aset

ASOCIACIÓN ARGENTINA DE ESPECIALISTAS EN ESTUDIOS DEL TRABAJO

Buenos Aires | 13-16 de agosto de 2003

6º Congreso Nacional de Estudios del Trabajo

Los trabajadores y el trabajo en la crisis

CRÉDITOS Y EMPLEO EN ARGENTINA: 1996-2001

MAYO 2002

AGUSTÍN FILIPPO*

DANIEL KOSTZER*

*Dirección General de Estudios y Formulación de Políticas de Empleo de la Secretaría de Empleo del MTSS.

No refleja necesariamente las visiones de la institución aunque los autores están agradecidos de todos los compañeros de trabajo que hicieron sus aportes y comentarios al mismo.

EMPLEO Y CRÉDITOS EN ARGENTINA: 1996 A 2001.

ABSTRACT

Este estudio analiza los vínculos entre créditos bancarios y empleo en Argentina, entre 1996 y 2001. Esto se realiza a través un enfoque que respeta la configuración institucional específica de la economía, y que considera que las acciones de las personas y de las organizaciones que en ella interactúan están condicionadas por dicha configuración.

La investigación está ordenada en torno a una hipótesis central de índole macroeconómica: tanto el crédito como el empleo se derivan de la producción, de la dinámica del ciclo de la renta nacional. En ese sentido, el trabajo propone una causalidad entre las variables en estudio que va desde el empleo al crédito: variaciones del crédito son la consecuencia de variaciones en el empleo. Esta hipótesis es discutida ante la evidencia de las series temporales y, parecería, resistir bastante bien el contraste con la (accidentada) realidad económica y política de los últimos cinco años.

Una diferencia sustancial entre las conclusiones propuestas en este trabajo y otros que siguen los enfoques usuales de teoría monetaria neoclásica aparece en el diagnóstico de la crisis. Se destaca aquí que el origen y el desarrollo inicial de la crisis se deben a la reducción de oportunidades de negocios, que inmediatamente genera un exceso de oferta de crédito. Los enfoques convencionales suelen resaltar, en cambio, el desplazamiento de los privados del acceso al crédito (crowding out). Se piensa entonces aquí que es la economía real la que arrastra a la crisis a las variables monetarias y crediticias, y no a la inversa.

Como consecuencia del giro en el diagnóstico, se reanima la discusión acerca de la pertinencia de la teoría monetaria vigente y también sobre la pertinencia de las medidas de políticas puestas en marcha en los últimos años. La convulsión creciente de la economía Argentina debería tomarse como evidencia sólida de que las ideas y los actos de gobierno que ellas originaron no son apropiadas.

EMPLEO Y CRÉDITOS EN ARGENTINA:

1996 A 2001

Abstract 3

Introducción 5

Aspectos teóricos e institucionales. 5

a) dinero 5

b) Marco institucional 5

c) Hechos estilizados sobre el comportamiento de las firmas ..... **¡Error! Marcador no definido.**

d) Hechos estilizados sobre el comportamiento de los bancos ..... **¡Error! Marcador no definido.**

Series de créditos y empleo y actividad económica. 5

a) Estancamiento del empleo, Inercia del crédito y etapa inicial de la crisis 5

b) ¿Qué Causalidad a partir del "Efecto Desplazamiento"? 5

c) Exceso de oferta de crédito a la producción, bajo tasas de interés alteradas por los bancos. 5

d) Derrumbe del Empleo y de créditos: Profundización la crisis 5

Conclusión y Comentarios Finales 5

Bibliografía citada y fuentes de datos. 5

INTRODUCCIÓN

Este informe tiene por objetivo analizar la evolución de créditos bancarios y empleo en la economía argentina y, a través de esas variables, señalar algunas de las características de la crisis económica iniciada en 1999.

En 1996, la economía argentina expandía simultáneamente el monto de créditos al sector privado y el empleo formal; en 1998 este movimiento se interrumpe definitivamente, inaugurando un período recesivo que no hace sino agudizarse con el paso del tiempo. Interesa conocer aquí de qué manera están interrelacionadas esas dos variables y de qué manera puede, a partir de ellas, reconstruirse parte de la historia de crecimiento y crisis recientes de la Argentina.

Para ello se analiza la evolución conjunta de créditos bancarios y empleo formal desde 1996. Se propone, en primer lugar, una enumeración de los aspectos institucionales salientes del régimen monetario y financiero argentino de los noventa. En segundo lugar, y siguiendo la idea de que el crédito al sector privado es una consecuencia de la salud de la economía y no a la inversa, se analiza la evolución de las series de créditos y de empleo y se vincula estas trayectorias con la actividad económica y la crisis. En tercer lugar, se comenta sobre las acciones de gobierno puestas en marcha y se ofrecen algunas reflexiones finales.

ASPECTOS TEÓRICOS E INSTITUCIONALES.

a) DINERO

La teoría neo-clásica visualiza el dinero como una variable exógena y neutral en el largo plazo, de escaso valor teórico, que sólo tiene como función determinar precios nominales (Wray, 1998). En este caso, la cantidad de dinero es determinada por un gobierno que emite en función de sus propios recursos-de manera de evitar la inflación inducida por el circulante- o como en el caso de las cajas de convertibilidad, por la disponibilidad de la moneda dura (dólar, euros, e inclusive oro). La simplificación del análisis en términos de mercado termina asumiendo que aquella cantidad exógena constituye la oferta de dinero; la demanda, paradójicamente, es considerada independiente de esta oferta.

Una enfoque alternativo de los asuntos monetarios se desprende de la hipótesis de "dinero endógeno", en la que convergen la visión del "circuito", heredada de Marx con el horizontalismo de Kaldor. Aquí, la oferta y la demanda de dinero, se derivan del capital y de la producción. En esta historia, entonces, las condiciones de la economía determinan la cantidad de dinero. Sin embargo, más importante que ello es reconocer que la hipótesis del dinero endógeno implica una interpretación diferente del funcionamiento del sistema monetario.

La diferencia en la interpretación radica, no tanto en que el volumen de dinero se determina endógenamente, sino más bien en la interdependencia explícita entre su demanda y oferta y, fundamentalmente, en el reconocimiento de que el dinero de alta potencia también es endógeno. Estas proposiciones tienen su origen en una interpretación causal de la determinación de la cantidad de dinero que va desde la demanda de depósitos, pasando por el engranaje bancario, hasta la determinación de la cantidad de dinero de alta potencia. Un nuevo depósito implicará un aumento de reservas de los bancos en el Banco Central, que los bancos tendrán que conseguir, probablemente pagando por ellas en el mercado. Al contrario, cuando se retira efectivo de una cuenta bancaria, se reduce el monto de reservas en el Banco Central. En definitiva, la voluntad de manipular la cantidad de dinero de alta potencia terminará produciendo, más que nada, aumentos significativos de la volatilidad de tasas de interés (Goodheart, CH. 1998).

Resumiendo. Ambos enfoques (explícitamente el del dinero endógeno y como estrategia de supervivencia el de dinero exógeno) reconocerían que la cantidad de pasivos financieros del sistema financiero (el dinero), es siempre una cantidad socialmente determinada. Sin embargo, lo que distingue al enfoque del dinero endógeno, es que en él, la base monetaria, o dinero de alta potencia también es endógena. Esta diferencia implica a su vez distinto tipo de recomendaciones en cuanto a la política monetaria. El Banco Central puede continuar ignorando estas relaciones al costo de inducir un nivel inusitado de volatilidad en las tasas de interés.

b) Marco institucional

Es prioritario, en este estudio, recordar brevemente la importancia del marco institucional en cuanto determinante de los hechos económicos y seleccionar algunos puntos notables de ese marco en la economía en estudio.

El esquema monetario en vigor en los noventa (caja de conversión o *currency board*) y la nueva inserción internacional (incluyendo la relación con

organismos multilaterales de crédito) controlaban la configuración institucional de la economía argentina y contribuían a delimitar un régimen de acumulación particular. Dicho régimen define las condiciones del crecimiento de la economía, la evolución de la productividad y del empleo, y la distribución de la renta nacional.

Dentro de ese contexto institucional, y del (volátil) régimen de crecimiento asociado, el crédito –y el sistema bancario en general- tenía un papel definido: solventaba una parte del consumo, de la inversión y del capital de trabajo de las empresas de esta "nueva economía". Específicamente, créditos y descuentos caros financiaban, por un lado, el capital de trabajo de las empresas y la postergación de los pagos por compras de bienes de consumo. Por el otro, algunas grandes empresas (grupos locales y extranjeros), podían financiar algo más –formación bruta de capital fijo y tecnología-, o integrar sus filiales locales a una estrategia financiera y productiva globalizada –manejo internacional de activos pasivos, intra y extra grupo-.

Una efímera "nueva economía" privada, que destacaba la reconversión productiva y la aparición de nuevas empresas (privatizaciones y desregulación) y que subestimaba la destrucción del entramado productivo local y el altísimo desempleo, sostenía el consenso económico y político de la década. El quiebre de ese consenso a fines de los 90 y la crisis económica y política ejemplificarían las dificultades que acarrea la implementación de un nicho de "nuevo capitalismo" en la sociedad. Se piensa entonces que en el panorama de esa década, el conflicto institucional (las nuevas formas institucionales chocan con las formas heredadas del pasado) se tradujo en aumentos de la turbulencia social.

Este estudio se dedica, dentro de ese contexto institucional fragmentado, a seguir la evolución de las variables empleo y créditos en su recorrido hacia la agitada situación macroeconómica actual.

c) Hechos estilizados sobre el comportamiento de las firmas

En este punto haremos algunas consideraciones acerca del comportamiento de las firmas que operan en la economía Argentina. Estas son generalizaciones esquemáticas que se aproximan a la forma en que las empresas encaran sus decisiones de producción.

a. Las firmas en nuestro país, en general, financian su capital fijo a partir de fondos que provienen de las ganancias pasadas y no distribuidas, o de excedentes provenientes de otros sectores y actividades. Muchas veces haciendo sociedades o emprendimiento conjuntos con "capitalistas" de origen diverso, nacional o extranjero.

b. Las firmas ignoran en el corto plazo el total de ventas y ganancias que podrán realizar. Tienen capacidad instalada para producir todo lo que se demande en el corto plazo, además sus costos unitarios se mantienen constantes.

c. Las mismas asumen valores para sus ventas, costos y rentabilidad y por lo tanto decisiones de empleo, en la cantidad que piensan producir para destinar a ventas o inventarios. Según Godley (1998), este enfoque contrasta radicalmente con el de los neo clásicos que consideran que las empresas operan en puntos óptimos donde el precio iguala al costo marginal.

d. Dentro de este esquema, podemos afirmar que el capital de trabajo se reduce a insumos y salarios adelantados. La tasa de interés es irrelevante en el corto plazo, ya que el mark up con que las firmas operan cubre amortizaciones, servicios de la deuda y rentabilidad empresaria.

e. Por su parte, el capital de trabajo tiene dos fuentes de financiamiento: crédito de proveedores, en lo que hace a insumos y materiales, y formas de créditos bancarios rápidos en lo referente a la nomina salarial y servicios.

f. Esto se debe básicamente a que las empresas deben adelantar los salarios en un proceso productivo que lleva algún tiempo en la realización económica de la producción. Estas formas "*rápidas*" de crédito son básicamente los adelantos en cuenta corriente y los descuentos de documentos y valores al cobro propios o de terceros, que se otorgan con la sola garantía del stock de bienes y servicios de la empresa, que deberá realizarse en el futuro inmediato para servir la deuda contraída.

g. Las empresas ajustan la utilización de su capacidad productiva en función de sus expectativas de realización de la producción en el

> corto plazo, así como de la convalidación de esas expectativas que hace el banco al concederles el adelanto solicitado. En este sentido, el banco tiene institucionalmente el rol de definir en última instancia el empleo, pero al margen de la política monetaria.

En este punto se puede afirmar que la demanda agregada (consumo de los hogares, gasto público y exportaciones) define, no solo los requerimientos de producción para el mercado, y por ello el nivel de empleo privado, sino también la demanda de crédito al sistema financiero. Este último no tiene limitaciones para satisfacer estas necesidades. Ni siquiera en un esquema de caja de conversión: de algún lugar siempre sale el dinero para financiar la producción, siempre que estas metas sean creíbles de realización.

En épocas "normales", si es que las hay en nuestro país, los empresarios mantienen inventarios técnicos constantes o ajustan la producción (tanto en términos de empleo como de horas trabajadas) en función de las variaciones de los stocks. Los créditos a las firmas se expanden o contraen con los stocks de manera inversa.

El comportamiento diferencial emerge cuando las expectativas de realización no se cumplen y se acumulan stocks por varios períodos. En este punto las firmas esperan la reversión del ciclo, a la vez que por el peso de los servicios de deuda en la estructura de costos, se ven obligados a mantener un nivel de endeudamiento que se hace insostenible en el tiempo. Es en este punto en el que los bancos, al no ver su deuda amortizada, deciden "vuelos a la calidad" cambiando el esquema de garantías de las firmas: se reprograma la deuda con garantías reales (propiedades, maquinarias, bienes personales de los propietarios), en lugar del compromiso abstracto de realización de los inventarios.

Esto hace que, si bien el empleo aumenta y disminuye simultáneamente con los créditos que denominamos rápidos, los créditos personales y totales, crezcan con por un tiempo después que comenzó a disminuir el empleo, como se verá más adelante.

Luego de recesiones prolongadas se afecta la relación entre la deuda y los activos de la empresa se vuelve insostenible. Los ajustes reducen aún más la capacidad de realización de la firma, y se llega al punto en que solo una licuación de pasivos, o desvalorización del capital financiero, puede restaurar la capacidad productiva de la misma.

d) Hechos estilizados sobre el comportamiento de los bancos

1. Los bancos ajustan sus préstamos en función de la demanda de créditos del público, en particular firmas. Cuando una empresa solicita un crédito rápido, se valida el mismo en función de las expectativas macro y de las garantías potenciales que la firma tiene, ya que en principio no se afectan los bienes.

2. Cuando se le otorga un nivel de "descubierto" a la firma, el banco solo monitorea como se mantiene el mismo, o sea los saldos promedio en las cuentas corrientes. Cuando éste crece sostenidamente por encima del denominado "acuerdo", es que viene las presiones por reprogramaciones contra las garantías reales.

3. Los bancos cancelan sus créditos a medida que depósitos son realizados en las cuentas de las empresas. Y esto sucede a medida que los inventarios son colocados en el mercado, como resultado de la demanda por parte de los consumidores.

4. De donde surge el dinero para los créditos es un problema menor. El sistema financiero se las ingenia para discriminar mercados y poder satisfacer siempre las demandas de la producción. El problema surge cuando las crisis llevan a que los bancos deban buscar opciones que mantengan el circuito funcionando, y es allí donde los acuerdos con los Estados tienen un rol de amortiguador que garantiza ganancias para el sistema financiero.

En definitiva, mientras no haya default en la economía, y mientras las tasas que pagan por el dinero que luego prestan (spread) no sea negativo, los banco tienen un balance consolidado excedentario. Son tomadores de precios en lo que pagan por los depósitos (locales o externos) a la vez que son fijadores de precios por lo que cobran en el mercado.

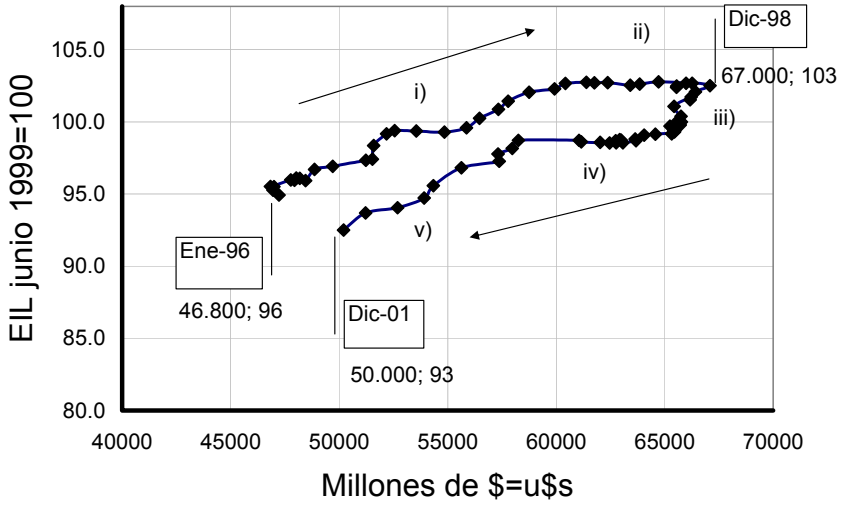
Series de créditos y empleo y actividad económica.

En esta sección son presentados los datos e ideas centrales, que dan forma a los "hechos estilizados" del crédito y del empleo en estudio. Se ofrece

también un esquema de encadenamientos económicos que explica el proceso macroeconómico recesivo responsable de dichos hechos estilizados.

Todas las series de créditos se construyeron a partir de información publicada en por el BCRA y el Ministerio de Economía[1]. Para el empleo se utiliza la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo[2] (encuesta de periodicidad mensual al sector privado no agropecuario; empresas con más de 10 ocupados; se utilizó la serie del Gran Buenos Aires).

Gráfico1: Créditos totales bimonetarios a privados - Eil.
Datos ene-96 a dic-01



Fuente: DGEyFPE en base a EIL, MECON y BCRA.

El gráfico 1 muestra la evolución en el tiempo de créditos y empleo. El inicio de las series es Enero de 1996; a partir de allí, cada punto del gráfico representa el valor del monto de créditos otorgados en la economía (eje horizontal) y el valor de la serie de empleo (eje vertical). La trayectoria describe cuatro fases de la economía: i) crecimiento simultáneo de empleo y créditos (1996 y 1997); ii) empleo estancado y créditos en aumento (el valor máximo de ambas series se alcanza a fines de 1998); iii) fuerte caída del empleo (durante todo 1999) y iv) créditos en retroceso mientras el empleo

[1] www.mecon.gov.ar; www.bcra.gov.ar.

[2] Disponible en intranet del ministerio de trabajo: http //bel/

conserva su nivel (durante todo el año 2000); y por último, v) caída simultánea de créditos y empleo (a partir de marzo de 2001).

Este comportamiento de las series de créditos y empleo evidencia la evolución de la actividad económica durante esos años, que es interpretada como sigue. Durante la fase 1) el crecimiento del empleo "genera" crecimiento del crédito, e incluso puede apreciarse cierta inercia en los créditos aún cuando el empleo sólo sostiene su nivel; en la fase 2) el avance de la recesión detiene los negocios rentables de las empresas argentinas y comienza a declinar el empleo; al tiempo que se hacen evidentes el exceso de oferta de crédito a privados y las presiones deflacionistas; en la fase 3) las políticas contractivas del gasto y la desconfianza generalizada acentúan el exceso de oferta de crédito a privados, la presión deflacionista y la fuga de capitales, profundizando la depresión económica. Esta secuencia puede presentarse de manera esquemática:

1) Expansión: $\uparrow E \rightarrow \uparrow C$
2) Estancamiento $E \rightarrow \downarrow C^d < C^s \rightarrow \downarrow P$
3) Contracción: $\downarrow E \rightarrow \downarrow C$

C=créditos a privados; E=empleo; C^d=créditos demandados; C^s=oferta de crédito; P=precios.

En la fase de auge de la economía, la hipótesis de la expansión conjunta de empleo y de créditos se expresa naturalmente. Los buenos negocios consiguen financiamiento para su actividad y el ciclo de producción y financiamiento se reinicia permanentemente.

Sin embargo, y aunque no se avanzará en el análisis de la fase expansiva, dos acotaciones son importantes para comprender mejor las fases ulteriores de la actividad (estancamiento y contracción): primero, el crédito bancario competitivo no es (y nunca fue) la única ni la principal fuente de financiamiento de las empresas en la Argentina; segundo, las series de crédito y empleo tienen alto grado de agregación y pueden esconder comportamientos individuales con importantes heterogeneidades[3], que hacen incorrecto para grupos específicos lo que se afirma para el agregado.

[3] Por ejemplo, un estudio de la UIA considera que sólo las empresas grandes pudieron aumentar sus pasivos financieros en la segunda mitad de los noventa., y no las Pequeñas y medianas que estuvieron forzadas a reducirlo (UIA, 2001).

Como se mencionara en la introducción, este funcionamiento de una economía de crédito necesita de la existencia armónica de un conjunto de instituciones, funcionales a (y controladoras de), un cierto régimen de crecimiento. En el caso argentino, dicho conjunto parecería no haber alcanzado nunca un grado satisfactorio de funcionamiento, y terminó finalmente por derrumbarse en el año 2001.

A continuación se discute acerca de las consecuencias de ese problema de fragilidad de las "reglas de juego" de la economía y de la volatilidad del crecimiento. Se propone una descripción de las fases que componen el desarrollo de la crisis económica y financiera argentina, desde un punto de vista diferente al usual. La comparación con otras doctrinas económica y el análisis crítico de algunas medidas de política económica puestas en marcha son entonces inevitables.

a) Estancamiento del empleo, Inercia del crédito y etapa inicial de la crisis

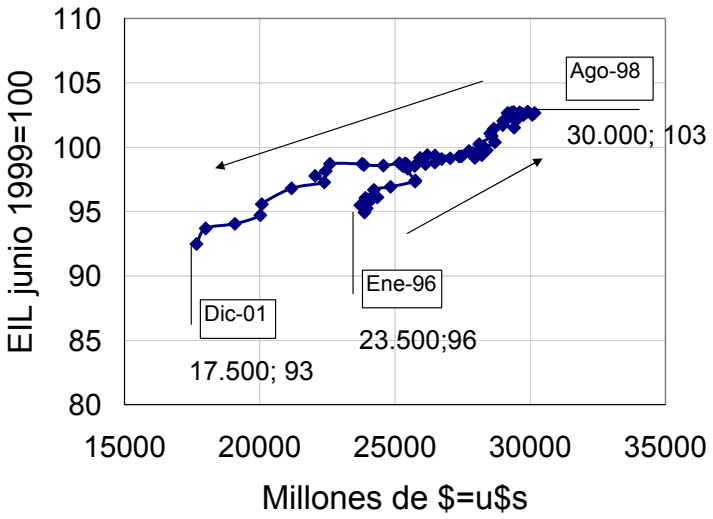
En esta parte del trabajo se profundiza el estudio de la relación del empleo con cierto tipo específico de créditos, aquellos más estrechamente ligados a la producción, y se discute la pertinencia de la hipótesis de causalidad desde empleo a créditos. Además, se propone una visión "keynesiana" de esta etapa inicial de la macroeconomía en crisis.

El gráfico siguiente [*gráfico 2*] muestra la evolución de las series Adelantos y descuentos-EIL. Nuevamente, cada punto representa, en un momento del tiempo, el valor del stock existente de los créditos (eje horizontal) y el valor del índice de la serie EIL (eje vertical). Las flechas muestran el sentido temporal del movimiento: de Ene-96 en adelante ambas series crecen y desde Ago-98 caen.

La fase ascendente de la trayectoria dura 2 años y medio. En agosto de 1998 (coincidentemente con la crisis rusa), como se dijo, se advierte el cambio de tendencia y se inaugura un período de 2 años durante los cuales la trayectoria desanda su camino ascendente.

Este último fenómeno muestra que la relación entre variaciones del empleo y créditos es la misma en auge y recesión. Es decir: i) los aumentos de empleo generan créditos en la misma proporción en que la destrucción de empleos provoca la destrucción del crédito (la dirección de ascenso es paralela a la dirección de descenso), ii) el cambio de tendencia se realiza sin que se

Gráfico 2: Adelantos y redescuentos - Eil.
Datos ene-96 a dic-01



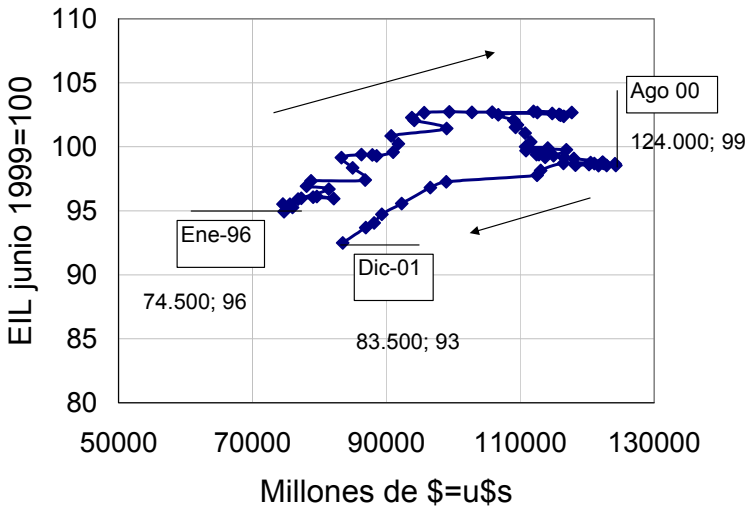
observe inercia de ninguna de las dos series (la trayectoria vuelve sobre sus pasos a partir de Agosto de 1998 sin describir ninguna curva, a diferencia de lo que sucedía en el gráfico anterior) y, iii) existen algunos tramos relativamente planos de la trayectoria, que muestran estancamiento del empleo contemporáneos de variaciones del crédito (que se explicarían, como se explica más abajo, por usos no productivos de los fondos).

Es necesario ahora compatibilizar esta descomposición, sobre todo el punto iii) con la hipótesis de causalidad del empleo al crédito propuesta en este trabajo. La hipótesis, como se verá, sigue siendo válida pese a estas particularidades. Por un lado, el empleo puede permanecer constante con créditos en aumento porque éstos (aún los adelantos y descuentos) a) financian otras cosas y no sólo empleo corriente, b) porque las fuentes alternativas de fondos pueden estar reduciéndose, o c) porque las necesidades de financiamiento aumentan para el mismo modelo de negocios (por ejemplo, por la carga financiera de compromisos asumidos en el pasado). Cualquier combinación de estos u otros sucesos no listados implicaría cambios en la proporción entre nuevos créditos y empleo corriente.

Por otro lado, el empleo también puede permanecer invariante con créditos cayendo, pues es razonable que las empresas se resistan a desprenderse de sus trabajadores ante las primeras dificultades, o porque piensan que la turbulencia será pasajera. Mientras dure esa resistencia, continuarán financiando salarios con otro tipo de fondos hasta que, finalmente, el nuevo escenario y sus perspectivas sean totalmente asumidas y la reducción de personal tenga lugar.

Vale la pena ahondar en este punto. La idea de una "inercia financiera" que se prolonga más allá del momento en que el empleo se detiene puede aclararse estudiando otro tipo de agregados de crédito. Las series amplias de créditos, como es el caso del total de préstamos al sector privado (vista más arriba), el total de activos del sistema financiero (que se muestra más abajo, en el gráfico 3), e inclusive o el agregado monetario M3, no se desploman inmediatamente detrás del empleo, sino que lo hacen con cierto rezago temporal.

Grádico 3: Total activos sistema financiero - Eil.
Datos ene-96 a dic-01



Fuente: DGEyFPE en base a EIL, MECON y BCRA.

En la construcción del gráfico 3 se repitió el modelo de los anteriores. Puede verse claramente que los activos totales crecen con el empleo, y que continúan creciendo durante la recesión y la destrucción de empleo (a diferencia de lo que sucedía con la serie adelantos y descuentos). Además, esta

inercia es excepcionalmente prolongada si se compara con otras series de créditos (dos años más de duración que la de los créditos a privados vista más arriba).

Y vuelve a ser importante señalar que, tampoco en este caso, la hipótesis de causalidad del empleo hacia el crédito es necesariamente violentada: con el empleo estancado los créditos pueden seguir aumentando (porque no se dirigen al empleo, o porque más crédito es necesario para financiar el mismo empleo), y también con el empleo estancado el crédito puede estar cayendo (los bancos pueden cortar líneas de financiamiento a personas o empresas, mientras que éstas postergan las decisiones de reducción de personal).

Este desajuste entre crecimientos de crédito y empleo exterioriza con claridad el cortocircuito en el proceso de reproducción de capital (obstáculos al espiral expansivo de la renta nacional). El proceso macroeconómico en marcha podría sintetizarse como un proceso recesivo de deficiencia de inversión, donde el sistema financiero estorba la recuperación del sendero de crecimiento de la economía. En el momento germinal de la crisis, esta situación se caracterizaría por la insuficiente cantidad de proyectos de inversión validados por los bancos, en presencia de un importante (y creciente) volumen de ahorro financiero. La ausencia de dichos proyectos implica que ese ahorro financiero no alcance a transformarse en ahorro global, es decir, en ahorro capaz de aumentar la capacidad productiva de la economía. En seguida, la economía habría caído en una espiral recesiva de debilidad de la demanda interna. El ajuste a la retirada de la inversión es la retirada, en iguales proporciones del ahorro global, vía reducción de la renta nacional y aumento de la fracción del producto consumido.

Como resultado de este desajuste se pudo medir, antes que nada, una desaceleración del crecimiento económico y del nivel de empleo. Luego, una vez que esa situación se desenvuelve suficientemente, todas las series de crédito se desploman. Se propone entonces que, en este caso, la "economía real" alteró las variables monetarias.

Debe recalcarse entonces que la evidencia parecería entonces respaldar la hipótesis de origen de la crisis en un problema de demanda agregada (que

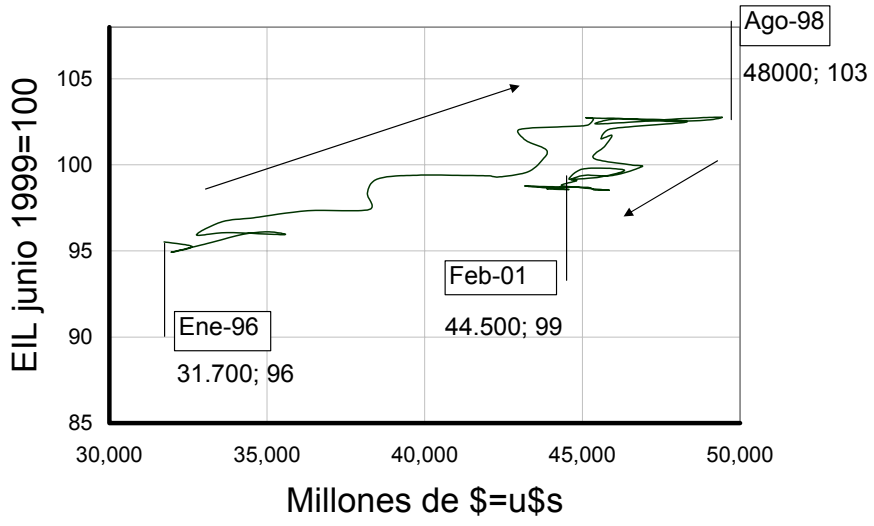
seguramente implica deficiencias productividad)[4]. No parece, en cambio, haber sido disparada por problemas de solvencia o de liquidez de la economía ni por la fragilidad de su sistema financiero, aunque estos síntomas necesariamente aparecen durante el desarrollo de cualquier crisis, agravando el cuadro general.

b) ¿Qué Causalidad a partir del "Efecto Desplazamiento"?

En esta parte, se prosigue la descripción del esquema de encadenamientos económicos propuesto más arriba, resaltando algunos hechos estilizados asociados al crédito y marcando las diferencias de diagnóstico en lo que se refiere a los mecanismos de inicio y propagación de la crisis.

Como se vio en los párrafos precedentes, en el ambiente de crisis descrito, los ahorros financieros de las personas no son incluidos en el proceso de ahorro-inversión local. Queda entonces anulada por esta vía la capacidad de la riqueza de generar más riqueza.

Gráfico 4a: M3 - Eil.
Datos Ene 96 - Feb 01.

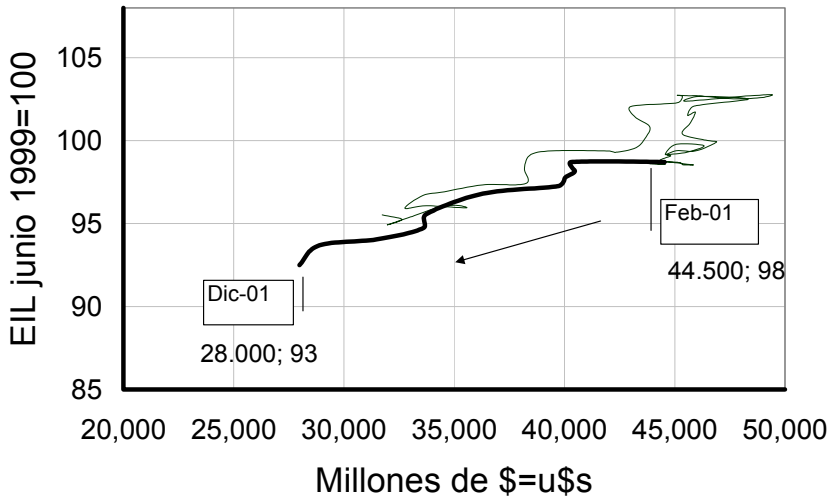


[4] La política económica no parecería ser ajena a este desarrollo. Más adelante se comenta sobre alguno de sus aspectos.

Fuente: DGEyFPE en base a EIL, MECON y BCRA.

Esta búsqueda infructuosa del ahorro financiero por reproducirse se pone en evidencia a través del análisis de las series agregadas de créditos y dinero. El agregado monetario M3, que representa una parte del pasivo del sistema financiero (cajas de ahorro, cuentas corrientes y plazos fijos, tanto en pesos como dólares)[5] es presentado a continuación, apareado, como es habitual, a la serie EIL. El M3 puede verse como la demanda del público general de activos financieros, y la forma dominante de los argentinos de mantener ahorro financiero.

Gráfico 4b: M3 - Eil.
Datos Ene 96 - Ene 02



Fuente: DGEyFPE en base a EIL, MECON y BCRA.

En el gráfico se ve que el público demandó de manera sostenida instrumentos financieros emitidos durante la fase ascendente del empleo, e interrumpe esa demanda en Agosto de 1998, cuando cesa el incremento del empleo. A partir de allí, el M3 disminuye u$s 2 mil millones en cuatro meses y es estabiliza en un valor cercano a u$s 45 mil millones mientras el empleo se

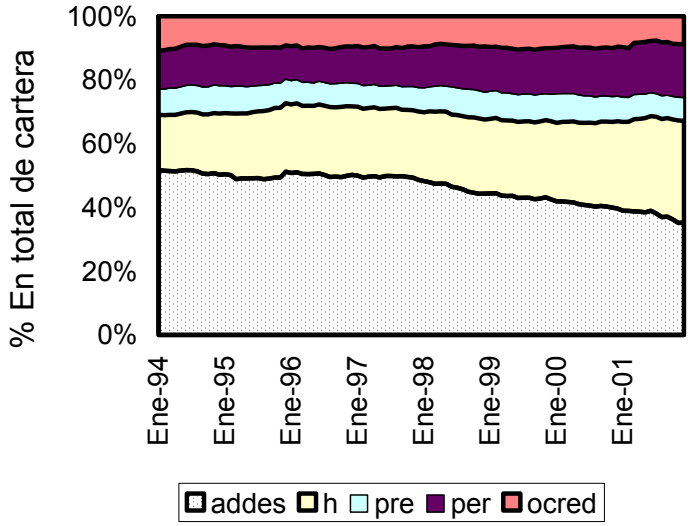
[5] Para igualar al total del activo, habría que agregar los depósitos del sector público, otras cuentas del pasivo y el patrimonio neto de los bancos.

desploma, y recién después, cuando la degradación de la producción se encuentra avanzada y la incertidumbre sobre la devolución de los depósitos aumenta, se produce la venta masiva de dichos activos (los ahorristas cancelan sus plazos fijos y retiran sus depósitos de los bancos). Como puede verse en los gráficos 4a y 4b, en el último año (Ene 01 – Dic 01) la corrida contra los bancos es muy violenta: el M3 pierde un tercio de su valor, (u$s 16 mil millones) en ese período.

La información presentada reúne indicios que confirmarían la vía de decadencia tomada por el ahorro financiero en el desarrollo de la etapa recesiva, aunque eso no es todo. La exposición de la deficiencia de proyectos de inversión también puede derivar evidencia para rebatir una hipótesis frecuentemente utilizada para explicar causalmente la desaceleración y la crisis. Esta hipótesis es aquella que encuentra en el desplazamiento del crédito a privados por parte del crédito público el origen de la decadencia económica.

Esta hipótesis del desplazamiento (crowding out) como elemento principal de la crisis no tendría asidero en un escenario de aumento de los activos totales del sistema, y ante un relativamente conservador comportamiento del crédito público. En un espacio de estas características resulta exagerado declarar efectos de saturación de la capacidad prestable y también hablar de desplazamiento del crédito privado. La hipótesis que se sugiere aquí es la inversa: el crédito privado no es desplazado por nadie, su disminución es consecuencia de la desaparición de las oportunidades razonables de negocios y no del estrangulamiento de la producción por las finanzas.

Gráfico 5b: Composición de la cartera de préstamos.
Datos Ene 94 - Dic 01



Fuente: DGEyFPE en base a EIL, MECON y BCRA.

Tal presunción parecería estar respaldada por los hechos, como sugieren los gráficos 5a y 5b. Puede verse [*gráfico 5a*] que durante la mayor parte de los noventa aumenta el total activos del sistema aumenta constantemente al tiempo que el ratio de préstamos privados a activos totales -serie ratioP- cae (a partir de 1995) y que el ratio de préstamos al Gobierno y activos totales –serie ratioG- se mantiene más o menos constante (con un repunte al final del 2001, inmediatamente anterior al default de la deuda pública nacional[6]). En el otro gráfico [*gráfico 5b*] se muestra la evolución de la cartera de créditos a privados. Puede apreciarse una caída continua de los adelantos y descuentos (addes) como porcentaje del activo del sistema. La contracara de ese movimiento es el aumento sostenido de los créditos hipotecarios (h). El resto de las series: créditos personales (per), créditos

[6] Debe tenerse en cuenta que la información sobre el endeudamiento del sector público con el sistema bancario no es del todo transparente. Por ejemplo, los bancos pueden haber comprado títulos públicos que no constituyen líneas de crédito, aunque sí figuran en sus activos. Indudablemente, se trata de una parte del ahorro financiero que se destina a financiar al Estado y debería incluirse entre las variables que "compiten" por el financiamiento, aunque no quede registrado como crédito. Este es un riesgo importante para el presente estudio.

prendarios (pre) y otros créditos (ocred), mantienen su participación como porcentaje del total de activos del sistema financiero. Entonces, el crédito asociado a la producción, además de una fracción decreciente del total de activos del sistema financiero, es una fracción decreciente de los créditos al sector privado.

Esta sustitución de cartera de préstamos, en la que los bancos prefieren prestarle a las personas (hipotecarios y personales), al Gobierno, o mantener disponibles sus fondos (en otras entidades, en el Banco Central, o en exterior) en vez de prestarle a las empresas, da cuentas de un proceso (racional) de ajustes de la ecuación de riesgo-rendimiento de los bancos[7]. Las personas y el gobierno se convierten el clientes cada vez más importantes de los bancos a medida que la producción deja ser una demandante genuina de fondos bancarios[8].

Obviamente, los ajustes crediticios y monetarios no son sólo decisión de los bancos. Al mismo tiempo, en épocas de crecientes perturbaciones económicas y financieras, los depositantes reacomodan sus colocaciones entre distintas entidades del sistema (fuga hacia la calidad) y, finalmente, escapan de él (fuga de capitales).

c) Exceso de oferta de crédito a la producción, bajo tasas de interés alteradas por los bancos.

Esta subsección discute el proceso recesivo descrito más arriba centrándose en el comportamiento del crédito. Se compara además la visión de teoría monetaria que se sigue aquí con la aproximación basada en "mercados" de crédito.

Para referirse a la articulación del crédito en la economía, los economistas se adhieren mayoritariamente a un enfoque en términos de

---

[7] El proceso es complejo, pero se piensa aquí en una "fuga hacia las garantías reales" a través del aumento de líneas hipotecarias, prendarias y personales en general, y de "fuga hacia el rendimiento" a través del aumento –aunque quizá compulsivo- del crédito al gobierno.

[8] Varios asuntos quedan pendientes aquí. Por un lado, debería aclararse mejor el significado y las causas de la retirada de las empresas del crédito. Por el otro, la demanda de crédito del gobierno puede ser más coercitiva que competitiva, lo que complica el análisis. En otro aspecto, debe también notarse que el aumento del crédito al sector público y al consumo es una extracción no sólo de ahorro financiero, sino también de ahorro global de la economía.

"mercado", donde el crédito adquiere una forma necesariamente estática y parcial. En esta historia, el asunto primordial es el crowding out del crédito a privados por parte del gobierno, situación que se traduce en una "saturación" del mercado de crédito (limitado por cierta oferta exógenamente determinada), produciendo por ende una situación de exceso de demanda de créditos a privados.

El funcionamiento del esquema "de saturación" del mercado de crédito se plantea siguiendo la teoría general de mercados: varios demandantes (privados y gobierno) compiten por el recurso escaso (el crédito, en este caso), justificando la interpretación del exceso de demanda de crédito, sobre todo si se observaran aumentos de las tasas de interés. Ahora bien, en desacuerdo con esa interpretación, se sostiene aquí la hipótesis contraria; aquella de un exceso de oferta de crédito productivo.

El punto de partida se encuentra en el proceso que genera inicialmente los disturbios en el mercado de crédito. El sistema financiero rehúsa afrontar el riesgo implicado en los proyectos productivos (por el motivo que fuere), otorgando créditos a otros agentes económicos en vez de a productores. Este desincentivo a los privados puede lograrse a través de un racionamiento por cantidades (se reduce el volumen de crédito disponible para privados de un período al período siguiente), o por precios (aumentando artificialmente la tasa de interés, de manera que los créditos a privados disminuyan). Sin embargo, cualquiera de estas dos alternativas (juntas o por separada) permite concluir que, para los privados, el mercado de crédito expresa una situación de exceso de oferta, por cuanto los productores que cumplen los ahora elevados requisitos no alcanzan a agotar el crédito otorgado en el período anterior.

Nótese que el orden en que se desarrollan los eventos en esta historia es importante. Considerando inicialmente un mercado de crédito en equilibrio, la tasa de interés vigente puede subir y las condiciones de los créditos tornarse mas estrictas como consecuencia de una mayor incertidumbre macro y microeconómica[9]. El movimiento general tiende al deterioro global del mercado de capitales se deteriora (desaparecen instrumentos financieros, se reducen los plazos medios de financiación, etc). Al nuevo interés *vigente* (aumentado), que supera al *interés hipotético de equilibrio*, el mercado de créditos entregará una situación de exceso de oferta como la descrita anteriormente.

[9] Pues los bancos aumentan las tasas de interés para ahuyentar proyectos que se hacen cada vez más riesgosos a medida que las condiciones económicas empeoran. Ver Jafee y Stiglitz, 1992.

No estaría de más aclarar, por otra parte, que en ese contexto, es improbable que haya fuerzas de mercado capaces de reestablecer el equilibrio a través de ajustes de precios[10].

Recapitulando. Aunque no sea el enfoque priorizado aquí, el crédito en cuanto "mercado", puede cómodamente derivar la conclusión de un exceso de oferta de crédito a privados (en lugar de la difundida saturación, o exceso de demanda de créditos en el segmento de mercado en que operan estos agentes). Concretamente, a esta conclusión se llegaría si se adoptase la visión de que los excesos de demanda deben considerarse con relación a la evolución del *precio vigente en el mercado*, que no necesariamente es el *precio hipotético de equilibrio en ese merado*. Al precio vigente (aumentado) podría afirmarse que el mercado de crédito se vacía siempre, puesto que el aumento de la tasa de interés acomoda demandas y ofertas. Sin embargo, se prefiere aquí una interpretación dinámica, que no acepta considerar en equilibrio al mercado luego del alza súbita de tasas de interés (y de condiciones más estrictas), que margina del crédito a agentes que disponían de él en el momento anterior. Se considera en cambio un exceso de oferta de crédito luego del aumento de tasas vigentes.

Este exceso de oferta se produce, como se dijo, principalmente por la drástica reducción del número y de los montos de las demandas genuinas de créditos productivos. A cambio se mantienen (o se incrementan) las demandas de crédito de empresas que deben recurrir a los bancos para poder continuar funcionando (estrategias de "supervivencia"), que no alcanzarían sin embargo a compensar la disminución de la demanda "desalentada". Se puede entonces suponer una disminución en el crédito total demandado, y efectivamente otorgado.

Sin embargo, el enfoque general seguido en este estudio prefiere no confiar solamente en estas demandas y ofertas difícilmente independientes, y optar por una visión de fondo en donde el crédito fluye (y su reducción aparece) como consecuencia del régimen de crecimiento de la economía, indexado por el complejo institucional vigente. La reducción de los proyectos

[10] Es importante reconocer que esta interpretación de exceso de oferta de crédito se funda en el aumento del precio de los créditos por encima de la hipotética tasas de interés de equilibrio. Considerando el orden inverso de los acontecimientos, esto es, que primero se produce un aumento del interés de equilibrio y que el tipo de interés vigente ajustara sólo con un rezago, mientras dure ese defasaje, el mercado de crédito estaría en exceso de demanda. Por último, si se hubiera propuesto que el precio vigente de los créditos es todo el tiempo idéntico al (inobservable) precio de equilibrio del mercado, ninguna historia de excesos de demanda y oferta tendría lugar. Estas dos últimas posibilidades son descartadas en el presente estudio.

de producción validados por los bancos implicarán menos empleo, lo que a su vez contribuye a la desaceleración de la actividad económica, provocando ulteriores disminuciones de proyectos productivos, de empleo y de créditos. Esto no es otra cosa que la conocida propuesta de que la caída de la inversión y del nivel de actividad arrastran hacia abajo también al ahorro de las personas, contribuyendo a cerrar el exceso de oferta del crédito. El sistema financiero, entretanto, también contribuye al proceso de ajuste recesivo en marcha colocando fondos en otros usos que el crédito productivo.

En síntesis, la generalización de la debilidad de la demanda agregada y de la producción genera aumentos de incertidumbre, induce volatilidad de tasas de interés y exceso de oferta de créditos en un primer momento y, finalmente, provoca el derrumbe de todas las variables financieras.

d) Derrumbe del Empleo y de créditos: Profundización la crisis

Esta parte recupera las ideas desarrolladas más arriba y completa un escenario de profundización de la crisis económica argentina. Al mismo tiempo, en base al propio diagnóstico, resulta inevitable discutir la pertinencia de las acciones de la política económica encaradas.

Las autoridades deben haber interpretado que el crédito a privados estaba siendo desplazado (crowding out) por el crédito al sector público, y en función de ello se intentó disminuir el déficit fiscal ajustando el gasto público (que no incluye intereses de la deuda del Estado) y aumentando impuestos. Sin embargo, la política del ajuste y la creciente desconfianza en el esquema de convertibilidad del peso tuvieron como consecuencia la profundización de la recesión. Las medidas económicas puestas en marcha intentaron generar reducciones de tasas de interés con el fin de fomentar la inversión y el empleo. Para ello, se consideró imprescindible (y a veces también suficiente) interrumpir el creciente endeudamiento del Estado, necesario para financiar los intereses y amortizaciones del stock de deuda, el déficit operativo del sector público consolidado y el déficit del sistema previsional. Sólo así, se aseguraba, podrían recuperarse la confianza y los recursos necesarios para retomar el sendero de crecimiento económico.

Sin embargo, e independientemente del cúmulo de avatares económicos y políticos producidos en la segunda mitad de los noventa, ese planteo dejaba varios asuntos sin resolver. Vale la pena señalar dos. El primero, es un problema conceptual: la inversión necesita incentivos concretos para ser

encaradas (que se construyen sobre todo a partir de la existencia mercados de venta).

Las medidas de política y sus consecuencias esperadas (menos déficit público, mejor resultado del balance de pagos, más crédito, reducción de tasas de interés y finalmente más inversión y empleo) se desprenden de la teoría neoclásica del crecimiento económico, por lo tanto, el problema conceptual señalado se desprende de ésta. El problema radica en que la teoría se despreocupa de los problemas de insuficiencia de la demanda agregada y, en general, de los "incentivos a la inversión". Los modelos de esta filiación doctrinaria sólo se limitan a suponer que aquélla se realizará a partir de la disponibilidad del ahorro (financiero) y de la reducción de tasas de interés. Alternativamente, afirman tautológicamente la existencia de la inversión al identificarla con el ahorro global.

Además de ese aspecto conceptual, puede encontrarse otra fuente de error (en realidad asociado a él), que puede describirse como un problema de diagnóstico. El error radica en que la doctrina sitúa al déficit público en el centro de los inconvenientes de la economía, pero ello no implica, ni siquiera en teoría, ignorar todos los otros problemas asociados a la producción que tenía (y tiene) la economía argentina: importantes problemas de productividad y de insuficiencia de mercados de venta de sus productos.

Respecto a la responsabilidad del gasto público en la crisis, debería señalarse que difícilmente pueden atribuirse a él todas las deficiencias estructurales de la economía argentina, por lo que el derrumbe se hubiera producido de todos modos, aún con menores niveles de compras del Estado. Por otra parte, se suele pasar por alto que el nivel de gasto público contribuye favorablemente al nivel de actividad de la economía (pues apuntala el nivel de ingreso interno, de inversión y de ahorro) y por ende a la rentabilidad de las empresas, por lo que los efectos recesivos de su reducción, sobre todo si la economía atraviesa una etapa recesiva fuerte, en un contexto creciente de de desorden financiero, podría ser muy importantes. La agudización del círculo vicioso de menor empleo y producción que siguió a la aplicación de políticas restrictivas del gasto deberían ser prueba de que la estrategia de la reducción de tasas de interés a través de menos déficit pública puede estar equivocada, justamente porque no parece evidente, en la economía argentina, controlar la variable tasa de interés con la variable gasto público. Y peor aún, nada asegura que menores tasas relancen la inversión y el crecimiento; más bien a la inversa, menores tasas de interés serían consecuencia de más inversión y más crecimiento.

Por último, vale la pena dejar en claro el mensaje de esta sección. No se piensa aquí que el gasto público haya desplazado a la inversión, ni que haya absorbido el financiamiento que a ella le estaba asignado (sobre todo si se deja de lado el pago de intereses de la deuda externa). En esas líneas parecería que el excesivo foco en la reducción del déficit del Estado como solución reactivante de la economía (vía reducción de tasas de interés internas) subestimó la importancia del gasto público en el nivel y en la evolución de las variables reales y financieras de la economía. Las medidas de política derivadas de esta visión (políticas de ajuste) tuvieron consecuencias profundamente recesivas.

Conclusión y Comentarios Finales

Este estudio se propuso una hipótesis referida al crédito y al empleo, contextualizada en la Argentina de los últimos cinco años. La hipótesis sugiere una relación causal que se encuentra en la base del proceso de reproducción de la renta nacional, que va desde los cambios en el empleo (y de las decisiones de producción en general) a los cambios en el crédito bancario (y en el sistema financiero en general).

Durante la fase de auge que atravesaron las variables empleo registrado (EIL) y créditos bancarios entre 1996 y 1998, tal causalidad es fácilmente aceptable; al igual que en la fase recesiva de las series entre 1999 y 2001.

Cronológicamente, el auge de los dos primeros años fue seguido de un estancamiento del empleo en 1998, mientras los créditos continuaban en aumento. Este fenómeno no pone en riesgo la hipótesis anterior, pues debe entenderse que no todos los créditos financian directamente al empleo y que no todo el empleo es financiado por créditos bancarios.

El desarrollo de la crisis, originada por deficiencias de la demanda interna, produjo fallas de coordinación entre la producción y las variables crediticias. Los créditos dejaron de destinarse a la producción, priorizándose otros usos (préstamos al consumo, hipotecario, crédito público, liquidez y activos externos), para los todavía crecientes activos del sistema. En consecuencia, el ahorro financiero no llegaba a ser realmente ahorro (ahorro que expande capacidad productiva, y que puede entonces multiplicar el monto invertido). La expansión del contrapunto entre la evolución del crédito y la producción acelera la espiral recesiva de la actividad económica.

La hipótesis del origen de la crisis en la debilidad de la demanda agregada se opone a aquella que coloca dicho origen en el nivel excesivamente alto del gasto público. Los mecanismos por los cuales un gasto excesivo del Estado (y por consiguiente demandas crecientes de fondos para financiarlo) afectan a la economía fueron brutalmente simplificados en el "efecto desplazamiento" del crédito a privados, y en las tensiones financieras que de ello se derivan. En pocas palabras, se concluye aquí que no parece justo interpretar la debacle de la economía argentina como consecuencia de una crisis financiera, ni tampoco se debería responsabilizar por ésta (que efectivamente ocurrió) al crowding out del crédito productivo por parte del sector público.

En cuanto al funcionamiento del mercado de crédito, se concluyó en este estudio, *contra* el diagnóstico frecuente de un exceso de demanda de crédito por parte de la producción, que los fenómenos percibidos podrían emanar de una situación de exceso de oferta de ese tipo de créditos. Esta idea se apoya, por un lado, en el crecimiento sostenido de los activos totales del sistema (salvo en los últimos trimestres de la serie), en la caída permanente del crédito a privados (en particular del crédito que se supone destinado a la producción) y en la estabilidad de la fracción de crédito total que se dirige al sector público. En otras palabras, el fenómeno de la reducción del crédito a la producción parecería más bien deberse a la retirada de estos agentes de la demanda de crédito bancario (impulsada por incapacidad de vender la producción), dejando como clientes residuales del sistema financiero a consumidores y al gobierno (ya sea porque mejoran la ecuación riesgo y rentabilidad, o por la fuerza). Por otra parte, el propio análisis del "mercado de crédito" permitiría validar a una conclusión de exceso de oferta. Ello se logra si se advierte que existe un nuevo nivel de tasas de interés vigentes (más alto que el anterior) que acompaña la retirada de los pedidos productivos de préstamos. De esta manera, el período actual muestra una fuerte reducción de la demanda de créditos, que justifica la aparición de un exceso de oferta en ese segmento de mercado.

La generalización y profundización de la espiral recesiva llevó, casi naturalmente, a un colapso de la economía y de las finanzas. A la larga (y con diferencias en su temporalidad), todos los activos financieros comienzan a caer. Vale la pena repetir esto: la reducción del stock de activos financieros al igual que la sustitución de cartera de préstamos y la fuga de capitales en todas sus variantes son consecuencia directa del desarrollo de la crisis económica y no parecen tener, en el caso argentino, un rol determinante como disparador de la crisis.

Siguiendo este enfoque, vale la pena, por último, comentar sobre las consecuencias de ciertas medidas de política económica. El gobierno debe haber entendido que el crédito a la producción era el cuello de botella a superar, y que la reducción del endeudamiento público era la vía de alcanzar ese objetivo (pues se dejaba lugar al crédito a privados y la inversión, el consumo y la producción se recuperarían). Los sucesos recientes confirmarían que la reducción del déficit público no era una condición suficiente para garantizar el relanzamiento del crecimiento macroeconómico. Más aún, parecerían confirmar que se subestimó el impacto recesivo que la disminución del gasto podría tener sobre la actividad económica, y por ende sobre la inversión y el ahorro. Parecería entonces que el déficit público tiene la apariencia, al menos en parte, de ser una variable endógena de la economía y no una variable que pueda controlarse libremente.

BIBLIOGRAFÍA CITADA Y FUENTES DE DATOS.

BIBLIOGRAFÍA

Godley, W. (1998). *Money and credit in a keynesian model of income determination*. Working paper no. 242, The Jerome Levy Economics Institute.

Goodheart, Ch. (1998). *Monetary Base*. The new palgrave dictionary of economics. Eatwell, J., Milgate, M., Newman, P (eds.). Macmillan.

Jaffee, D. y Stiglitz, J. (1990). *Credit Rationing*. Handbook of monetary economics. B. M. Friedman y F. H. Hahn (eds.). Elsevier B.V.

UIA (2001). Evolución y situación actual de las PyMIS argentinas. 1995-2000.

Wray, L. Randall (1998). *Money and taxes: The Chartalists*. Working paper no. 222, The Jerome Levy Economics Institute.

DATOS

Para los créditos, se utilizó información mensual elaborada por el BCRA entre Ene-1996 y Dic-2001, complementada con información

publicada por el Ministerio de Economía. (ver www.mecon.gov.ar, www.bcra.gov.ar).

Para el empleo se utilizó información mensual elaborada por la DGEyFPE, del Ministerio de trabajo: Eil-GBA entre Ene-1996 y Dic-2001.