

**Sumario***Página 2*

**Una mirada alternativa del crecimiento en la Argentina**  
*Por Alfredo Iñiguez y Germán Saller*

*Página 8*

**La nueva Deuda Pública**  
*Por Leonardo Perichinsky y Rafael Selva*

*Página 17*

**Llenar un vacío (o el descrédito de los bancos)**  
*Por Leonardo Perichinsky*

**Staff****DIRECTOR**

Lic. Gerardo De Santis

**AREA EMPLEO Y SALARIOS**

Lic. Miguel Zanabria

**AREA FISCAL**

Lic. Alfredo Iñiguez

**AREA MACRO-FINANCIERO**

Lic. Leonardo Perichinsky

**AREA REESTRUCTURACIÓN PRODUCTIVA E INSERCIÓN INTERNACIONAL**

Dr. Pablo Lavarello

**AREA DE PRENSA Y COMUNICACIÓN**

Lic. Daniela Meroni

**EQUIPO DE INVESTIGACIÓN**

Dr. Alejandro Naclerio

Lic. Germán Saller

Lic. Rafael Selva

Lic. Gonzalo Peña

Lic. Julián Barberis

Cecilia Peluffo

Agustina Battistuzzi

Matías Mancini

Natalia Abdala

## *Entrelíneas de la Política Económica*

**Presentación**

En la presente edición de la revista nos detenemos a analizar tres cuestiones clave del actual proceso económico.

En primer lugar, y desde una óptica diferente realizamos un análisis comparativo sobre cómo afectaron a la distribución de los ingresos del país las principales fases de crecimiento económico desde la última dictadura militar en adelante.

La metodología elegida proviene de un trabajo del economista brasileño Bacha que plantea diferentes valoraciones por estrato social para medir la evolución de los ingresos.

La medición tradicional del crecimiento en el ingreso nacional tiene implícita una ponderación que valora más el crecimiento en el ingreso de los ricos cuanto más desigual es la distribución. En realidad, es el problema que poseen todos los promedios que, como tales, hay que tratarlos con delicadeza. En este caso, usar el promedio del ingreso supone considerar que un peso es igual para todos, independientemente del estrato social en el que se encuentra cada persona o familia.

En la primera nota de esta edición usamos diferentes ponderadores para valorar de distintas maneras el crecimiento de los ingresos según se trate de pobres o ricos y, fundamentalmente, analizamos los auges económicos de los últimos treinta años registrando qué tipo de distribución del ingreso promovieron.

La segunda nota analiza la situación de la deuda pública argentina cumplidos ya dos años del proceso de reestructuración. Se compara la situación actual con la previa al canje y la de los noventa, y se discute la importancia del CER dentro del total del stock de deuda. Se analiza por qué no se contrajo la deuda pública medida en dólares, teniendo en cuenta la oportunidad que generó la mega devaluación del peso, la pesificación de una parte de la deuda y la reestructuración de buena parte de la otra. Se discute a su vez la importancia de poseer actualmente una elevada proporción de deuda en pesos. Por último se analiza si se está cumpliendo la anunciada política de “desendeudamiento” planteada por el Gobierno nacional

En la tercera nota se realiza un análisis sobre la falencia del crédito interno en la Argentina. Se verifica que a pesar de la falta de préstamo al sector privado, la inversión ha mostrado un vigoroso crecimiento. Sin embargo, garantizar el financiamiento de largo plazo necesario para promover el desarrollo sigue siendo una tarea pendiente. La reciente constitución del banco del Sur debería llenar parte de ese vacío. Pero, lo que parece resolver poco de este problema son las nuevas medidas que tomó el BCRA para darle mayor liquidez a los bancos y los acuerdos que trató de cerrar el gobierno la semana pasada con las principales entidades financieras.

# Una mirada alternativa del crecimiento en la Argentina

Por Alfredo Iñiguez y Germán Saller

**A partir de la metodología proveniente de un artículo del economista brasileño Edmar Bacha, el trabajo trata de medir el sesgo del crecimiento de los esquemas macroeconómicos implementados en los últimos 30 años sobre la evolución de los ingresos de la población en términos distributivos. Los resultados muestran que recién a partir de los últimos cuatro años el crecimiento económico tuerce un rumbo que hasta ese momento estaba orientado hacia los sectores más ricos de la sociedad. En el último cuarto de Siglo XX la única excepción había sido un corto período con la vuelta de la democracia en 1983.**

## Indicadores con ideología

El PBI o ingreso de una sociedad es (mal) utilizado comúnmente como síntesis del bienestar y/o desarrollo de una economía y de allí el foco en su crecimiento por parte de la política económica.

El economista brasileño Edmar Bacha publicó hace más de 30 años un revelador artículo titulado “El economista y el Rey de Belindia: una fábula para tecnócratas”. El artículo mostraba que las estimaciones tradicionales del crecimiento del ingreso de una economía llevaban implícitas “ponderaciones” de riqueza.<sup>1</sup> En otras palabras, intrínsecamente, el crecimiento del PBI que habitualmente utilizamos como medida del crecimiento, le daba mayor importancia relativa al crecimiento del ingreso de los ricos en lugar de dar mayor preponderancia o valoración al crecimiento del ingreso de los pobres. De modo tal que no solamente los indicadores conllevan los tradicionales problemas propios de la estadística, sino que deben entenderse como formando parte de un criterio ideológico.

En las presentes páginas examinaremos cómo resultaría el crecimiento del PBI en la Argentina si tomáramos en cuenta estas alternativas de ponderación que surgen de los criterios esgrimidos en el artículo de Edmar Bacha. Para ello, comentaremos brevemente su contenido para luego analizar los resultados a partir de las principales etapas de crecimiento de los últimos treinta años para la Argentina.

## El economista y el Rey de Belindia

Edmar Bacha parte de un país extremadamente desigual compuesto por una persona muy pudiente y cinco extremadamente pobres. El Rey de este país (Belindia, en referencia a la convivencia de las dos realidades tan diferentes como la de Bélgica e India) encarga a un economista el cálculo del crecimiento del PBI o Ingreso de la población. El economista propone y presenta tres mecanismos de medir el crecimiento cada uno de ellos incluyendo valoraciones alternativas en el crecimiento del ingreso: la variante de crecimiento con ponderaciones de riqueza, la variante con ponderaciones democráticas y la variante con ponderaciones de pobreza.

1) La ponderación es la representatividad o incidencia de cada componente o categoría que integran un todo.

¿Qué significaban cada una de estas alternativas?. Simplemente se diferenciaban según el deseo de cada decisor de dónde se incrementaba el ingreso: si el Rey valoraba el crecimiento del ingreso de los ricos más que el crecimiento del ingreso de los pobres, se inclinaría por realizar un cálculo del crecimiento del ingreso de la economía que incluyera ponderaciones de riqueza, si en cambio el incremento del ingreso de los pobres le importaba más que el crecimiento del ingreso de los ricos, debía medir el crecimiento global a través de ponderaciones de pobreza. Por último, si era indiferente entre el crecimiento del ingreso de los ricos y el incremento del ingreso de los pobres, debía estimarse el crecimiento de acuerdo a ponderaciones democráticas.

¿Cómo se pueden ejemplificar estas tres alternativas?. Supongamos dos personas, una pobre y una rica y que estas representan al total del conjunto de la economía. Una tiene un ingreso de \$10 (el pobre) y la otra de \$90 (el rico). Del total del ingreso de la economía (\$100), el rico tiene el 90% mientras que el pobre tiene el 10% restante. Desde el punto de vista de los ponderadores, 0,90 corresponde al rico y 0,1 al pobre.

Ahora supongamos que en el período siguiente el rico tiene un incremento de su ingreso de 20% y el pobre del 10%. ¿Cuánto fue el crecimiento global del ingreso de la economía según cada una de las tres alternativas?.

La alternativa de ponderaciones de riqueza consta de asignar mayor importancia al crecimiento de los ricos que de los pobres. Por consiguiente, utilizamos como ponderador, por ejemplo, la importancia relativa del ingreso de cada individuo en el total: el crecimiento del ingreso del rico lo "valoro" en 0,9 y al del pobre en 0,1. ¿Qué nos da el resultado?. Que el ingreso creció un 19% ( $20\% \times 0,90 + 10\% \times 0,1 = 19\%$ ).

Ahora bien ¿qué pasa si invierto la valoración y al crecimiento del rico lo valoro en 0,1 y al del pobre en 0,90?. Aquí nos encontramos con un cálculo que incluye ponderaciones de pobreza. ¿Cuánto arroja el crecimiento aquí?. Veamos,  $0,1 \times 20\% + 0,9 \times 10\% = 11\%$ . Esto es lógico: dado que me importa más el crecimiento de los pobres que el de los ricos y dado que el crecimiento del ingreso de los pobres fue más bajo que el de los ricos, es lógico que este resultado resulte menor al resultado que arroja el cálculo que incluye ponderaciones de riqueza.

Por último, veamos que sucede con ponderaciones democráticas, lo que implica que cada incremento del ingreso lo valoro en partes iguales (0,50 cada uno). El resultado es un crecimiento del ingreso de la economía del 15%,<sup>2</sup> un promedio de ambos crecimientos.

En definitiva, nótese que el que pondera más a la riqueza (19%) es una cifra más cerca al crecimiento de los ricos (20%) mientras que el de ponderaciones de pobreza (11%) más cerca del crecimiento del ingreso de los pobres (10%).

El hecho que el resultado de ponderaciones de riqueza sea mayor al de la pobreza, indica que en dicha economía a los ricos les fue mejor que a los pobres. Caso contrario (crecimiento con ponderadores de pobreza mayor al correspondiente con ponderadores de riqueza), implica que a los pobres les fue mejor que a los ricos. Si la alternativa democrática es la más alta significa que el mayor crecimiento del ingreso se dio en los estratos medios y no en los extremos. Por último, si el crecimiento porcentual de los ingresos fue idéntico para todos los sectores y/o estratos y/o deciles, las tres alternativas arrojan el mismo resultado.<sup>3</sup>

Oh sorpresa, no pequeña decepción se lleva el Rey (cuya bondad sorprende al lector), cuando toma conocimiento que las mediciones en su reino coinciden exactamente con la misma magnitud de aquella versión con ponderaciones de riqueza que le presentó el

2)  $0,5 \times 20\% + 0,5 \times 10\% = 15\%$

3) Puede comprobar el lector con el ejemplo de los dos individuos dado aquí, estimando las tres alternativas para un crecimiento del ingreso idéntico.

economista. En efecto, las mediciones regulares para medir el crecimiento de los ingresos llevan implícitas las ponderaciones de riqueza: si el ingreso antes era de \$100 y ahora el rico tiene \$18 más (virtud del crecimiento del 20%) y el pobre \$1 más (virtud al crecimiento del 10%), ahora la masa de ingresos de la economía es de \$119 lo que implica un crecimiento del 19%. ¿Qué tal?.

## La paradoja de Belindia y Argentina

¿Qué tan parecidos somos a Belindia?. ¿Cómo se aplica este ejercicio a nuestro caso?. Ya sabemos que los cálculos tradicionales llevan implícitas ponderaciones de riqueza y vamos a identificar el crecimiento con las ponderaciones alternativas.

La única fuente de información donde se obtiene el ingreso por estrato y por deciles de ingreso para poder desarrollar este ejercicio es la EPH del INDEC (Encuesta Permanente de Hogares).<sup>4</sup> Dado que nos interesa aquí indagar los períodos de crecimiento de los últimos 30 años y, en especial, a aquellos vinculados con esquemas macroeconómicos diferenciados, contamos con información desde 1974 en adelante pero sólo para el aglomerado urbano del Gran Buenos Aires que es el de la serie más larga.

La información utilizada corresponde a la información de ingresos la población total según escala de ingreso individual (deciles de ingreso). Los datos fueron homogeneizados a valores constantes a través del índice de precios al consumidor (IPC).

La serie de datos si bien comienza en 1974 tiene un importante vacío entre 1975 y 1979. Recién a partir de 1980 comienza nuevamente y es ininterrumpida hasta 2006 a excepción de los años 1983 y 1984. El último dato disponible corresponde al primer semestre de 2006.

Desde 1974 hasta 2002, se utilizó la información de ingresos de la onda de octubre que corresponde en realidad a los ingresos de septiembre de cada año. A partir del cambio metodológico en las mediciones de la EPH a partir de 2003 (pasó de un seguimiento puntual dos veces al año a un seguimiento continuo de forma trimestral), se utilizó la información del ingresos del último trimestre de cada año a excepción del 2006 que, cómo se dijera, es el último dato publicado disponible.

Hemos identificado seis etapas de los últimos 30 años. En primer lugar, el modelo económico impulsado por la dictadura militar. Para ello se compara la evolución de los ingresos entre 1980, plenamente consolidado el modelo y los ingresos de 1974.

Durante el gobierno de Alfonsín, dos etapas. La inicial del gobierno donde ocupó el ministerio de Economía Bernardo Grinspun y el Plan Austral (1986-1985). Durante la etapa del gobierno de Menem, dos etapas: la que se llamó la etapa "dorada" de la convertibilidad (hasta 1994) y la etapa del crecimiento post-tequila (1998-1996). Si bien los períodos no son exactos para todos los casos (por ejemplo el caso de la dictadura militar ya que necesitaríamos el año 1976 y el año 1983), pueden reflejar igualmente los efectos de la política económica.

Por último, se evalúa la etapa post-convertibilidad pero no desde 2002 sino desde 2003 ya que de este modo evitamos los inconvenientes generados por el cambio metodológico de la EPH desde fines de 2003.

En el cuadro 1 se presentan los resultados de medir el crecimiento bajo las diferentes alternativas comentadas anteriormente. Se trabaja con dos alternativas de medir bajo

4) Se han escrito varios trabajos que discuten los problemas que implica la utilización de los datos sobre ingresos de la EPH, principalmente vinculados a las mediciones de pobreza y distribución del ingreso. Como línea general, en estos estudios se plantea el problema de la subestimación de los ingresos declarados en la EPH en comparación con otras fuentes alternativas como las Cuentas Nacionales o los registros de la seguridad social. Esta subestimación sería a su vez producto de la subcaptación del número de perceptores por hogar, de la subdeclaración de los montos de ingresos percibidos y de la no respuesta a la encuesta por los hogares más ricos de la sociedad. Esto no invalida los resultados del presente trabajo.

ponderaciones de pobreza aunque no cambian sustancialmente los resultados.

La primera columna de resultados (ponderaciones de riqueza) corresponde a los que efectivamente arrojan los cálculos de las tablas de la EPH que, recordemos, utiliza dichos ponderadores en forma implícita.

Todos los modelos de crecimiento aplicados desde 1976 tienen un fuerte sesgo hacia el crecimiento de los sectores de ingresos más altos a excepción de dos períodos: la primer etapa de crecimiento al comenzar la democracia y el de la post convertibilidad.

En el caso de la primera, la “etapa Grinspun”, se destaca como la única en donde el crecimiento medido de cualquiera de las tres alternativas de ponderación es casi idéntico, lo que habla de un crecimiento equitativo. Incluso, bajo una de las opciones de ponderación de la pobreza, ésta resulta ser más alta que las otras dos metodologías alternativas.<sup>5</sup> Este desempeño indicaría que en este período se reprodujeron las diferencias preexistentes en la distribución del ingreso, esto es, ni mejoraron, ni empeoraron. Resultado meritorio si se tiene en cuenta qué pasó antes y después de esa etapa.

En el período de la post-convertibilidad, el crecimiento medido bajo ponderaciones democráticas es el más elevado, lo que implica que el crecimiento de ingresos que se vive en la actualidad, es bastante uniforme en todos los sectores de la sociedad. El otro dato destacado que con cualquiera de las dos alternativas de medir con ponderaciones de pobreza se obtiene un incremento del ingreso significativamente mayor al de riqueza.

Por último, hay que aclarar que aquí hemos trabajado, a excepción de la etapa de la dictadura que indefectiblemente muestra un retroceso, con períodos de crecimiento económico y no con las recesiones. ¿Qué se pueden imaginar que sucede en estas etapas?. ¿Qué sectores de la sociedad tienen al alcance mejores posibilidades para preservar sus ingresos?.

Dejamos que el lector saque sus cuentas pero como muestra es suficiente un botón, el botón de la dictadura. En efecto, según la información que surge de la EPH para este período y que hemos utilizado para obtener los resultados en el cuadro 1, el ingreso de todos los deciles cayó en términos reales (muy fuerte en los sectores medios) mientras que el del 10% más rico subió un 5,8%. Por ello, el crecimiento ponderado por riqueza es el menos negativo de las tres alternativas (-10%).

5) En el cuadro 1 hemos asignado a esta etapa como responsable del Ministerio de Economía a Bernardo Grinspun. Sin embargo, la comparación correcta hubiera sido entre los septiembre de 1985 y 1983 o bien entre 1983 y 1984 ya que Grinspun dejó de ser Ministro con la implementación del Plan Austral en julio de 1985. Esta comparación no fue posible debido que la EPH no hay información oficial para esos años.

### Cuadro 1. Crecimiento del ingreso según criterios de ponderación alternativos

Etapa	Período de comparación de ingresos <sup>1</sup>	Años	Ministro de Economía	Presidente	Ponderadores del Crecimiento			
					Riqueza	Democrático	Pobreza <sup>2</sup>	
							Alt 1	Alt 2
DICTADURA MILITAR	Septiembre de 1980 y Septiembre de 1974	6	Martínez de Hoz	Videla	-10,0%	-14,3%	-13,4%	-13,4%
PRIMERA ETAPA DEMOCRACIA	Septiembre de 1985 y Septiembre de 1982	3	Grinspun	Alfonsín	26,2%	25,3%	27,0%	25,5%
PLAN AUSTRAL	Septiembre de 1986 y Septiembre de 1985	1	Sourrouille	Alfonsín	13,9%	12,1%	11,1%	11,2%
PRIMER CRECIMIENTO CONVERTIBILIDAD	Septiembre de 1994 y Septiembre de 1991	3	Cavallo	Menem	34,7%	34,1%	24,2%	29,0%
SEGUNDO CRECIMIENTO CONVERTIBILIDAD	Septiembre de 1998 y Septiembre de 1996	2	Roque Fernández	Menem	16,2%	14,5%	11,8%	12,3%
CRECIMIENTO POST-CONVERTIBILIDAD	Primer semestre de 2006 y Cuarto trimestre de 2003	2,5	Lavagna-Miceli	Kirchner	32,1%	36,2%	34,0%	34,5%

<sup>1</sup> Se toman en cuenta los ingresos del Gran Buenos Aires por disponibilidad de información oficial

<sup>2</sup> La alternativa 1 pondera cada decil con la participación del ingreso en orden inverso (el 1er decil con la ponderación del ingreso del 10 decil, el 2do con la del 9no, etc) y la alternativa 2 corresponde al criterio estricto de Bacha (inversa en la participación en el ingreso de cada decil de ingreso).

FUENTE: CIEPYC en base a datos del cuadro de población total según escala de ingreso individual correspondiente al Gran Buenos Aires

## Conclusiones

Hemos intentado averiguar el sesgo del crecimiento de los esquemas macroeconómicos implementados en los últimos 30 años a partir de una metodología que tiende a desnudar los efectos de la política económica sobre la evolución igualitaria o no de los ingresos en la población.

Los resultados demuestran que la aplicación de políticas desde 1976 y hasta 2001, han estado sesgadas a favor de los sectores más pudientes de la población a excepción de un intento corto a principios del advenimiento de la democracia entre 1985 y 1984. Los resultados del crecimiento de la post convertibilidad parecen encontrar una etapa algo consolidada de un crecimiento del ingreso más igualitario y de sesgo contrario al de las etapas anteriores generando una perspectiva que habrá que seguir de cerca en los próximos años.

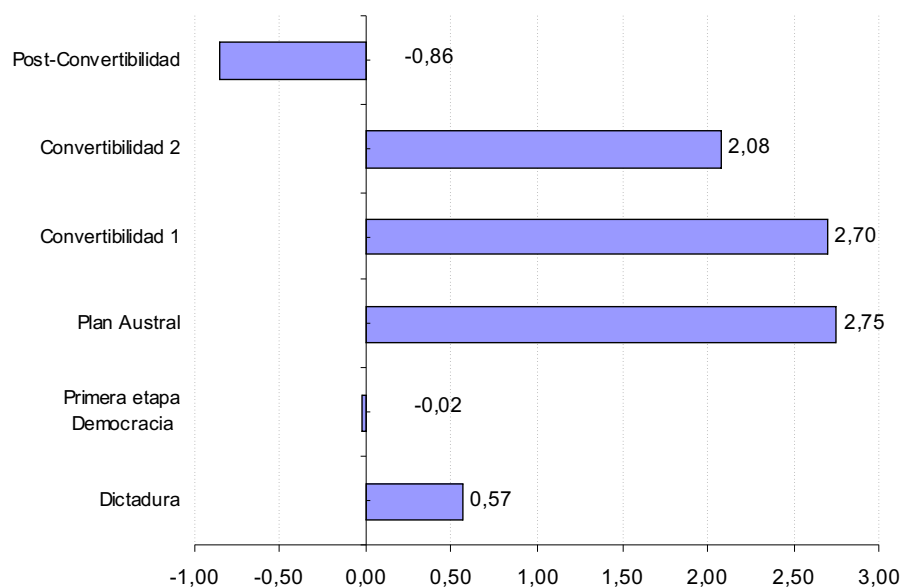
Esta afirmación se puede verificar con la observación del gráfico 1 que muestra el promedio anual de la diferencia entre las metodologías riqueza y pobreza. Así se puede observar que, excepto en los primeros años de democracia, en el último cuarto de siglo XX el ingreso medido por riqueza tuvo un mejor desempeño que el medido por pobreza (signo positivo de las barras del gráfico). En contraposición, en la post convertibilidad este indicador tiene un valor negativo, y por ende, demuestra que el ingreso medido por pobreza creció más que el medido por riqueza.

Eric Hobsbawm<sup>6</sup> identificó a la era de oro del capitalismo en su "siglo corto", como aquella en la cual el estado participó activamente en la economía y que produjo el mayor

6) Eric Hobsbawm (1997). "Historia del siglo XX". Ed. Grijalbo.

crecimiento y el mayor bienestar para la población (el Estado de Bienestar entre 1945 y 1972), y que las etapas de aplicación de esquemas económicos más ortodoxos habían demostrado su fracaso como modelos de desarrollo y habían estado signadas por las malaria, las guerras y la depresión. Los datos evidenciados en estas páginas parecen ratificar esa hipótesis.

**Gráfico 1.**  
**Diferencia entre los criterios de Riqueza y Pobreza**  
**Promedios anuales**



**Nota:** para la metodología "Pobreza" se utilizó el promedio de las dos alternativas.

**Fuente:** CIEPYC en base a datos del Cuadro 1.

# La nueva Deuda Pública

Por Leonardo Perichinsky y Rafael Selva

**La deuda pública asciende en la actualidad a unos 165 mil millones de dólares. Veinte mil millones más que al final de la Convertibilidad. Se perdió la oportunidad de contraer en dólares el monto total, dada la mega devaluación del peso, con la pesificación de una parte y el canje de buena parte la otra. El ajuste por CER incrementa un punto la deuda total por cada tres de inflación. Sin embargo, esta deuda parece menos nociva que la de la década pasada.**

## Presentación

Pasados ya dos años de la culminación del proceso de reestructuración de la deuda y casi seis de la caída de la Convertibilidad, y de la declaración del default, nos detenemos a analizar la situación de la Deuda Pública del Estado nacional.

Surgen varios interrogantes que vamos a intentar discutir en esta nota, en relación con la evolución y las perspectivas de la Deuda Pública.

En primer lugar, si se observa el stock total de deuda al final de la convertibilidad y se lo compara con el monto total al cierre del canje (segundo trimestre de 2005) se verifica que el total en dólares es similar: casi 150 mil millones de dólares, incluyendo los más de 23 mil millones que no se presentaron al canje. En este sentido, la pregunta sería la siguiente: si una parte de la deuda se pesificó y la otra parte ingresó al canje del cual resultó una reducción superior al 30%, cómo se explica que el monto en dólares sea similar al de fines de la Convertibilidad; por qué no se contrajo en dólares la deuda pública.

En segundo lugar, si miramos la composición de la deuda por tipo de acreedor y de moneda, se verifica un importante cambio en la estructura de la deuda. Básicamente, pasamos de una deuda pública donde 97 de cada 100 pesos eran en moneda extranjera a fines del año 2001 a un esquema actual casi 50 y 50, entre moneda extranjera y pesos. En este sentido, vamos a analizar cómo se produjo ese giro hacia una mayor participación de la deuda en moneda local y qué implicancias tiene en términos de fragilidad, tanto frente al contexto financiero internacional como a las posibilidades de repago. También discutiremos las consecuencias de que buena parte de la deuda local se encuentre indexada.

En tercer lugar, mostramos algunos indicadores clave sobre la situación de la deuda pública comparada con la década pasada. En este sentido, surge que la mayoría de las relaciones muestran que el peso de la deuda en la actualidad es mucho menor que en los noventa, sin ponderar la cuestión conceptual de que ahora el endeudamiento externo no juega un rol clave en el desempeño del modelo, como ocurría durante la vigencia de la Convertibilidad.



Por último, nos preguntamos sobre la anunciada política de “desendeudamiento” por parte del Gobierno Nacional. En términos de stocks, la deuda pública total creció desde el cierre del canje hasta la actualidad unos 16 mil millones de dólares, a pesar de que se pagaron durante el período 47 mil millones de dólares en concepto de capital. Sin embargo, tales cancelaciones generaron un cambio significativo en la composición de la deuda durante estos dos años. Para citar un caso, el pago de la deuda al FMI no está incluido en esta reducción por que se cambió deuda con el Fondo por deuda con el BCRA, lo cual es cualitativamente muy diferente (mejor). Pero, la deuda pública continúa creciendo.

## No hubo licuación

Tal como se puede apreciar en el cuadro 1 el monto total de deuda pública al final de la convertibilidad era levemente inferior al que quedó al cierre del canje. De u\$s144,4 mil millones de dólares pasamos a tener una deuda de u\$s 149,8 mil millones una vez culminado el canje de la deuda.

Básicamente, dejando de lado la deuda con organismos multilaterales (FMI, BID y Banco Mundial), el saldo de capital de la deuda pública que quedó de la Convertibilidad tuvo significativas reducciones en sus montos. Por un lado, se pesificó la deuda con tenedores locales, y por otro lado se consiguió una quita superior al 30% del capital de los títulos públicos con los tenedores extranjeros de deuda.

Por qué, entonces, el Estado nacional no logró licuar su deuda denominada en dólares, teniendo en cuenta la oportunidad que generó la mega devaluación del peso.

El principal factor que explica por qué no se licuó la deuda en dólares es el rescate por parte del Estado nacional a los deudores del sistema financiero argentino; lo cual, en última instancia, es rescate a los bancos.

La deuda pública no se contrajo porque el Estado absorbió la deuda privada.

Dicho con otras palabras, los que sí licuaron (tanto en dólares como en términos de valor de los activos en pesos) fueron los que tenían deuda con el sistema financiero al cierre de la Convertibilidad. La licuación se produjo gracias a la pesificación completa de todas las deudas privadas con los bancos, independientemente del tipo de préstamos que hubieran tomado o de la calidad del deudor.<sup>1</sup>

El Estado emitió deuda nueva para compensar a los bancos la diferencia entre pesos y dólares de los préstamos y depósitos.

Este esquema de pesificación indiscriminada, también fue un rescate a los bancos, por que éstos no hubiesen podido recobrar sus deudas luego de la fuerte devaluación del peso que produjo una importante caída de los ingresos (y en sus activos) medidos en dólares de los deudores. Es decir, ni los ingresos ni las garantías (si las hubieran ejecutado los bancos) de los deudores hacían viable el pago de sus deudas.

También se rescató a los quejosos ahorristas. El ahorrista que esperó hasta el final recobró básicamente el valor en dólares de sus ahorros. El Estado emitió bonos para cubrir la diferencia entre un dólar que en ese momento estaba cerca de los 3 pesos y el monto del ahorro multiplicado por 1,4 más la inflación.

El costo total para el Estado de llevar a cabo este esquema fue superior a los 30 mil millones de dólares; unos cien mil millones de pesos.<sup>2</sup>

Por su parte, otros 30 mil millones de dólares absorbió el Estado nacional de las deudas de las provincias con el sistema financiero, incluyendo las cuasimonedas.

1) Hubo otros mecanismos de licuación que profundizaron la licuación, y que estuvieron sólo al alcance de los grandes deudores, como la posibilidad de cancelar deudas con títulos públicos tomados a valor nominal cuando cotizaban en el mercado sólo al 20% de su paridad.

2) Si, por ejemplo, se hubiese exigido al segmento de grandes deudores, la emisión de acciones o bonos al Estado por la diferencia de cambio, el costo de la salida de la convertibilidad hubiese sido más repartido y el stock de deuda pública, neteada de esos títulos, sería significativamente menor.

Los ganadores de esta forma de resolver la salida de la convertibilidad fueron, en primer lugar los bancos, que consiguieron las garantías del Estado para las deudas del sector privado; en segundo lugar, las empresas grandes, que licuaron buena parte de su deuda sin ningún tipo de compensación al Estado, los ahorristas que obtuvieron un nuevo valor de sus ahorros más alto en términos de poder de compra del que habían depositado.

Por otro lado, el proceso de canje de la deuda tuvo algunos componentes que es necesario valorar. Por un lado, unos 23 mil millones de dólares no se presentaron a la oferta de canje, lo cual redujo el potencial de la quita obtenida. En segundo lugar, hubo un reconocimiento de casi 20 mil millones de dólares por servicios de la deuda no pagados con anterioridad al canje. Considerando estas dos cuestiones, el resultado global del canje fue menos importante que lo anunciado.

Sin embargo, y más importante, es que se llegó al canje con una deuda sobreestimada. Entre el 2002 y el 2004 se acumularon 45 mil millones de dólares en atrasos impagos, los cuales junto con las nuevas emisiones del rescate, llevaron el monto total de la deuda pública a un máximo histórico de 191 mil millones de dólares. Con este nivel de deuda la Argentina ingresó al proceso de reestructuración.

En el siguiente cuadro mostramos las fuentes de variación de la deuda entre los finales de la convertibilidad y el cierre del proceso de reestructuración. Entre sumas y restas, el Estado quedó con un nivel de Deuda en dólares superior al que dejó la Convertibilidad, a pesar del canje y la pesificación, y con una economía con tipo de cambio alto.

**Cuadro 1.**  
**Flujo y variaciones de la Deuda del Sector Público Nacional**  
**Entre cuarto trimestre 2001 y segundo trimestre 2005**  
En millones de dólares

CONCEPTOS	MONTO
<b>I. STOCK DE DEUDA BRUTA AL IV-01</b>	<b>144.453</b>
<b>II. VARIACIÓN DERIVADA SALIDA DE LA CONVERTIBILIDAD (1) + (2) + (3)</b>	<b>41.359</b>
(1) Emisión de NUEVA DEUDA posterior al 2001	31.019
(2) Efecto de la PESIFICACION, ajuste por CER y re dolarización	-8.710
(3) Intereses no pagados, capitalizados y atrasados	19.050
<b>III. DISMINUCIÓN DE DEUDA POR REESTRUCTURACIÓN</b>	<b>-67.305</b>
<b>IV. STOCK DE DEUDA AL IV-01 INCLUYENDO (II) Y (III)</b>	<b>118.506</b>
(4) Capitalización de bonos nuevos desde dic-03	2.702
(5) Diferencia de valuación del capital de la deuda elegible respecto a dic-01	8.928
(6) Variación de la deuda al II-05 respecto del stock ajustado al IV-01 (V) - (IV)	-3.670
<b>V. STOCK DE DEUDA BRUTA AL II-05 (IV) + (4) + (5) + (6)</b>	<b>126.466</b>
(7) Ajustes por deuda no presentada al canje	23.381
<b>VI. STOCK DE DEUDA BRUTA AL II-05 (V) + (7)</b>	<b>149.847</b>

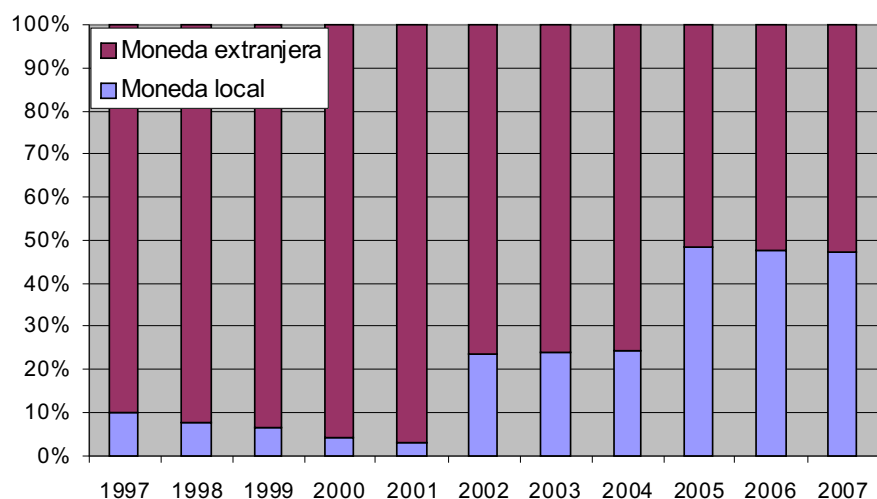
Fuente. CIEPYC en base a Ministerio de Economía de la Nación

## La nueva composición de la deuda

La nueva deuda pública es completamente diferente a la que se registraba durante la década pasada. Básicamente, pasamos de tener una deuda casi totalmente denominada en moneda extranjera (97 a 3 era la relación a fines de la Convertibilidad) a una deuda que se reparte en partes casi igual entre interna y externa, o en pesos y moneda extranjera.

En el gráfico 1 se muestra el cambio en la composición de la deuda discriminando entre la denominada en moneda extranjera y en moneda local.

**Gráfico 1:**  
**Evolución de la estructura de la deuda por tipo de moneda (En porcentajes)**



FUENTE: CIEPYC en base a Ministerio de Economía y BCRA

Algunas consideraciones a propósito de la nueva composición de la deuda. Resulta indudable que es positivo poseer una mayor proporción de deuda en moneda local. Esto genera un nivel de fragilidad de las cuentas públicas del Estado muy inferior, teniendo en cuenta que el repago es en la moneda que el sector público recauda (y emite). Los cambios en el contexto financiero internacional y la evolución de la cuenta corriente argentina con el resto del mundo no afectan la capacidad de cancelación de la deuda denominada en pesos. Por su parte, como las divisas del comercio exterior son del sector privado, no existen tensiones en cuanto a los problemas de transferencia de lo privado a lo público, porque no se requiere moneda extranjera para cancelar este tipo de deuda. A su vez, como los tenedores de esta porción de la deuda son más bien locales, la capacidad de renovación (o renegociación) se supone menos compleja que cuando involucra a poseedores extranjeros de deuda.

Sin embargo, habrá que valorar que una parte sustancial de esta deuda está atada a la evolución de la inflación. Tal indexación de los títulos públicos en pesos afecta incluso el valor del capital, lo cual no solo incrementa los servicios de la deuda sino también su monto total.

Según nuestras estimaciones, cada punto de inflación incrementa el capital de la deuda pública argentina en \$1.700 millones; y cada tres puntos de inflación, el monto total de la deuda se incrementa aproximadamente un uno por ciento.<sup>3</sup>

Desde el punto de vista de sustentabilidad de la deuda en pesos y ajustada por inflación hay que considerar que la recaudación del Sector Público Nacional crece a una tasa interanual muy superior a la inflación y que los recursos totales anuales son mayores al monto total de la deuda en pesos indexada.

En el cuadro 2 se muestran los diferentes rubros que componen el total de deuda pública en la actualidad. Se evidencia la escasa presencia ya de la deuda con organismos multilaterales (menos del 10%), la sensible importancia que mantienen los títulos públicos (60%), aunque ahora más balanceado entre monedas, y la elevada participación de los préstamos garantizados, producto del rescate a las provincias de sus deudas contraídas con entidades financieras durante la década pasada.

## Cuadro 2: Deuda del Sector Público Nacional por tipo de instrumento y plazo

Al cierre del segundo trimestre de 2007

Conceptos	Mill. de u\$s	Mill. de \$
	Saldo Bruto	Saldo Bruto
<b>I- TOTAL DEUDA PUBLICA ( II + III )</b>	<b>138.315</b>	<b>427.808</b>
<b>II- SUB-TOTAL DEUDA A VENCER</b>	<b>133.530</b>	<b>413.008</b>
<b>MEDIANO Y LARGO PLAZO</b>	<b>126.308</b>	<b>390.671</b>
TITULOS PUBLICOS	83.394	257.938
- Moneda nacional	31.609	97.767
- Moneda extranjera	51.785	160.171
PRESTAMOS	42.914	132.733
PRESTAMOS GARANTIZADOS	12.939	40.022
ORGANISMOS INTERNACIONALES	14.506	44.868
ORGANISMOS OFICIALES	2.342	7.244
DEUDA GARANTIZADA – BOGAR	11.927	36.890
BANCA COMERCIAL	821	2.538
OTROS ACREEDORES	378	1.171
<b>CORTO PLAZO</b>	<b>7.222</b>	<b>22.337</b>
ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA	5.926	18.330
LETRAS DEL TESORO	1.296	4.007
<b>III- SUB-TOTAL ATRASOS (Club de París y resto)</b>	<b>4.785</b>	<b>14.799</b>
CAPITAL	3.824	11.828
INTERES	961	2.971
<b>IV- TOTAL DEUDA NO PRESENTADA AL CANJE</b>	<b>27.025</b>	<b>83.588</b>
NO VENCIDA	8.555	26.462
VENCIDA	18.469	57.126
<b>V- DEUDA PUBLICA + NO PRESENTADA AL CANJE ( I + IV )</b>	<b>165.340</b>	<b>511.395</b>

Fuente: CIEPYC en base a Ministerio de Economía

La deuda de corto plazo (5%) se explica fundamentalmente por la cancelación con el FMI a través del uso de reservas internacionales del BCRA. Básicamente se compone de los adelantos del Banco Central y las Letras de Tesorería que exceden el ejercicio fiscal. Es decir, el financiamiento a corto plazo proviene fundamentalmente del propio Estado Nacional, ya sea a través del BCRA o de Organismos que mantienen superávit, como ANSES o AFIP, que licitan las Letras del Tesoro contempladas en la Ley de Presupuesto Nacional.

3) Con una inflación del 10% anual, la deuda crece unos 17 mil millones de pesos (u\$s 5.300 millones); sobre una deuda total actual del orden de los u\$s 165 mil millones, tal incremento es del 3,2% del total. Con una inflación del 15% anual, la deuda crece un 4,9% en un año (unos 8 mil millones de dólares)

Por último, es necesario destacar que la proporción total de pagos de interés en moneda local viene aumentando. Mientras se mantuvo la situación de default, los únicos pagos en moneda extranjera fueron a los organismos internacionales de crédito (FMI, BID y BM). Con posterioridad al canje de deuda, la mayoría de los pagos se realizan sobre deuda denominada en pesos, porque los títulos en moneda extranjera poseen un plazo mucho mayor.

## Desendeudamiento?

La deuda total asciende en la actualidad a 165 mil millones de dólares; 16 mil millones de dólares más que la verificada a mediados del año 2005, cuando culminó el proceso de canje. Por su parte, el Estado nacional, durante este mismo período, canceló deuda por 47 mil millones de dólares. Entonces, el resto de la deuda no cancelada creció en unos 63 mil millones de dólares.

Concretamente, aunque el Estado haya cancelado mucha deuda, lo que canceló fue menor a la nueva deuda emitida más la capitalización del valor de la deuda que ya tenía.

Hay que considerar que en esta cuenta queda neteada la operación de cancelación de deuda con el FMI, por que se cambió deuda con este organismo por Deuda con el Banco Central, lo cual es sustantivamente diferente, y podríamos incluso no considerarlo como deuda. De todas formas este monto (unos 9 mil millones de dólares) no alcanza a explicar los 16 mil millones de incremento en el monto en dólares de la deuda pública. Si lo restáramos nos quedaría de todas formas un incremento de deuda de 7 mil millones de dólares en los últimos dos años.

Qué fue lo que más canceló el Gobierno y qué fue lo que más creció. Dejando de lado la cancelación con el FMI, durante este período se pagaron amortizaciones de títulos públicos por casi 9 mil millones de dólares; y otro tanto por cancelaciones de adelantos transitorios del BCRA; se pagó deuda con organismos multilaterales (BID y Banco Mundial) por más de 6 mil millones de dólares; se rescataron letras del tesoro por casi 6 mil millones y se pagó por préstamos garantizados unos 3,4 mil millones de dólares. Estos conceptos, junto al pago al FMI, explican en buena medida (los 47 mil millones de dólares) el supuesto desendeudamiento que llevó adelante la actual gestión.

Sin embargo, el resto de la deuda creció en unos 63 mil millones de dólares. Los adelantos transitorios del BCRA crecieron en más de 11 mil millones de dólares, los Boden en más de 8 mil millones, Bonar más de 5 mil millones y las letras del tesoro en más de 7 mil, entre los principales conceptos.

Por su parte, la deuda ajustada por CER se incrementó en estos dos años unos 11.560 millones de dólares. En tanto que la valuación de la deuda no ingresada al canje creció en casi 4 mil millones de dólares, pasando de 23 a 27 mil millones en la actualidad.

Neteando conceptos, el incremento de la deuda pública se explica por amortizaciones de préstamos garantizados por más de 5 mil millones de dólares; pagos netos a organismos multilaterales por u\$s 3.200 millones; incremento de Boden y Bonar por unos 5 mil millones (neteadas las amortizaciones de títulos públicos de casi nueve mil millones de dólares) y el ajuste por inflación de la deuda en pesos por más de 11 mil millones de dólares. Por su parte, aparecen dos conceptos con montos similares de signos opuestos que prácticamente se compensan mutuamente. Uno es la capitalización de los bonos del canje por estar atados al crecimiento del PBI, más que compensado por la reducción de la deuda por diferencias en los tipos de cambio.

En suma, el ajuste por CER, los pagos netos al Bid y Banco Mundial, y la mayor emisión

de bonos que su cancelación, explican, en ese orden el aumento en el endeudamiento público de estos últimos dos años.

## Los indicadores de la deuda

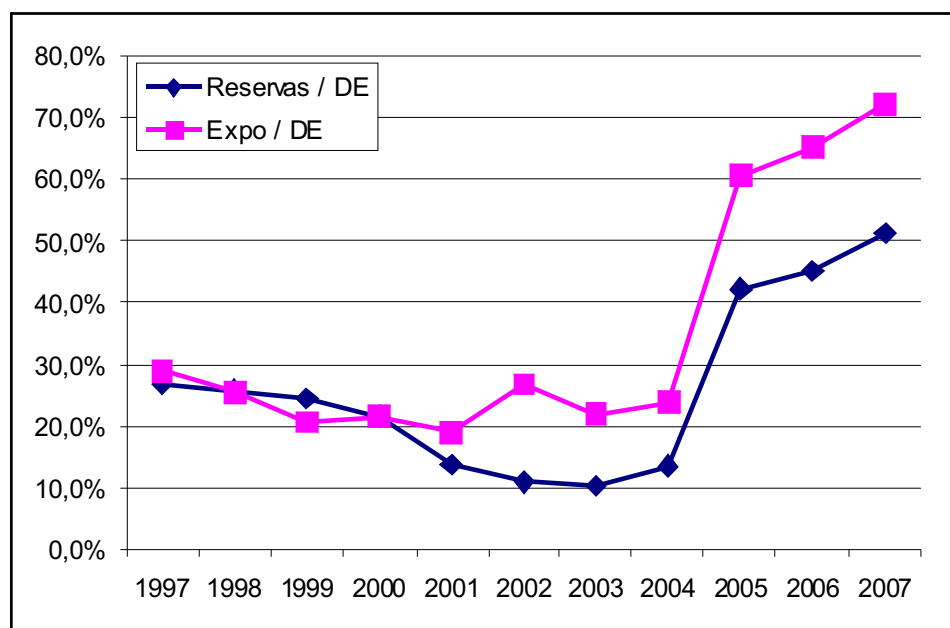
Los indicadores de sustentabilidad de la deuda pública externa presentan notorias mejoras.

El gráfico 2 es elocuente sobre la mejora en las principales relaciones de la deuda externa. En la actualidad las reservas internacionales representan algo más del 50% de la deuda denominada en moneda extranjera. Hacia fines de los noventa esta relación se encontraba en un entorno del 20-25%.

En relación con las exportaciones, la deuda en moneda extranjera se acerca desde 2005 a un nivel equivalente a un año de ventas al exterior, cuando en el mejor momento de la década pasada representaba cuatro años de exportaciones argentinas.

**Gráfico 2:**  
**Evolución de las principales relaciones de la deuda externa**

(En porcentajes)



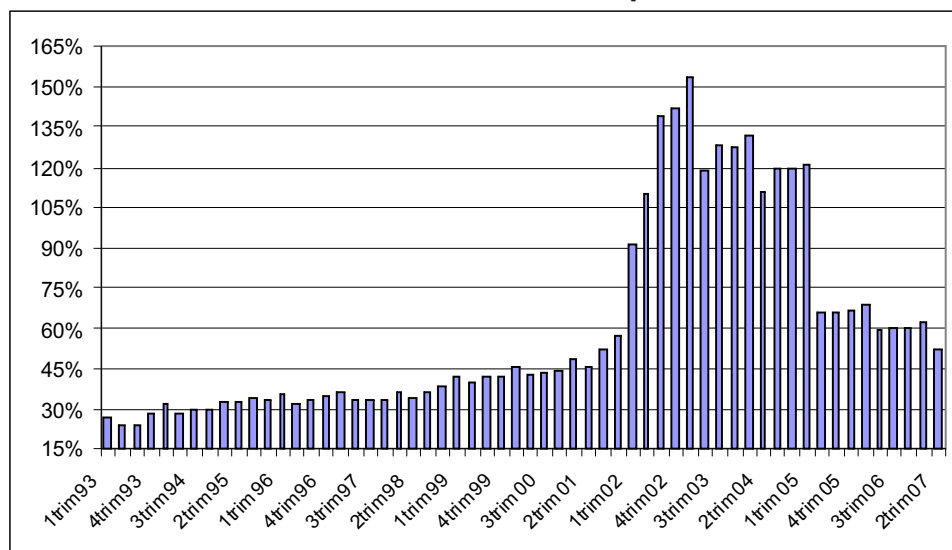
Fuente: CIEPYC en base a Ministerio de Economía de la Nación y BCRA

Por su parte, la deuda pública cayó en proporción del PIB de más de un 150% en el primer trimestre de 2003 a menos del 50% hacia fines de 2006. En el segundo semestre de 2007 la relación deuda/PIB es similar a la de los últimos trimestres de la Convertibilidad.

Cabe señalar, sin embargo, que en la construcción del gráfico 3 usamos valores corrientes de PIB y Deuda, al tipo de cambio nominal de cada momento. Pero, si en vez de tomar el tipo de cambio nominal actual para llevar a pesos la deuda en moneda extranjera en cada momento, hubiésemos usado una serie de tipo de cambio real, el peso de la deuda actual sería menor en términos de PIB que el que se registraba la

década pasada. Esto es así, porque hubiéramos usado un tipo de cambio menor para llevar la deuda en moneda extranjera a pesos, tal como era durante los noventa.

**Gráfico 3:**  
**Evolución de la relación deuda publica / PBI**



FUENTE: CIEPYC en base a Ministerio de Economía y BCRA

Finalmente, también se han producido mejoras en otros indicadores de la deuda pública, asociados con una mayor extensión de los plazos de pago y de su composición. La vida promedio de la deuda bruta del SPN se amplió sensiblemente a partir del proceso de reestructuración cerrado en el 2005.

## Reflexión final

La Deuda externa ha sido un instrumento de dominación primordial de los países centrales. Las modalidades se fueron adaptando a los tiempos y las necesidades del capital ficticio de los centros financieros internacionales.

Las instituciones multilaterales financieras de la posguerra, como el FMI, se habían desgastado ya en los ochenta; una década de marchas y contra marchas, atrasos y moratorias en el repago de deuda por parte de los países periféricos. Desde Baker (año 1987) en adelante el esquema de endeudamiento buscó virar desde su forma tradicional a la generación de mercados de deuda para países emergentes. Esta nueva modalidad se plasmó con el plan Brady.

Entonces, a partir de los noventa las instituciones multilaterales dejaron de ser el principal contralor de las economías periféricas. En los noventa, con la emisión de títulos en moneda extranjera como principal forma de financiamiento de los países emergentes, los mercados financieros fueron los que monitoreaban, minuto a minuto, la marcha de la economía y de las cuentas públicas de cada país. Los títulos públicos subían o bajaban su cotización (bajaba o crecía el costo de financiarse) en relación directa con la aplicación de las políticas públicas y los marcos regulatorios que los centros financieros consideraban buenos.

Las privatizaciones y la desreglamentación de las economías periféricas durante los noventa deben entenderse dentro de este nuevo esquema de endeudamiento; como la necesidad del capital financiero de recomponer renta.

La deuda pública argentina en la actualidad es sensiblemente menos vulnerable y dependiente de las reglas de los centros financieros internacionales. Principalmente porque la proporción de deuda externa es significativamente menor, y no tanto porque se haya cancelado la deuda con el FMI, una institución que ya viene perdiendo preponderancia hace veinte años, y que en los noventa había quedado relegada a la función de certificadora de calidad.

El objetivo de la política de hacienda del gobierno nacional debería ser continuar aumentando la proporción de deuda en pesos como se viene haciendo hasta ahora, pero a su vez desalentando la renta financiera en moneda local. El ajuste por CER sobre el capital de los bonos es, cuanto menos, una invitación a la especulación, e incentiva a su vez, algo que tanto le duele a la actual gestión, la búsqueda de niveles crecientes de inflación.



## Llenar un vacío (o el descrédito de los bancos)

Por Leonardo Perichinsky

**El fuerte crecimiento económico de estos años se dio en un contexto de escaso nivel de crédito. La inversión más que duplicó su participación en el PBI y ya es superior a la que se registraba en el mejor momento de los 90; sin embargo, el stock de crédito actual es menos de la mitad en términos del producto. Incluso, la mayoría del crédito interno actual se destina a consumo. Más allá de que pueda ser saludable que algunos sectores no crezcan motorizados por el crédito (para evitar burbujas que luego se pinchan y generan desastres) resulta necesario contar con financiamiento de largo plazo para infraestructura pública y proyectos productivos no promocionados por los precios internacionales. Las nuevas medidas no apuntan a solucionar los principales problemas de financiamiento de la economía.**

### Presentación

La economía argentina viene creciendo a tasas interanuales del orden del 9% en un contexto de escasa incidencia del crédito. En los 90 el stock de crédito al sector privado no financiero llegó a representar más del 23% del PBI, y en la actualidad se ubica en torno al 11%.

A pesar de la escasa intermediación financiera, la demanda interna viene mostrando desde hace ya cinco años un impresionante crecimiento. La inversión, que es nuestra principal preocupación cuando hablamos de crédito interno, creció del 10% al 23% del PBI en estos últimos años. En la actualidad el nivel de inversión es un 25% superior al que se registró en el mejor momento de los 90, aún con un stock de crédito menor a la mitad en términos de producto y de poder de compra que el de aquella época.

La falta de crédito no ha sido, entonces, hasta ahora, un impedimento para la formación bruta de capital. Sin embargo, es un interrogante aún si el perfil de este proceso vigoroso de inversión va más allá de un conjunto acotado de actividades orientadas a la exportación de bienes no diferenciados y de ampliaciones menores de plantas existentes.

Por su parte, donde se verifican problemas asociados al financiamiento es en la inversión en infraestructura, fundamentalmente relativos a la cuestión energética. Dados los elevados montos requeridos y los largos períodos de maduración, resulta importante que tales inversiones sean motorizadas por créditos de largo plazo. Estas iniciativas deben encararse desde el Estado, financiadas por bancos públicos nacionales o a través de la creación de un banco de desarrollo regional.

La reciente constitución del Banco del Sur debería apuntar a financiar no sólo desde el Estado los proyectos de infraestructura pública necesarios, sino también a brindar financiación para los sectores productivos que no promociona el mercado.

En otro orden, la falta de crédito también afecta el acceso a la vivienda de los sectores medios y bajos de la población, dado el fuerte deterioro de la relación salario/valor de los inmuebles durante estos últimos años. Teniendo en cuenta el escaso incentivo de los bancos privados a otorgar préstamos hipotecarios y las dificultades asociadas al fuerte

incremento en el valor de las viviendas en relación con los ingresos, debería ser el Estado quien facilite el acceso a la vivienda, a partir de la creación de organismos despojados de los análisis de rentabilidad y riesgo propios de las instituciones financieras.

La pregunta que queda latente es por qué los bancos no prestan. Para responder esta pregunta habrá que valorar una gran variedad de factores que confluyen para explicar el escaso nivel de crédito de la economía en la actualidad.

En primer lugar, resulta evidente que a los bancos le resulta más seguro y rentable mantener una alta proporción de su cartera en títulos públicos y letras del Banco Central.

El stock de letras del Banco Central, LEBAC y NOBAC, supera actualmente los 60 mil millones de pesos. Casi el mismo monto que todo el stock de crédito al sector privado. Estas letras pagan tasas del orden del 11% anual y cuentan lógicamente con el aval del Estado. Más allá de la discusión sobre la razonabilidad de los motivos que impulsa las emisiones de letras, es claro que desalienta el uso de la liquidez de los bancos, producto de sus depósitos, para crédito interno.

Con los títulos de la deuda pública en poder de los bancos ocurre algo similar. Dada la historia de compensaciones desde el Estado al sector bancario en la Argentina, los bancos privados locales prefieren trabajar sin riesgos.

El caso de los préstamos hipotecarios es un buen ejemplo. En la década pasada, los bancos prestaban para comprar propiedades en condiciones de extrema fragilidad. Préstamos en moneda extranjera, a trabajadores que cobraban sus ingresos en pesos, con salarios sobrevaluados en dólares, para comprar propiedades en plena burbuja de precios. Los que pensábamos que ese esquema era excesivamente riesgoso para los bancos nos equivocamos. La historia del rescate al sistema financiero desde fines del año 2001 y la compensación con deuda pública de la pesificación de los préstamos demostró que los bancos operaron con un seguro de cambio encubierto.

Dicho de otra manera, y en línea con lo planteado en ediciones anteriores de esta revista, los bancos toman de rehén a una parte de la sociedad (muy bulliciosa, por cierto) para que el Estado pague el rescate.

En la actualidad, con salarios sincerados en pesos, y sin la posibilidad de acceder a un préstamo que supere el 50% del valor de la propiedad (por la relación salario/valor de los inmuebles), los bancos no poseen incentivo a prestar. Prefieren la comodidad de las garantías del Estado.

## Situación actual del crédito

Los préstamos al sector privado no financiero totalizan en la actualidad unos 76 mil millones de pesos. Más allá de su escasa incidencia, en términos nominales, el crédito creció un 10% en los últimos 12 meses, y se duplicó en tres años.

Si analizamos el stock actual por tipo de crédito se verifica la escasa incidencia de los préstamos a largo plazo en general, y al sector productivo en particular. Los préstamos hipotecarios representan el 16% del total, en tanto que los prendarios aportan el 6% del total de préstamos al sector privado no financiero. Es decir, apenas poco más del 20% del stock total de préstamos podría clasificarse como de largo plazo. El resto es básicamente de corto plazo: 17% adelantos; 11,5% tarjetas de crédito, casi el 21% son documentos descontados y el 22,9% son préstamos personales.

Cuadro 1:

**Préstamos por tipo de crédito - Agosto 2007**  
En millones de pesos

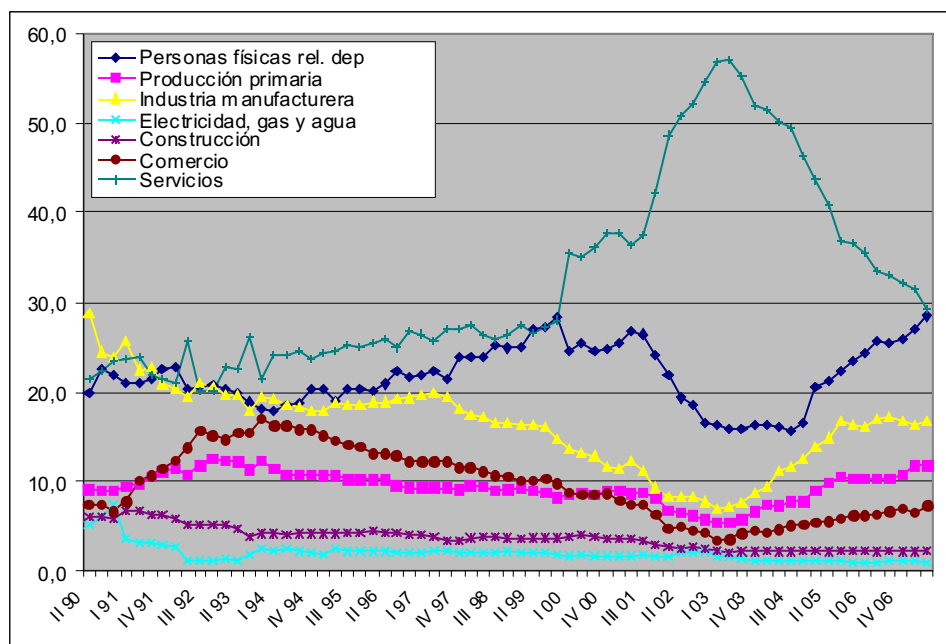
Tipo	Monto	%
adelantos	13.181	17,3%
documentos	15.974	20,9%
hipotecarios	12.218	16,0%
prendarios	4.833	6,3%
personales	17.520	22,9%
tarjetas	8.790	11,5%
otros	3.862	5,1%
<b>Total</b>	<b>76.378</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: CIEPYC en base a BCRA

El gráfico 1 es muy elocuente sobre el comportamiento de los bancos en relación con el crédito. Durante las crisis sube fuertemente la participación del Sector Público en la cartera de crédito de los bancos. Los “servicios”, que llegaron a representar casi el 60% de los créditos de los bancos, son en buena medida préstamos al Estado.

Gráfico 1:

**Evolución de la participación por tipo de actividad en el total de préstamos de los bancos**  
Período 1990-2007



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

A partir del año 2004 comienza a caer la participación del sector público en la cartera de créditos de los bancos de la mano, en buena medida, del crecimiento de los créditos para consumo. La participación de los préstamos personales se duplica prácticamente en estos últimos dos años y medio, explicando una parte importante de la caída en el peso del Estado en el total de préstamos de los bancos. De todas maneras, salvo los préstamos a la construcción y la infraestructura básica (electricidad, gas y agua) el resto de las actividades aumenta su participación en el total de créditos de los bancos.

Por otra parte si observamos la composición total de los préstamos (incluyendo sector público y financiero) por tipo de actividad económica, verificamos también la escasa relevancia del crédito en el proceso de crecimiento de estos últimos años.

La industria manufacturera recibe el 16% de los créditos totales, encontrándose todavía en los niveles históricos más bajos de participación de la actividad en el total de préstamos. Algo similar ocurre con el sector agropecuario, que sólo explica el 11% del total de préstamos, a pesar de haber mejorado su participación durante los últimos cuatro años.

Por otro lado, los préstamos a empleados en relación de dependencia se encuentran en los máximos, representando casi el 30% del total de préstamos. Estos últimos son los que menor nivel de morosidad involucran por que suelen otorgarse contra descuento directo de la cuenta donde se deposita el sueldo, y se destinan en buena medida a consumo.

La construcción, uno de los sectores que más creció durante la fase expansiva actual, explica apenas el 2,3% del total de préstamos de la economía. La crisis financiera a raíz de los problemas con las hipotecas en los Estados Unidos nos dejó, entre otras cosas, la lección sobre lo frágil que resulta un proceso de crecimiento del mercado inmobiliario motorizado por el crédito. Con lo cual, no resulta preocupante observar que el crecimiento en la construcción no haya sido motorizado por préstamos; nos demuestra en realidad que no hay posibilidad de colapsos por este lado en el sistema financiero.

La baja presencia de los créditos en la construcción también refleja la escasa incidencia de los bancos públicos como impulsores de la construcción de vivienda para los estratos medio y bajo de la población. Sin embargo, estos indicadores no tienen en cuenta las políticas habitacionales desplegadas desde el Estado a través de los Planes Federal de Vivienda destinados a los sectores de bajos recursos.

Desde el punto de vista presupuestario, los montos destinados por el Gobierno Nacional a las provincias para viviendas superan largamente el total de crédito privado para la construcción, aunque resulta evidente que la clave en este rubro parece ser la gestión de las obras más que los créditos presupuestarios. En este sentido, sigue siendo un interrogante el accionar del Estado en la resolución del déficit habitacional de la población.

En suma, resulta evidente la falta de crédito para inversiones tanto de infraestructura pública como de proyectos productivos en general. Un banco de desarrollo regional debería llenar este vacío.

## Las nuevas medidas

Durante la semana pasada el Gobierno tomó dos tipos de medidas que apuntan a abaratar el costo del crédito. En primer lugar, el BCRA decidió mejorar las condiciones de liquidez de los bancos para que baje la tasa de interés para préstamos entre bancos. Luego, el Gobierno acordó con los bancos una serie de rebajas de tasas en algunas

líneas de créditos, fundamentalmente asociadas al consumo.

Un primer interrogante que generan estas medidas es por qué primero se mejoran las condiciones de liquidez de los bancos y luego se acuerda. La lógica más básica indicaría que, en todo caso, de la negociación debería surgir la mejora para los bancos de las condiciones de liquidez.

Una segunda cuestión tiene que ver con el rol de la banca pública y su coordinación con la política monetaria. En lugar de acordar con los bancos privados, y otorgarles liquidez, sería preferible destinar esos fondos a los bancos oficiales y a su vez que la banca pública tenga una política crediticia agresiva que funcione como referencia para los bancos privados.

Por último, en relación con las líneas de crédito promovidas, se verifica que corresponden a los destinos que no requieren promoción por parte del Estado. Teniendo en cuenta los plazos de los préstamos promovidos, resulta evidente que sólo servirá para financiar consumo.

Concretamente, las nuevas medidas del BCRA afectan a los pases activos, que son los préstamos de corto plazo que el BCRA otorga a los bancos. Básicamente, se extiende el monto de 2000 a 3000 millones de pesos, se extiende los plazos de 30 a 60 días. Las tasas también bajan levemente y se incorporan nuevos tramos de plazos.

Por otra parte, el BCRA inyectó unos 650 millones de pesos al recomprar la mitad de letras que vencieron el 17 de octubre.

En cuanto a las medidas relativas a abaratar los créditos de empresas y particulares, el acuerdo con los bancos implicó rebajas en las tasas de los créditos personales de hasta cinco mil pesos llevándolas al 12% anual. Para el estrato PyME se acordaron tasas del 9% por un monto de hasta 75 mil pesos, a través de cheques o documentos descontados por las empresas. Los plazos acordados son muy cortos (entre 12 y 18 meses) y no permiten ser optimistas en cuanto al uso de estos créditos para inversión.

La presente revista se editó en la  
Facultad de Periodismo y Comunicación Social.  
Calle 44 N° 676 e/ 8 y 9 - primer piso - oficina N° 4

#### CONSEJO EDITORIAL

Lic. Miguel Zanabria  
Lic. Alfredo Iñiguez  
Lic. Leonardo Perichinsky  
Dr. Pablo Lavarello  
Lic. Gerardo De Santis

#### EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Dr. Alejandro Naclerio  
Lic. Germán Saller  
Lic. Rafael Selva  
Lic. Daniela Meroni  
Lic. Julián Barberis  
Cecilia Peluffo  
Agustina Battistuzzi  
Natalia Abdala  
Matías Mancini