es función de la tasa de crecimiento de los préstamos a empresas otorgados, de la tasa de crecimiento del tipo de cambio real multilateral y de la tasa de interés nominal.

Las variables de tipo de cambio y tasa de interés son variables de control que ayudan a determinar el efecto de los préstamos al consumo sobre el crecimiento de la IBIF. La teoría económica indica que dichas variables están relacionadas

con la tasa de crecimiento de la inversión: el tipo de cambio real de forma positiva y la tasa de interés de forma negativa.

El modelo planteado, entonces, puede expresarse formalmente:

$$\text{delta_inv} = a_0 + a_1 \text{delta_pres} + a_2 \text{delta_tcrm} + a_3 r + e$$

delta_inv = Es la tasa de crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija, definida como la diferencia entre el logaritmo natural de la IBIF del periodo (t) y el logaritmo natural de la variable del período (t-1).

delta_pres = Es la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados a empresas, definida como la diferencia en el logaritmo natural de la variable en el período (t) y el logaritmo natural de la variable en el período (t-1).

Tratamiento de datos: La serie de Préstamos otorgados a empresas corresponde a saldos de cuentas diarias en moneda nacional, a efectos de homogeneizar los datos se tomó el saldo del último día del trimestre. Asimismo para deflactar dicha serie se utilizó el Índice de Precios Implícitos correspondiente a la Inversión Bruta Interna Fija con base en el año 1993, una vez deflactada se le aplicó logaritmo natural para poder determinar la tasa de crecimiento de la variable.

delta_tcrm = Es la tasa de crecimiento del tipo de cambio real multilateral (TCRM) promedio, definida como el logaritmo natural de la variable en el período (t) y el logaritmo natural de la variable en el período (t-1). El tipo de cambio real multilateral tiene en cuenta el valor del peso argentino respecto a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de la Argentina calculado por el BCRA.

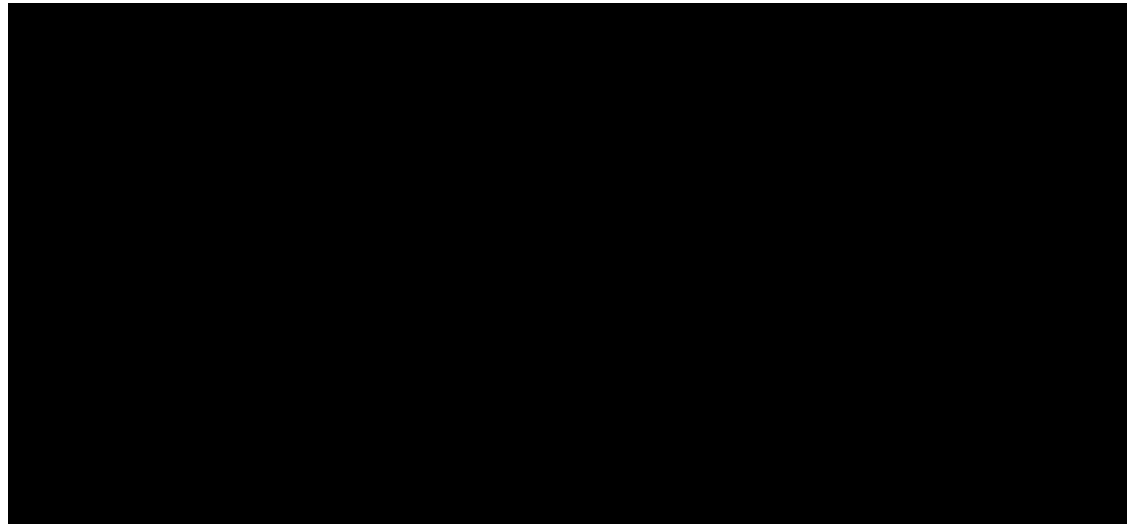
Tratamiento de datos: El tipo de cambio real multilateral trimestral se calculó a través de un promedio aritmético simple al cual se le aplicó logaritmo natural (ln) para obtener la tasa de crecimiento del tipo de cambio.

r = Es la tasa de interés de los préstamos en el momento (t)

Tratamiento de datos: Se tomó la "lending rate" del Fondo Monetario Internacional para la Argentina y se calculó el promedio aritmético trimestral.

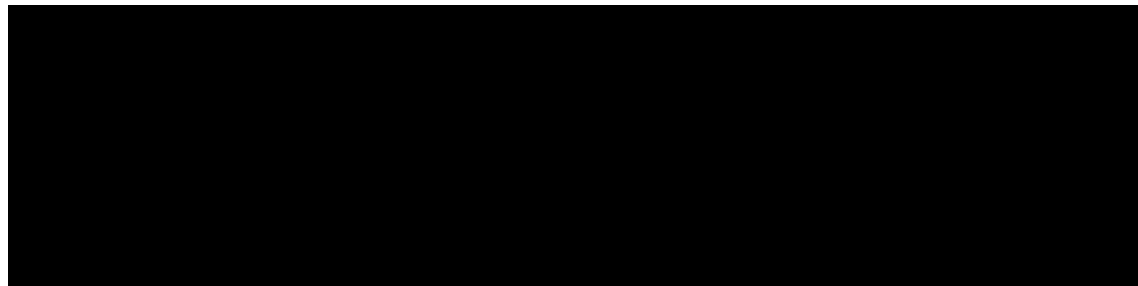
Asimismo, el término e corresponde al término de error de regresión.

Resultados de la estimación:



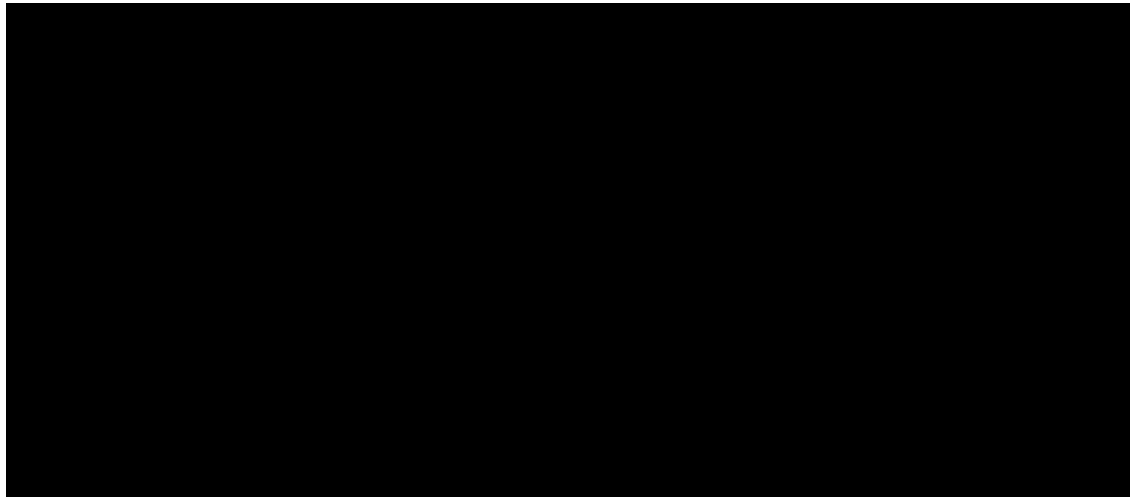
Por un lado el modelo presentado resulta globalmente significativo al 95% de confianza. Asimismo, a través del test “t” se verifica que la Tasa de Crecimiento del TCRM es una variable significativa al 99% de confianza, a diferencia de la tasa de interés nominal y de la Tasa de Crecimiento de Préstamos a la inversión que no resulta significativa.

. Heteroscedasticidad

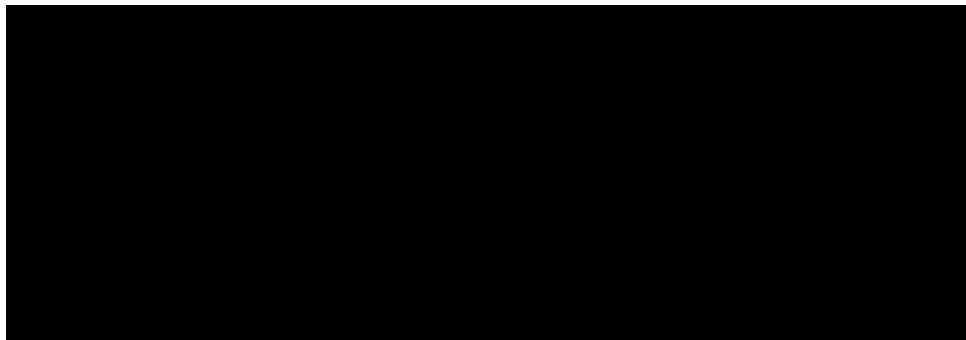


En cuanto a la heteroscedasticidad como el valor - p crítico es mayor al nivel de significancia, no se rechaza la hipótesis nula, por lo que no hay heteroscedasticidad en el modelo a los niveles de confianza habituales. Esto significa que no hay distorsiones en la precisión del modelo ni en las variables explicativas.

A su vez, el Test General de White da resultados en contrarios a los anteriores. Con un 99% de confianza se rechaza la hipótesis nula de varianza constante. Para realizar tests de inferencia correctos se procede a estimar el modelo 1 con errores estándar robustos, que permiten subsanar los problemas acarreados por la heteroscedasticidad (ineficiencia de los estimadores).

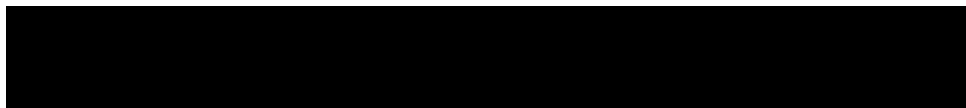


. Multicolinealidad



Para el test de multicolinealidad se calculó el factor de inflación de varianza (VIF) y al ser menor a 10 (diez) para todas las variables se detecta que no hay multicolinealidad. El hecho que no haya multicolinealidad significa que no hay problemas con el tamaño de la muestra.

. Autocorrelación



Por último, se rechaza la hipótesis nula puesto que el modelo posee autocorrelación. De acuerdo a la cantidad de observaciones del modelo y las variables explicativas tenemos que: $d_l = 1.383$ y $d_u = 1.666$, al ser el valor $d = 0.7713303$ menor que 1.383, hay evidencia de correlación serial positiva de primer orden.

Con esto se deduce que los estimadores mínimos cuadrados no tienen varianza mínima y las perturbaciones están correlacionadas además de no ser independientes.

Bibliografía

- Banco Central de la Republica Argentina, “ *Informe Económico de coyuntura*”, suplemento 116
- Dapena, J. y Dapena J.L. (2003), "*Sistemas de información en Pymes y acceso al crédito en contextos de asimetrías de información*". Documento de Trabajo 252 Universidad del CEMA. Procedencias de la XXXVIII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Mendoza Noviembre de 2003.
- Dapena, Jose Pablo, “*Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la Economía: literatura y evidencia para la Argentina*”, Universidad del Cema – Fundación bolsa de comercio de Buenos Aires, año 2007.
- De Gregorio (1993). “*Savings, Growth and Capital Markets Imperfections: the case of borrowing constraints*” FMI. Working paper Marzo 2003.
- Felipe Larraín B. y Jeffrey D. Sachs, “*Macroeconomía en la economía global*”, Segunda edición, pág. 65 – 167 y 391 – 469.
- Frenkel R. “*El funcionamiento de la Argentina en Iso años noventa*” mimeo, cedes, Febrero de 1997.
- Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica- FIEL (1996). “*Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina.*”
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales IAMC (1999). “*Políticas para las Pequeñas y Medianas Empresas: Evaluación y Propuestas.*”
- Jappelli T. y Pagano M. (1994). “*Saving, Growth and Liquidity Constraints*”. Quarterly Journal of Economics (109) 83 – 109.
- Katz, J. “*Reflexiones em torno de La revitalización del aparato productivo Argentino*”. (2003).
- Kosacoff B. “ *La Transformación de la Industria Automotriz Argentina. Su integración con Brasil*”. Doc. De Trabajo n 65, CEPAL, Bs. As. 2003.
- Lantieri Luis N., “*Ahorro y Crecimiento: Alguna evidencia para la economía Argentina*” (1970 – 2003).
- Levine R. (1997), "*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*", *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726.
- Levine R. y Zerbos S. (1998), "*Stock Markets and Economic Growth*", *American Economic Growth* 88 (3): 537-558.

- Levine R., Loayza N. y Beck T. (2000), "*Financial Intermediation and Growth: Casuality and Causes*", *Journal of Monetary Economics* 46 (August): 31-77.
- Miller M. (1998), "*Financial Markets and Economic Growth*", *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (3): 8-15.
- Observatorio Pyme, "*Informe especial: oportunidades de expansión del sistema bancario entre las PYMES para la post crisis*", www.observatoriopyme.org.ar
- Pedro Elosegui, 13 de Marzo de 2008 "*La bancarización y los determinantes de la disponibilidad de servicios bancarios en la Argentina*"
- Rodríguez C., Bolzico J., Druck P., Henke A., Rutman J., Sosa Escudero W. y Streb J.(2001), "*Credit constraints facing firms in Argentina*". Trabajo presentado en la XXXVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Ramsey Frank (1928), "*A Mathematical Theory of Saving*", *Economic Journal*, 38 (Diciembre), 543 – 559.
- Romer D. (2006), *Macroeconomía Avanzada*. Mc Graw Hill.
- Sala – i – Martin, "*Apuntes de crecimiento Economico*", Columbia University y Universitat Pompeu Fabra, segunda edicion.
- Schumpeter, J. (1934), "*The Theory of Economic Development*" (first German edition), Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Solow R. (1956), "*A Contribution to the Theory of Economic Growth*", *Quarterly Journal of Economics* 70 (Febrero):65-94
- Stiglitz, Joseph E. "*El malestar de la globalización*", Editorial 2002
- Stiglitz, Joseph E. "*Why Financial Structure Matters*", *The Journal of economics perspectives*, Vol. 2 Nro. 4 (Autumn, 1988), pp 121 – 126. American economic association.

Paginas consultadas:

- www.indec.gov.ar
- www.bcra.gov.ar
- www.worldbank.org
- www.aba-argentina.com