



Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

El crédito como condición de desarrollo de la Argentina

Autora: Juana María Otaño

Legajo: 30169

Mentor: Juan Cruz López del Valle



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Departamento de Economía

El crédito como condición de desarrollo de la Argentina

Juana María Otaño

Legajo° 30169

Mentor: Juan Cruz López del Valle

Resumen

En el siguiente trabajo se realizará un análisis descriptivo sobre el acceso al crédito en Argentina y se buscará encontrar patrones entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Para hacerlo, se utilizarán tres modelos económicos que busquen describir qué factores son esenciales para fortalecer la estructura financiera. A partir de estos modelos, se realizará un relevamiento de datos y series estadísticas durante las dos últimas décadas en el país. En el estudio se podrá observar de qué manera los derechos de propiedad, las decisiones políticas y las condiciones demográficas del país le dan forma a un bajo nivel de institucionalización financiera.



Universidad de
San Andrés

Índice

Introducción.....	3
Introducción a los modelos y sus aplicaciones.....	10
1. Property rights and investment incentives: Theory and Evidence from Ghana.....	10
a. Los derechos de propiedad y el sistema financiero en Argentina.....	12
b. Mejoras en los términos de intercambio.....	17
2. A growth model of inflation, Tax evasion and Financial Repression.....	20
a. La inflación en Argentina.....	21
b. Las restricciones financieras en el mercado de cambios.....	22
c. Recaudación fiscal, evasión impositiva y gasto público en Argentina.....	24
3. Credit Rationing in Developing Countries: An Overview of the Theory.....	26
a. Acercamiento financiero en Argentina.....	27
b. Sector informal en la Argentina y tasas de interés.....	28
c. El crédito y otras opciones de pago.....	30
Conclusiones.....	33
Anexos.....	37
Bibliografía.....	38

Introducción

Argentina se caracteriza por tener una de las instituciones financieras más débiles del mundo. Concretamente, está posicionada dentro de los niveles más bajos con respecto a la relación crédito y PIB; incluso por debajo de los niveles de los *Países Menos Desarrollados*¹.

El acceso al crédito significa un factor clave en la economía, ya que permite el aumento en el número de transacciones intertemporales, las mejoras en la tecnología, el aumento en el uso de recursos y el incremento en el bienestar. En términos generales, el crecimiento económico depende de su financiamiento.

El mercado de crédito, el desarrollo financiero y las instituciones cobran una crucial importancia al momento de mitigar los efectos de información y costos de transacción. En su texto “Finance and Growth: Theory and Evidence” (2004), Levine asegura que hay evidencia suficiente para demostrar que

(...) los sistemas financieros pueden influir en las tasas de ahorro, las decisiones de inversión, la innovación tecnológica y, por lo tanto, en las tasas de crecimiento a largo plazo (p.867).

Concretamente, son las instituciones financieras quienes diseñan las reglas de juego de inversión de un país, y por lo tanto, el diseño de las políticas que conduzcan al crecimiento. Los sistemas financieros son capaces de cumplir sus funciones cuando se logra controlar los problemas de información, de ejecución y los costos de transacción. El autor pone especial foco en cómo el desarrollo financiero potencia el crecimiento de la productividad, mejora la asignación de recursos y reduce los riesgos. Además, resalta la importancia de que si bien el desarrollo financiero conduce al crecimiento, también es el crecimiento quien transforma el *modus operandi* de los sistemas financieros; lo cual lo vuelve aún más elemental al momento de su perpetuación.

Al día de hoy existe mucha literatura que trabaja sobre las cuestiones relacionadas con el desarrollo financiero y el crecimiento económico, tanto de forma descriptiva como empírica. Schumpeter (1934) ha sido un gran pionero en cuanto al estudio de estos temas, quien afirmaba que *el talento en la vida económica ‘cabalga hacia el éxito sobre el corcel de sus deudas’* haciendo referencias a la importancia del acceso al crédito como fuente de

¹ Datos del Banco Mundial (s.f.) *Crédito doméstico al sector privado (% del PBI)*.
<https://databank.worldbank.org/metadataglossary/jobs/series/FS.AST.PRVT.GD.ZS>

desarrollo. Otros autores como G. King y Levine (1993) han realizado estudios donde se busca demostrar que el sistema financiero comparte un comportamiento positivo con el crecimiento económico. Grandes medidas del nivel financiero vienen asociadas con el PBI real per cápita, el ratio de capital físico acumulado y las mejoras en la eficiencia con las que las economías emplean este capital. Si bien no hay evidencia que muestre un efecto causal, la fuerte correlación le da muchísima relevancia al desarrollo de los servicios financieros.

Otras teorías juegan un papel importante como es la de Friedman (1957) donde implica que los patrones de consumo no son predecibles ya que responden a expectativas individuales. Es decir, por más que se apliquen políticas que favorezcan cambios en el ingreso, es probable que la respuesta de los individuos no sea la misma en todos los casos. Es interesante tomar esta teoría para aplicarla a un nivel más macro y entender cómo las expectativas y tendencias de un país pueden generar respuestas distintas entre países ante una misma política. Friedman sostuvo que los patrones de consumo se diseñan bajo una estimación de futuros ingresos (ingreso permanente). Esto se diferencia de la postura económica Keynesiana, la cual afirma que estos patrones de consumo se basan en el ingreso presente.

Por otro lado, mejoras en el sistema financiero constituyen una posibilidad a la hora de suavizar el consumo y permitir la capacidad de ahorro. El crédito podría interpretarse como un seguro que protege a los individuos de shocks externos y, de este modo, les posibilita transportar el consumo de una ventana de tiempo a otra. Esto cobra especial importancia en contextos donde existen grandes fluctuaciones en el ingreso, así como recesiones y crecimientos económicos. La idea central de suavizar el consumo es poder mantener el mismo estilo de vida a pesar de cambios en las asignaciones.

El crédito, por su parte, puede considerarse un bien finito. Ray (1998) sugiere que “[e]l acceso al crédito y a los recursos financieros es limitado, lo cual reduce la eficiencia de éstos y otros mercados.” Cuando se dan fallas de mercado, en este caso como informalidades o mercados paralelos de crédito, el mercado de crédito deja de ser perfectamente competitivo. Esto suele darse principalmente en zonas rurales y en sectores laborales informales. Para el caso de los sectores informales, los problemas de imperfección de mercado vienen asociadas a la falta de información; concretamente la del prestatario y su capacidad e intención de repago.

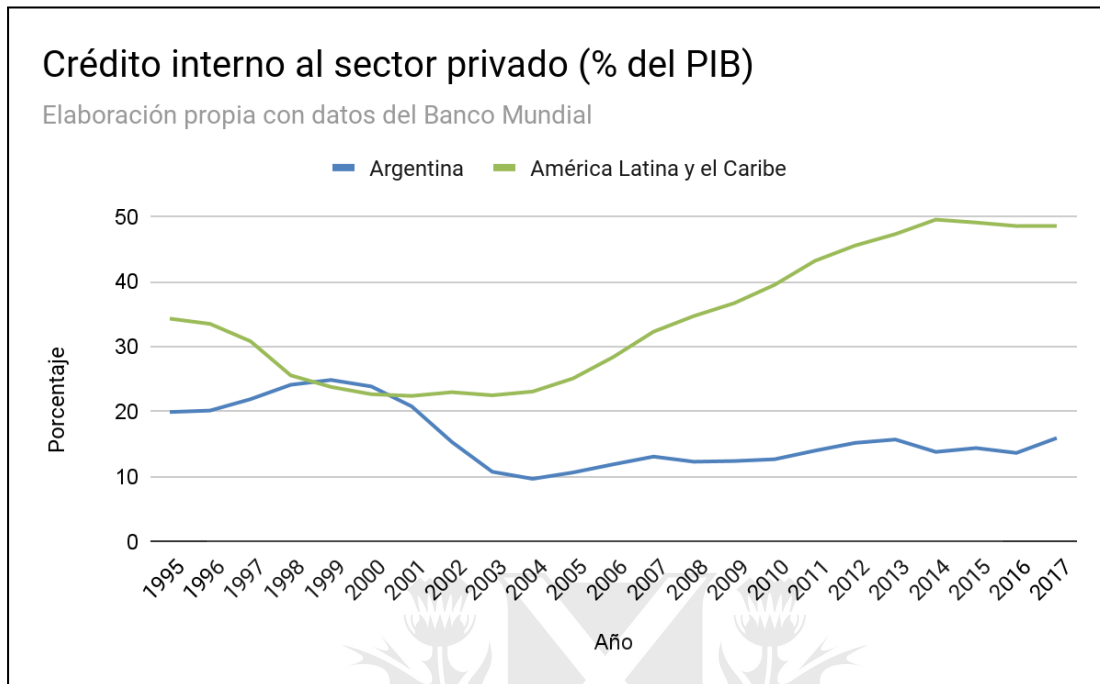
Con la crisis de las hipotecas en 2008 se logró demostrar cómo en los casos de gran actividad crediticia, pocas garantías y altos riesgos de mora de las deudas, la restauración económica requiere de arduo trabajo. En las economías con instituciones financieras

inestables, no solo se debe restituir los déficits gubernamentales y las grandes deudas económicas, sino que se debe reconstruir la confianza de los bancos e inversores. De ahí es que se ingresa en un círculo vicioso entre el crédito y el crecimiento económico; la amplitud del círculo depende de la causalidad establecida entre las dos variables y de su intensidad.

Para el caso concreto de Argentina, el país ha ido mostrando grandes rasgos de debilidad económica donde prevalece la falta de acceso a los mercados de capitales, la apertura limitada, la carencia de desarrollo financiero, la rigidez política y un gran peso por parte de las expectativas y la volatilidad. Conjuntamente, su historia se caracteriza por una serie de eventos de violación de contratos, falta de credibilidad en la moneda, debilidad de las instituciones y constantes incrementos inflacionarios que han ido debilitando la estructura financiera del país. Particularmente, también se ve caracterizado por un gran sector informal y grandes limitaciones en cuanto al acceso al crédito y a la inversión, especialmente en las zonas rurales. Puntualmente, los niveles de crédito frente al PBI se encuentran por debajo del promedio de la región. Esta información está reflejada en el **gráfico 1**. Al día de hoy, esta brecha continúa agrandándose sin lograr volver a los niveles más altos durante los primeros años del siglo. Durante fines del siglo veinte, Argentina sí logró alcanzar niveles parecidos a los de la región aunque posterior al 2001 la brecha comenzó a agrandarse. A partir de entonces, se han ido dando distintos sucesos económicos relacionados con alta inflación, grandes tasas de interés y fugas constante de capital que no han permitido que las instituciones financieras logren fortalecerse y volver a los mismos niveles.

Universidad de
San Andrés

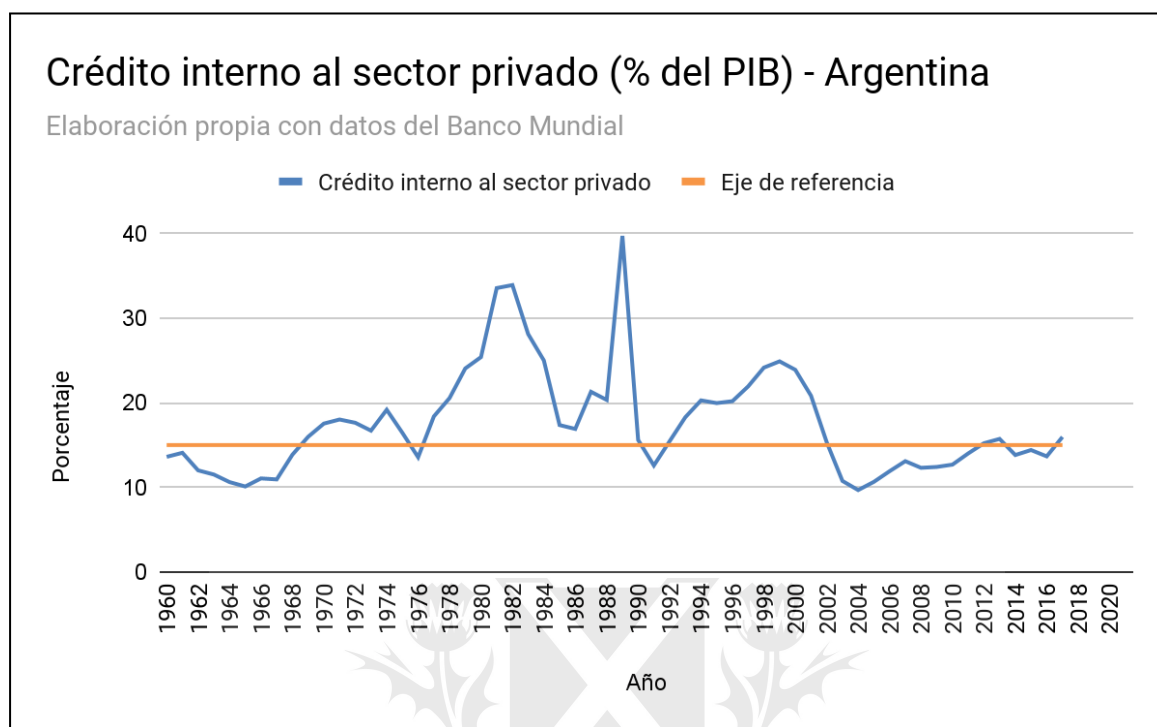
Gráfico 1



Para entender la evolución de estas instituciones, es importante conocer los períodos de bonanza y desarrollo económico del país. Podemos proyectar esta información en el **gráfico 2** donde está claro que las tendencias de crecimiento en el crédito se dieron durante las últimas décadas del siglo veinte. Para el caso concreto, el pico máximo alcanzado fue durante el período de los noventa donde el país estuvo dentro de los principales países receptores de inversión extranjera directa².

² Denominados *países emergentes*. Se usó el acrónimo BRICS como referencia a las cinco economías nacionales emergentes que en la década de los 2000 eran las más prometedoras del mundo.

Gráfico 2



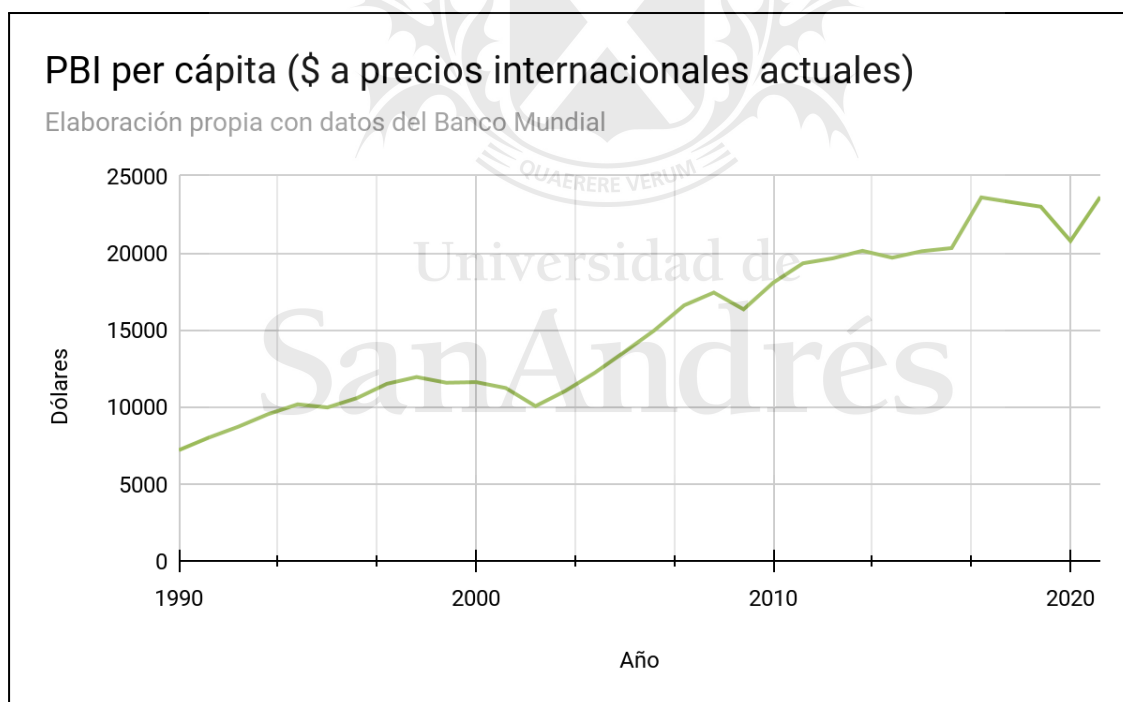
Es importante entender las perturbaciones (*shocks*) que se fueron dando a lo largo de las dos últimas décadas, particularmente a fines de los 90 y principios del 2000. En el año 2001 el país sufrió una de las mayores crisis económicas en la historia que se vió agravada por cuestiones políticas y fiscales. Tanto la inversión extranjera directa como el crédito se vieron fuertemente vulneradas, volviendo imposible retomar sus niveles previos a la crisis. Es interesante observar cómo los valores actuales representados en el **gráfico 2** oscilan los mismos niveles de sesenta años atrás. Durante la última década del siglo veinte podemos observar un gran crecimiento con respecto al crédito, consecuencia de períodos de bonanza económica en el país con gran entrada de capitales e inversiones externas.

Si partimos de la idea de que el PBI per cápita puede comprenderse como el capital físico y humano acumulado por persona, durante el tercer trimestre de 1998 y el segundo de 2002 no se logró registrar crecimiento y los recursos fueron subutilizados. Podemos observar esta tendencia en el gráfico 3. Según Fanelli (2002) esta situación

obedece a que al abandonarse la caja de conversión, se desmoronó la estructura institucional y contractual de la economía. En tales circunstancias resulta muy difícil definir los derechos de propiedad en forma adecuada y precisa. De ahí que parte importante de los agentes económicos carezca de incentivos para sacarle el máximo de provecho a los recursos disponibles (p.26).

Para el caso concreto, tres aspectos son fundamentales para comprender por qué razón sucumbieron tales desorganizaciones en la economía argentina. Primero, los *shocks* externos que sacudieron la economía durante 1998-1999 relacionadas principalmente a las exportaciones y su deterioro. Segundo, las características especiales del sistema monetario, fiscal y financiero argentino que sirvieron para profundizar los efectos de las perturbaciones. Por último, el efecto de la caja de conversión, el cual puso en duda la credibilidad de los instrumentos financieros del país. En este caso se llevaron a cabo deterioros macroeconómicos que originaron incrementos en la demanda tanto de divisas como en el financiamiento de corto plazo. Así se fueron creando presiones en los mercados cambiarios y financieros externos e internos.

Gráfico 3



La investigación de este trabajo gira en torno a la idea del acceso al crédito en la Argentina como fuente de crecimiento económico, así como la importancia de las entidades financieras. Para su desarrollo, se tomarán tres modelos económicos donde exista un vínculo entre el mercado de crédito y el desarrollo económico. En estos modelos se trabaja sobre tres factores claves: los derechos de propiedad, la inflación y el mercado formal. Luego, se

buscará testear estas hipótesis en el caso de Argentina. El primer modelo económico de Besley (1995) discute sobre los derechos de propiedad como condición del crecimiento económico. Luego, el segundo modelo de Roubini y Sala-i-Martin (1992) argumenta sobre cómo la evasión de impuestos puede conducir a intentos gubernamentales de aumentar las políticas de represión financiera con el objetivo de cobrar un mayor impuesto inflacionario. Por último, el modelo de Ghosh, Mookherjee y Ray (1999) busca demostrar cómo mejoras en el sistema del crédito, particularmente en zonas rurales, mejora las condiciones de vida y ayuda a romper con la perpetuación de las desigualdades. Asimismo, discute sobre cómo unas mayores tasas de interés aumentan los riesgos de default. En el estudio se hará hincapié en los eventos que condujeron a que el país carezca de la capacidad de crédito, el rol de las instituciones, la formación de activos externos y el incumplimiento y violación de los contratos. Además, se realizará un relevamiento de datos que describan la situación económica de las dos últimas décadas.



Universidad de
San Andrés

Introducción a los modelos y sus aplicaciones

Para realizar un análisis prudente del tema, se tomarán tres modelos que trabajen sobre el vínculo entre distintas variables y el desarrollo financiero. Se analizarán las hipótesis y se buscará testear estos modelos al caso de Argentina por medio del estudio de los datos.

Los modelos que se utilizarán son de los siguientes autores: el primer modelo económico de Besley (1995), el segundo modelo de Roubini y Sala-i-Martin (1992) y el último de Ghosh, Mookherjee y Ray (1999). Los temas en los que se profundizará son los derechos de propiedad, la represión financiera y la importancia de los microcréditos en los sectores más vulnerables, respectivamente.

La razón por la que se toman estos tres modelos como disparadores es porque están fuertemente asociados al impacto sobre el crédito y porque, para el caso concreto de Argentina, tienen en común muchas de las fallas que conducen a que los sistemas financieros no funcionen con propiedad. El modelo de Besley (1995) discute sobre la importancia de los derechos de propiedad, factor clave que se ha visto vulnerado reiteradas veces en la historia Argentina y que hoy juega un rol clave a la hora de fortalecer las instituciones financieras y la confianza de los individuos. Más adelante, el modelo de Roubini y Sala-i-Martin (1992) se centra en cuestiones claves de inflación y emisión monetaria; problemas corrientes en la agenda Argentina. Por último, el modelo de Ghosh, Mookherjee y Ray (1999) resalta las importancias del crédito en los sectores más vulnerables e informales de la sociedad. Particularmente, Argentina cuenta con un sector informal altamente desarrollado. De aquí se desprenden grandes fallas de mercado que conducen a ineficiencias financieras. Concretamente, estos tres modelos logran proyectar las fallas claves que no permiten que el país desarrolle de forma correcta sus instituciones financieras y, de este modo, alejarse del crecimiento económico.

1. Property Rights and Investment Incentives: Theory and Evidence from Ghana

La evolución de los derechos de propiedad y su efecto en la inversión han demostrado ser un problema central en el desarrollo económico. El trabajo de Besley (1995) busca desarrollar un vínculo entre los derechos de propiedad y los incentivos a la inversión por medio de un modelo económico. El trabajo se aplica a distintas zonas particulares de Ghana.

El autor busca demostrar que la protección de los derechos de propiedad brinda las precondiciones del crecimiento económico, ya que se generan los incentivos a la inversión; los individuos no invierten si el fruto de su inversión puede ser expropiado por otros. Cuanto menor es el riesgo de expropiación y mayor es el derecho a la propiedad privada, los agentes poseen mayor motivación para hacer prosperar sus tierras. Además, si existen mejores derechos que faciliten el uso de la tierra como garantía, se disminuyen las restricciones de inversión por medio del mercado de crédito. Por último, hay un incentivo a invertir si los derechos de transferencia hacen posible la venta o el alquiler de las tierras. Besley (1995) pone especial énfasis en la importancia de las políticas gubernamentales, particularmente para el caso de regiones de ingresos bajos y el impacto que estas pueden tener en el aumento de la productividad por medio de la inversión. El estudio se aplica en África donde el desempeño económico es pobre y las nociones de propiedad no están del todo desarrolladas. Según los datos de la Alianza de Derechos de Propiedad³ Ghana tiene un puntaje de 5,002 sobre 10 (siendo 10 lo más alto y 0 lo más bajo). Argentina posee un puntaje de 4,585 lo cual vuelve el estudio igual de importante para el país.

En el trabajo se considera un individuo que decide en el momento t cuánto capital k_t invertir en un pedazo de tierra. El retorno de esta inversión en el momento $t + 1$ es $V(k_t, R_{t+1})$ y depende de los derechos de propiedad en el período $t + 1$ (R_{t+1}). Las condiciones óptimas de inversión resuelven el siguiente problema

$$\max_{k_t} \{W(k_t, R_{t+1})\} = V(k_t, R_{t+1}) - c(k_t, R_{t+1}) \quad (1)$$

del que se deriva las siguientes condiciones:

$$\frac{\partial k_t}{\partial R_{t+1}} = - \frac{W_{12}(k_t, R_{t+1})}{W_{11}(k_t, R_{t+1})} \quad (2)$$

Dado que $W_{11} < 0$ en el máximo, implica que los incentivos a invertir mejoran si $W_{12} > 0$. Esto es, la inversión se correlaciona positivamente con los derechos de propiedad. Es por esto que las políticas sociales y económicas juegan un papel crucial en el momento de fortalecer la inversión y las instituciones financieras. En los casos donde los derechos de propiedad se ven debilitados o donde el riesgo de expropiación es mayor, los agentes tienen

³ Property Rights Alliance (2002). *International Property Rights Index*. <https://www.internationalpropertyrightsindex.org/#compare-container>

todos los incentivos para no invertir ya que no se verá el fruto de la inversión. Para asegurar la propiedad, los individuos tienen que incurrir en gastos que resultan ineficientes a nivel macroeconómico. Además, las propiedades suelen usarse como garantía a la hora de acudir a los mercados financieros, por lo que fortalecer estos derechos permite contribuir a la productividad financiera en tal aspecto.

El autor describe un paralelismo entre la inseguridad de los derechos de propiedad y un impuesto aleatorio sobre la tierra. El modelo cobra especial relevancia en situaciones donde el estado de derecho se ve debilitado y, tanto los individuos como el estado, pueden apropiarse de los derechos privados de otros individuos. Algo similar sucede en América Latina donde los ocupantes ilegales que han obtenido algunos derechos sobre la tierra a través de una residencia prolongada enfrentan una amenaza de desalojo.

El estudio de Besley (1995) se realiza particularmente en torno a los derechos e inversiones de la tierra. Se utilizará el mismo análisis para Argentina, aunque el vínculo entre los derechos de propiedad e inversión se buscará por medio del mercado de crédito. Para hacerlo, se tomarán las tres ideas principales del modelo y se relevarán los datos para Argentina. Estas ideas son: en primer lugar, los derechos de propiedad promueven la inversión, en segundo lugar, las mejores garantías promueven la productividad y, por último, el perfeccionamiento de los términos de intercambio favorece los incentivos a la inversión.

1. a. Los derechos de propiedad y el sistema financiero en Argentina

Para el caso de Argentina, el hecho más importante de violación de contratos de los últimos años se dió durante principios del siglo con la aplicación del corralito. En un contexto de fluctuaciones económicas, con devaluación del peso y mora en el pago de la deuda, se llevó a cabo un incumplimiento general de los contratos y una violación de los derechos de propiedad. Fanelli (2002) sostuvo que

[c]on derechos de propiedad que no están claramente definidos, los agentes privados perciben que no tiene sentido esforzarse, ya que no está claro a quién corresponderán las futuras utilidades de los activos. Así pues, para que el nivel de actividad se recupere es fundamental que exista un mínimo de orden institucional (p.42).

Puntualmente, el autor plantea la importancia de la propia definición de los derechos de propiedad como forma de reconstitución económica. Al día de hoy, sigue siendo fundamental el correcto cumplimiento de los derechos de propiedad como medio de incentivo

de inversión y de reconstitución financiera, tanto a nivel nacional como internacional. Es importante analizar si los derechos de propiedad han tenido grandes efectos en la inversión, tanto local como extranjera, durante las últimas décadas en Argentina. Si bien existen dificultades en cuanto a la cuantificación de los derechos de propiedad, es interesante observar en qué momentos de la historia Argentina se dieron sucesos de expropiación y cómo esto tuvo sus efectos económicos. Como se nombró previamente, Argentina posee un puntaje bajo con respecto a los derechos de propiedad, particularmente los físicos. Según Levy-Carciente (2022) se entiende que, traducido al español, la protección física de los derechos de propiedad está vinculada con “la calidad de la protección judicial de la propiedad privada, incluidos los activos financieros”. Para el caso puntual, si tomamos los datos del World Economic Forum⁴, Argentina se encuentra en el *Ranking* 112 de 141 con respecto a los derechos de propiedad privada.

Durante las últimas décadas en el país se han dado grandes eventos de expropiación y de violación de derechos de propiedad. En el **cuadro 1** se tomará como ejemplo los eventos más importantes, en orden cronológico.

Cuadro 1⁵

2001	Corralito
2003	Correo Oficial
2006	Aysa
2007	Tadanor
2008	Aerolíneas Argentinas
2008	Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)
2009	Fadea
2012	YPF
2012	Ciccone Calcográfica
2020	Vicentin

⁴ Klaus Schwab (2019). World Economic Forum. *The Global Competitiveness Report*. <https://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2019>

⁵ Elaboración propia del cuadro 1.

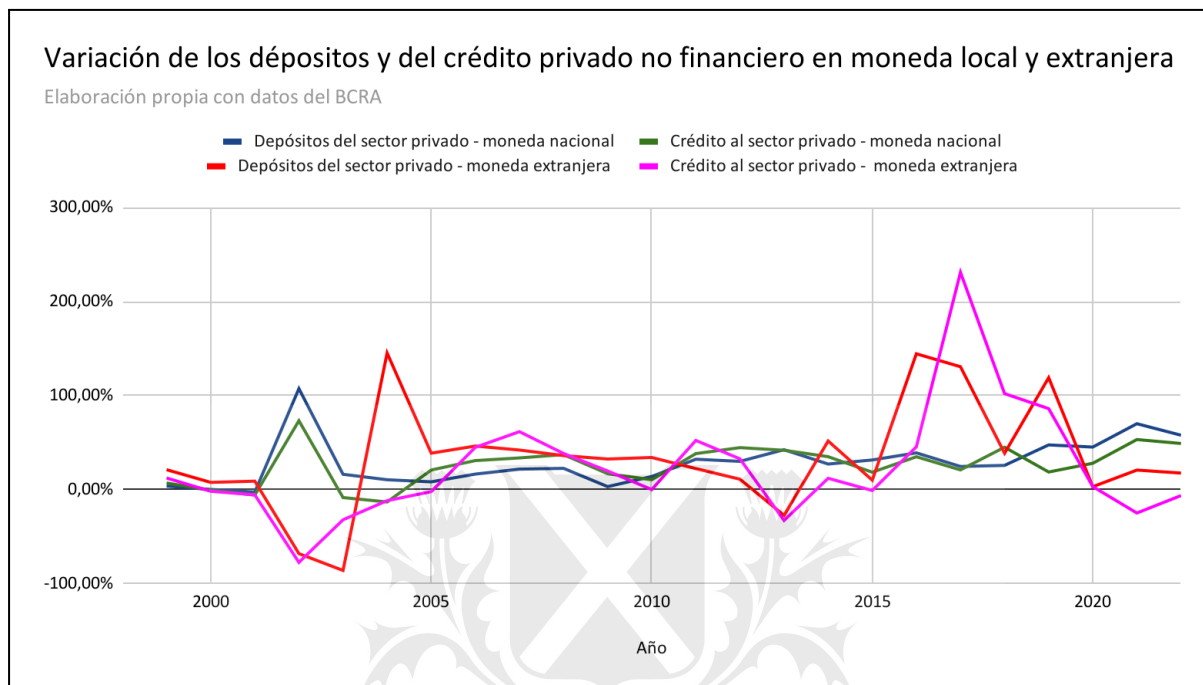
Sería prudente decir que desde la crisis bancaria del 2001 se ha ido construyendo un camino de incertidumbre económica con un aumento de la demanda de activos externos, resultando en una combinación de pérdida de reservas y depreciaciones cambiarias. Es interesante observar que estas condiciones se perpetúan al día de hoy.

En su texto *Macroeconomía de las promesas rotas*, Heymann (2012) el autor discute que

[...] es concebible que un gran shock cause bancarrotas en el sistema privado e incumplimientos sobre la deuda pública, y que desesperadas expansiones monetarias o desconfianza de parte del público induzcan una huida de la moneda doméstica. Tal combinación de depresión e hiperinflación puede causar una profunda desorganización económica (p. 4).

En ese caso, podría considerarse que la gran debilidad del desarrollo financiero del país está asociado a la falta de confianza y credibilidad en la moneda. Como consecuencia de la violación de la propiedad privada, los agentes argentinos han ido construyendo sus expectativas en torno a una vocación por la moneda extranjera. Argentina adjudica esta relación con el dólar a cuestiones de coordinación y expectativas, por encima de factores macroeconómicos. Para el caso de los depósitos y créditos de ciudadanos argentinos, se observa una drástica caída luego del 2001. Los valores depositados en moneda extranjera fueron convertidos a su misma cantidad en moneda local. Esta información está proyectada en el **gráfico 4**. Los depósitos y créditos en moneda local no han mostrado grandes variaciones, a diferencia de los movimientos en moneda extranjera. Los movimientos en los depósitos en moneda extranjera reflejan las preferencias por parte de los individuos.

Gráfico 4

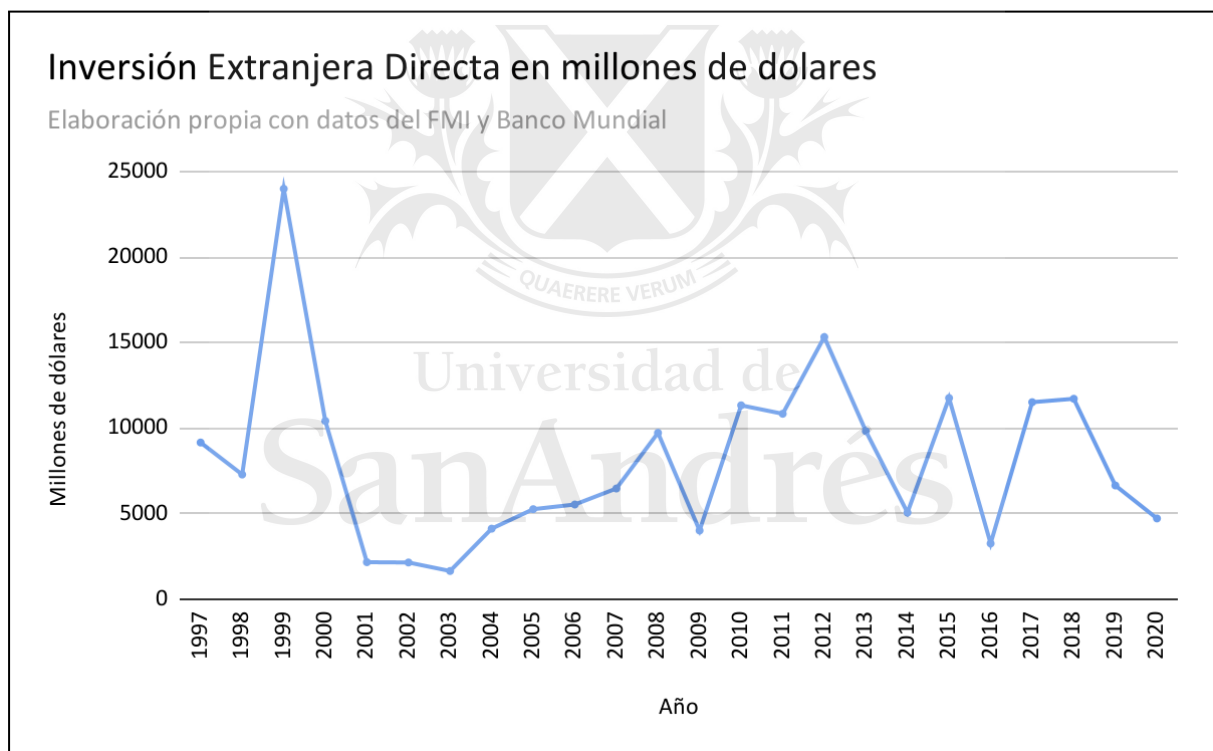


Si bien posterior a la crisis cambiaria de 2001 hubo una tendencia al aumento de los giros de dinero en moneda extranjera, la AFIP (Administración Federal de Ingresos Públicos) realizó un aumento al 35% de recargo a los consumos en dólares con tarjeta y a la compra de billetes de turismo como respuesta a la caída en las reservas. Algo similar sucedió en 2019, donde se aplicó el mismo impuesto a las compras en dólares y luego, con la llegada de la crisis de Covid-19, los niveles en depósitos y consumo de moneda extranjera no volvieron a crecer.

Asimismo, a nivel internacional, otro hecho fundamental que alteró la entrada de inversiones es el de YPF durante el 2012, donde el gobierno argentino expropió el 51% de las acciones de la compañía, propiedad de la empresa española Repsol. Este acto se llevó a cabo como una medida para reconciliar el control estatal de la petrolera y así poder garantizar el autoabastecimiento nacional. Tales hechos fueron considerados de gran gravedad a nivel internacional como símbolo de violación de los derechos de propiedad privada y condujeron a una caída en la inversión extranjera. Con el objetivo de reanimar estas inversiones, el gobierno argentino realizó modificaciones en las restricciones a la inversión extranjera. Aún así, se le fue altamente complejo restituir su credibilidad y no se logró incentivar nuevamente

las inversiones externas. En el **gráfico 5** se observa la evolución de las IED (inversión extranjera directa) en los últimos veinte años. Luego de alcanzar su punto máximo en el último siglo, las inversiones cayeron en un 43%. Desde entonces, han ido aumentando de forma pausada, con una fuerte caída en el 2009 como respuesta a la crisis de la Gran Recesión en Estados Unidos y Europa; fuentes principales de financiamiento de las IED. Luego de alcanzar su segundo punto máximo durante el 2012, las inversiones se mantuvieron en caída hasta el día de la fecha. Es importante destacar que los momentos donde se llevaron a cabo las caídas en las inversiones extranjeras más fuertes sucedieron en el 2001, en el 2009, en el 2012 y en el 2015.

Gráfico 5



Paralelamente, otro suceso fundamental de violación a la propiedad privada fue el de la estatización de las jubilaciones (también conocidas como las AFJP). Se trató de la estatización de empresas, conformadas por capitales privados, estatales o mixtos, dedicadas a administrar los fondos obtenidos a partir de los aportes jubilatorios por parte de trabajadores. Hoy día, la toma de las AFJP significó un agravamiento en el déficit fiscal y el

endeudamiento externo. Asimismo, se desincentivó el giro de aportes voluntarios y se condujo al debilitamiento del sistema jubilatorio.

Las cuestiones de propiedad privada han tenido un gran impacto en las tendencias de inversión en el país tanto en términos locales como internacionales. Específicamente, los cambios en las expectativas y especulaciones de los individuos han ido alterando los patrones de inversión en el país. En varias situaciones, se ha logrado demostrar la debilidad de la legitimidad jurídica de la propiedad privada, particularmente con respecto a los bienes financieros. Durante los momentos de recesión económica más cruciales en las últimas décadas, se llevaron a cabo violaciones de contratos que resultaron en un agravamiento de la confianza y las intenciones de inversión en el país.

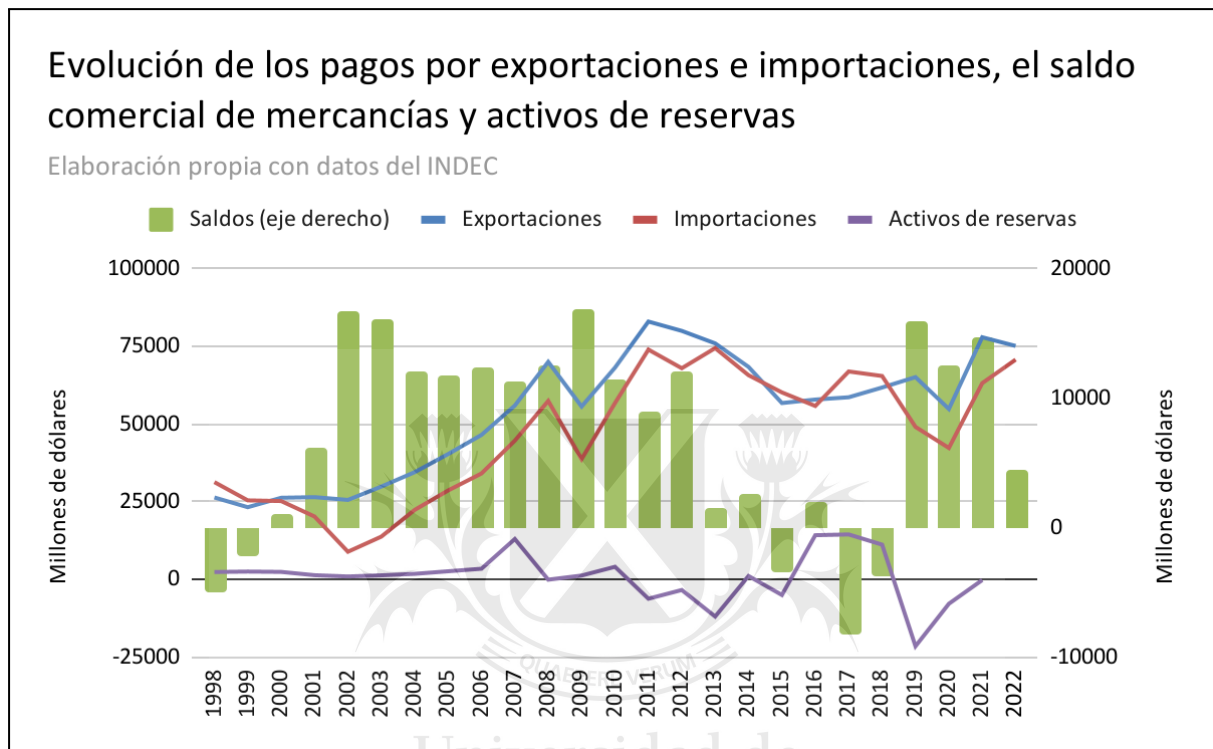
1. b. Mejoras en los términos de intercambio

Las mejoras en los términos de intercambio constituyen un factor clave a la hora de promover la inversión. Puntualmente, las mejoras y limitaciones de los derechos de propiedad, las oportunidades de comercio y la habilidad de explotar una ganancia con los intercambios llevan a que existan mayores incentivos para invertir. Se entiende que como los derechos de propiedad son mayores y las trabas al intercambio son bajas, los individuos buscan generar ganancias por medio del intercambio.

Como se vió previamente, en la actualidad Argentina se encuentra dentro de los países con menor cuidado sobre los derechos de propiedad, lo cual ha conducido a caídas en la inversión local y extranjera. Además, ha ido creando favoritismo por la fuga de capitales y la adquisición de monedas extranjeras. También es interesante destacar que en los últimos años el país se ha ido destacando por la aplicación de controles de capital. Con el principal objetivo de controlar las reservas, se han ido empleando controles tanto a los exportadores, quienes, con retenciones, necesitan de permisos para retirar dólares del país, como a los consumidores, quienes poseen un cupo máximo mensual de compra de moneda extranjera. Las condiciones deficitarias e inflacionarias del país han socavado la credibilidad y confianza de los inversores. Concretamente, como podemos observar en el gráfico 5, la caída de las inversiones significó aproximadamente un 43%. Estas condiciones fueron obligando al gobierno a imponer controles que prevalecen al día de hoy. Asimismo, Argentina se encuentra dentro de los países con más barreras a las importaciones del mundo. Estas barreras se aplican vía derechos de entrada o tarifas, con dificultades para obtener autorizaciones. Además, a estas complicaciones se le agrega la competencia con los costos locales. La

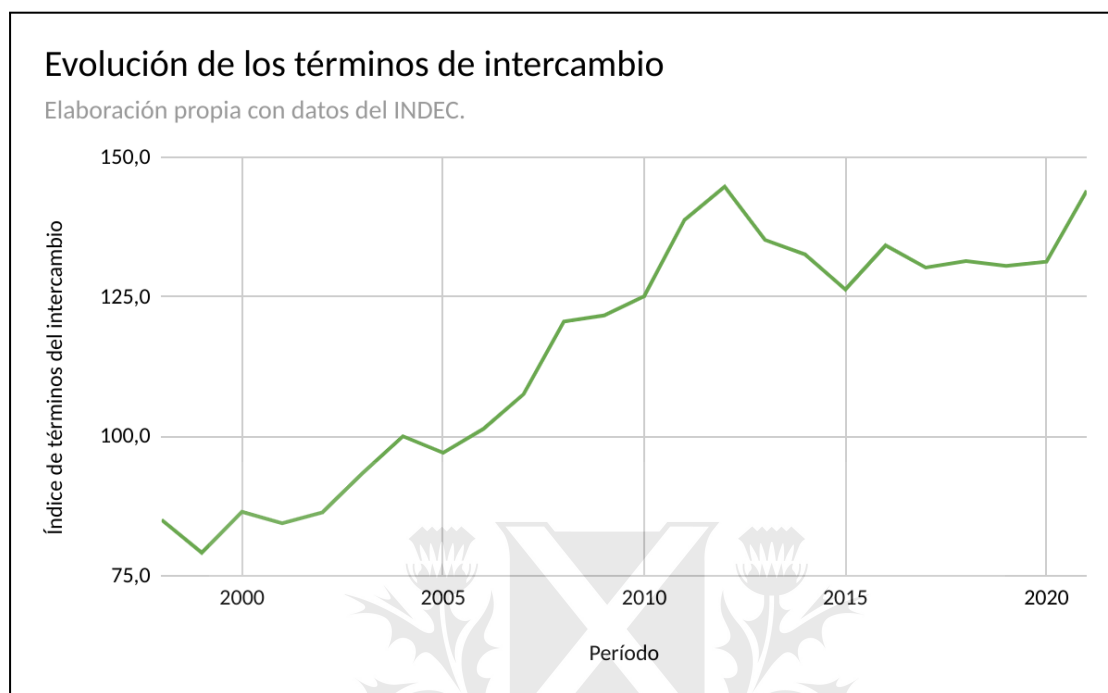
evolución de los saldos de balanza de pagos se ha ido marcando por las variaciones en los términos de intercambio (ver **gráfico 6**).

Gráfico 6



Luego de la crisis bancaria de 2001 que vivió Argentina, las exportaciones crecieron de forma significativa, específicamente a partir del 2003. Si bien la gran devaluación de la moneda que se dio durante el gobierno de Duhalde en el 2002 pudo haber servido como incentivo para las exportaciones, se considera que esta expansión puede estar altamente vinculada a la mejora de los términos de intercambio (Amico, 2013) siguiendo una tendencia positiva hasta la llegada de la crisis mundial en 2008. Luego de las elecciones 2012 se intensificaron las restricciones a las importaciones y se aplicó un control de cambios como consecuencia de caídas en las reservas internacionales. Las caídas fueron muy violentas, con una caída de los saldos de aproximadamente un 90% del 2012 al 2013.

Gráfico 7



Podemos observar que luego del 2012, se dió una caída en los términos de intercambio de un 7% que coincide con los déficits fiscales que podemos observar en el **gráfico 6**.

En contextos macroeconómicos de falta de credibilidad en la moneda local, déficits y controles de cambios y violación de la propiedad financiera, las inversiones responden a estos cambios de manera negativa. En momentos de recesión económica las tomas de decisiones y manejos políticos han logrado empeorar los contextos económicos al intervenir en bienes privados, tanto de personas físicas como instituciones privadas. Así, la respuesta de los individuos y de los organismos financieros –locales y extranjeros– ha sido de repulsión y de caída en las inversiones logrando perpetuar las recesiones.

2. A growth model of inflation, Tax evasion and Financial Repression

En el trabajo de Roubini y Sala-i-Martin (1992), los autores buscan demostrar que los países donde la evasión de impuestos es grande, los gobiernos tienen mayor incentivo restringir el funcionamiento de las instituciones financieras con el objetivo de aumentar el señoreaje. A través de un modelo económico, el trabajo defiende que la relación negativa entre la inflación económica y el crecimiento económico es espuria; el vínculo que las relaciona se vincula con las restricciones financieras. Los autores sostienen distintas teorías que justifican la aplicación de políticas de restricción financiera por parte del gobierno.

El sector financiero es quien brinda mayor presupuesto público, por lo tanto, los países con mayor gasto público acuden al sistema financiero por medio de estas restricciones. Esto es, no permiten que el sistema financiero funcione libremente ya que se agregan distintas restricciones, legislaciones y operaciones a los bancos y otras instituciones.

El modelo parte de la idea de que un sistema financiero más desarrollado reduce los costos de transacción de conversión de activos no líquidos a líquidos y, por lo tanto, reduce la demanda de dinero. Esto quiere decir que una menor demanda de dinero reduce la base imponible del impuesto inflacionario y, como consecuencia, la base de recolección de señoreaje. Además, con restricciones financieras, para cada nivel de ahorro privado el capital físico acumulado es menor, así como el crecimiento.

Concretamente, si tomamos como dado el nivel de crecimiento, la tasa de impuesto sobre la renta y el grado de evasión de impuestos, podemos ver que el nivel de represión financiera tiene dos grandes efectos. En primer lugar, la reducción del ingreso y, por ende, la base imponible. En segundo lugar, un aumento de la demanda de dinero conduce a un aumento de la base a la que se le puede aplicar impuesto inflacionario. En los países donde los cambios en el ingreso no conducen a cambios en los ingresos reportados (la evasión de impuestos es grande), los gobiernos van a buscar aplicar políticas de represión financiera con el objetivo de aumentar la demanda de dinero y el impuesto al dinero.

Los autores definen las represiones financieras como “el conjunto de políticas, leyes, reglamentos, impuestos, distorsiones, restricciones y controles cualitativos y cuantitativos impuestos por los gobiernos que no permiten que los intermediarios financieros operen en todo su potencial tecnológico.” Además, es importante destacar que las capacidades de inversión de los individuos dependen también del desarrollo de la estructura del país. En los casos donde las estructuras están mejor desarrolladas, se dan eficiencias con respecto a la

asignación eficiente del capital social, la información es más clara y los costos de intermediación son menores.

Si tomamos la ecuación (1.10) del texto podemos observar que la tasa de inflación de equilibrio es la siguiente

$$\pi = \mu - n - (A-\rho)$$

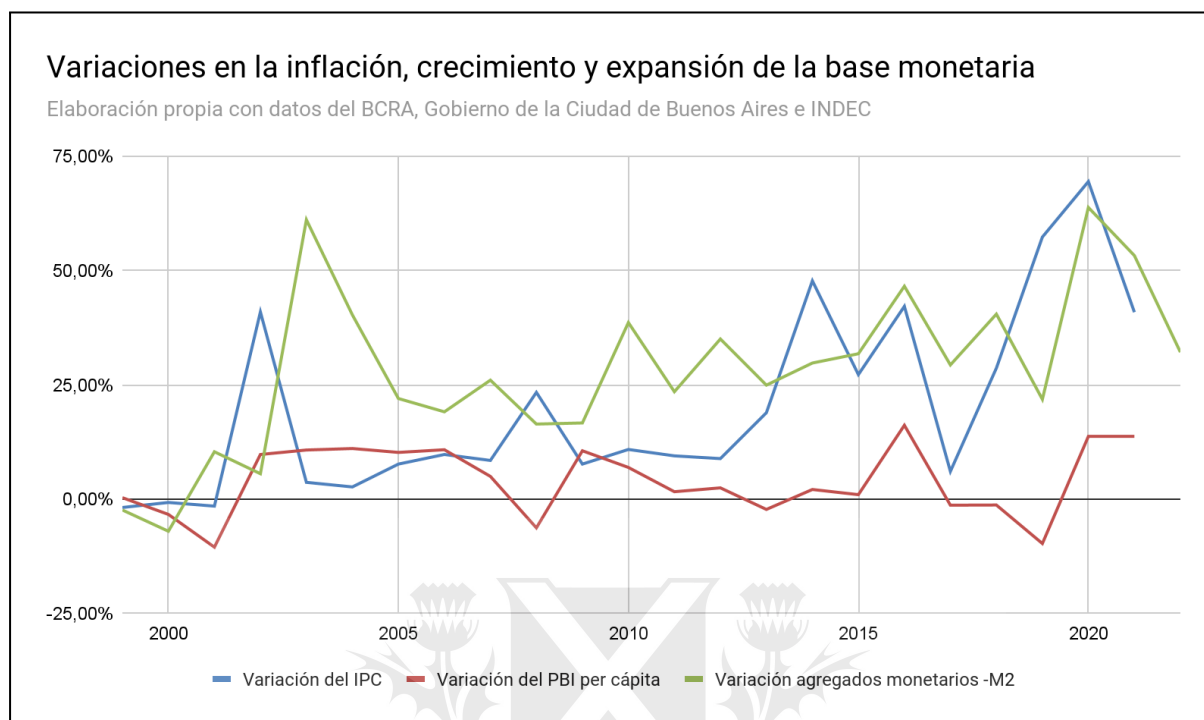
donde A es un parámetro de productividad, μ es la tasa de emisión de dinero, n es la tasa de crecimiento de la población y ρ es una tasa de descuento personal. A un nivel más alto de productividad, mayor es el nivel de demanda de dinero real y, por lo tanto, el nivel de inflación. Esto parte de la idea de que un mayor nivel de productividad viene asociado por aumentos en el consumo. Aumentos en el consumo significan aumentos en la cantidad real de dinero. Si tomamos como dada la tasa de crecimiento nominal del dinero, un aumento en la cantidad real de dinero significa que los precios varían en niveles muy bajos. De todos modos, si los movimientos vienen dados por variaciones en μ y en A , la correlación entre la inflación y el crecimiento será negativa a pesar de que el crecimiento nominal del dinero no tiene efectos directos en el crecimiento real.

1. a. La inflación en Argentina

Si analizamos los patrones de crecimiento e inflación en Argentina durante las últimas décadas podemos observar una tendencia inversa. Se usará como medida de inflación el Índice de Precios al Consumidor de la Dirección General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires⁶. Luego, como medida de crecimiento se utilizará el PBI per cápita. En el **gráfico 8** se observa un patrón entre la suba en la inflación y una caída en el crecimiento económico.

⁶Se utilizan los datos estadísticos de la Ciudad de Buenos Aires como referencia nacional ya que las cifras del INDEC con posterioridad a 2007 deben ser consideradas con reservas.

Gráfico 8



Además, las variaciones en la inflación comparten tendencias similares a las variaciones en la base monetaria. De aquí se puede interpretar que mucha de la inflación en el país está vinculada a el señoreaje y a la emisión monetaria como fuente de financiamiento económico del país. Puntualmente, si observamos las variaciones en la emisión monetaria, la inflación y el crecimiento (tomamos n y ρ constantes) podemos observar que donde se dan grandes emisiones monetarias, la inflación sigue la misma tendencia positiva mientras que el crecimiento (A) descende. Durante el período posterior a la crisis cambiaria del 2001, se llevó a cabo una gran emisión de aproximadamente el 60%. Paralelamente, el crecimiento se mantuvo constante hasta el 2009, donde se vió una gran caída. Si bien se dieron momentos de restauración (2010 y 2016) el PIB per cápita se mantiene rondando los mismos valores de hace dos décadas.

2. b. Las restricciones financieras en el mercado de cambios

Hasta la actualidad Argentina, las cuestiones vinculadas a las restricciones financieras han estado altamente presentes; principalmente en el mercado cambiario. Según Roubini y Sala-i-Martin (1992) es fundamental analizar estas restricciones para comprender de qué

forma influyen el crecimiento económico. En Argentina, estas condiciones de restricción financiera se han ido dando en contextos de constante inflación, emisión monetaria e impuestos inflacionarios. Si observamos los patrones de evasión impositiva se deberían reflejar efectos en las restricciones financieras y en la recaudación del gobierno por medio de la emisión. Además, las tendencias de inflación y de crecimiento en el país deberían reflejar una tendencia invertida.

Como se nombró anteriormente, en el país se han dado distintos sucesos macroeconómicos que han conducido a que los individuos huyan de la moneda doméstica. Con el objetivo de mantener las reservas del BCRA, se han aplicado diversas restricciones que busquen fomentar el uso de la moneda doméstica, particularmente restricciones al mercado cambiario.

Si bien Argentina atrajo grandes inversiones durante principios del siglo XIX con las primeras inversiones británicas, no fue hasta el gobierno de Carlos Menem durante la década de los 90' donde se produjo una de las entradas más importantes de inversión extranjera de la Argentina contemporánea. Esta oleada se diferenció fuertemente de las anteriores principalmente por el libre acceso del capital extranjero a todas las actividades económicas, sin excepción a aquellas donde hubo fuertes restricciones tales como los servicios públicos y las actividades extractivas.

En conjunto con la introducción de inversiones extranjeras, durante esta época, se produjeron grandes cambios políticos y económicos que resultaron ser sustanciales tanto a nivel nacionales como internacionales. Estas reformas se basaron sobre la idea de la estabilización de precios, la privatización o concesión de activos públicos, la apertura comercial para amplios sectores de la economía local, la liberalización de buena parte de la producción de bienes y la provisión de servicios y la renegociación de los pasivos externos (Heymann, 2000).

De todos modos, luego de la década de los noventa no se logró recuperar los mismos niveles de inversión extranjera. Además, luego de que en el país se diera una de las peores corridas bancarias de la historia, los individuos huyeron de la moneda doméstica. Fue entonces que después de varios años de libertad cambiaria, comenzaron a aplicarse restricciones. En 2011 se aplicó un cepo cambiario como se lo conoce hoy, el cual continuó en uso hasta diciembre de 2015. Luego de ser inhabilitadas, se volvieron a aplicar restricciones cambiarias a partir de septiembre de 2019 hasta el día de la fecha. Así también, se han ido aplicando otro tipo de medidas restrictivas con el objetivo de frenar la caída de las reservas del BCRA: dólares paralelos, controles a las importaciones, restricciones a

movimientos en cuentas extranjeras y más. Esta información está reflejada en el **gráfico 6** en la sección previa.

2. c. Recaudación fiscal, evasión impositiva y gasto público en Argentina

La temática de la evasión impositiva adquiere particular importancia dentro de los sistemas económicos de todos los países del mundo ya que los recursos fiscales son la principal fuente de ingreso del Estado Nacional. Concretamente, Argentina es el primer país en la región y el cuarto país del mundo en la escala de evasión impositiva⁷. En la siguiente sección se ahondará sobre temas de informalidad laboral que ayudan a la profundización de este tema. Además, si tomamos en cuenta las cuestiones de financiamiento y la evolución del gasto público, podemos observar que gran parte del déficit primario es financiado por medio de la emisión monetaria, la cual conduce, indefectiblemente, a la inflación.

Si estudiamos la fórmula de la restricción presupuestaria del Sector Público Consolidado planteado en el texto de Schmitt-Grohe y Uribe (2013), obtenemos la siguiente expresión:

$$B_t^g - B_{t-1}^g = \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} - (G_t - T_t - r * B_{t-1}^g)$$

reorganizando obtenemos,

$$B_t^g - B_{t-1}^g = \text{señoreaje} - \text{DÉFICIT}$$

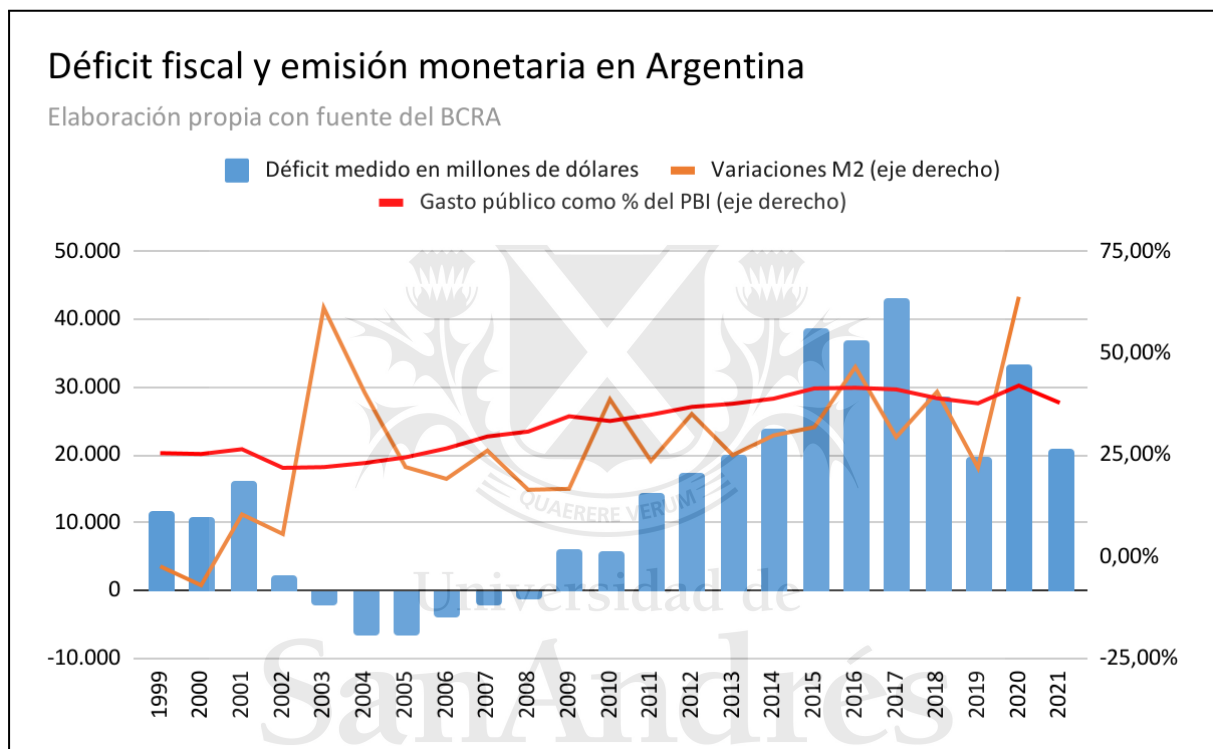
Concretamente, tenemos el gasto del lado izquierdo y las fuentes de financiamiento en el derecho. En los casos donde el gobierno alcanza su límite de endeudamiento, las fuentes de financiamiento del déficit deben correr por parte de la emisión. Debido a la incapacidad de endeudamiento, el gobierno se ve financiado por el señoreaje. Sin embargo, la emisión tiene impacto sobre el impuesto inflacionario, es decir, sobre la tenencia de dinero. Cuando la alícuota del impuesto inflacionario no logra dominar el efecto de emisión de la base monetaria, el gobierno no es capaz de recaudar en términos reales, y por lo tanto, no logra

⁷ Datos obtenidos a partir del último "Informe de Evasión Fiscal" del Instituto Patria construido en base a estadísticas del Instituto de Investigaciones para el Desarrollo de la Universidad de las Naciones Unidas, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas, y la Universidad de Buenos Aires.

financiar el déficit fiscal por medio de la emisión. Paralelamente, el aumento del déficit fiscal acentúa el aumento de la crisis del balance de pagos como consecuencia de la fuerte caída en las reservas.

Podemos observar en el **gráfico 9** de qué forma los déficits primarios conducen a variaciones en la base monetaria.

Gráfico 9



Argentina ha ido utilizando la emisión monetaria como principal fuente de financiamiento del gasto público lo cual ha ido generando muchos problemas debido al agotamiento de las reservas. Luego del fin de la convertibilidad en 2001 y, con la llegada de la crisis, el país se encontró en un contexto de gran recesión económica, fuga de capitales y bajas en el consumo. El único medio para sostener la convertibilidad fue el endeudamiento externo público.

El déficit fiscal sigue una tendencia positiva desde hace unos 60 años, con excepción del 2003 al 2009 (producido en gran parte a consecuencia de una gran licuación de gasto público producto de la mega-devaluación y precios internacionales históricamente elevados). Posterior a la crisis global del 2009 los aumentos en el déficit resultaron en la aplicación de

medidas de restricciones financieras que buscan contrarrestar la demanda de divisas extranjeras y potenciar el uso de moneda local. Concretamente, los déficits fiscales han estado fuertemente ligados a aumentos en la base monetaria, así como a aumentos en la inflación. En contextos donde la evasión impositiva es grande y el gasto público también el país ha seguido un sendero de crecimiento monetario. Así, como muestran los datos, se ha ido creando un círculo de gran represión financiera, crecimiento monetario, alta inflación, alto señoreaje y crecimiento económico bajo.

3. Credit Rationing in Developing Countries: An Overview of the Theory

El modelo presentado por P. Ghosh, D. Mookherjee y D. Ray (1999) pone principal atención en el acceso al crédito en zonas rurales y de pocos ingresos. Aquí, los instrumentos financieros son cruciales para incentivar el ahorro y así, suavizar el consumo. Este último resulta esencial para colaborar con las grandes fluctuaciones en el ingreso ya que permite mantener los mismos niveles de consumo a través del tiempo.

El mercado de crédito afecta la productividad, la inversión, las decisiones tecnológicas y las desigualdades económicas. De todos modos, en el caso de los países poco desarrollados, el mercado de crédito suele funcionar en un sector informal consolidado. Esto se debe a la falta de garantías por parte de los prestamistas. El sector informal se funda sobre ciertas características que perpetúan su informalidad; altas tasas de interés, falta de respaldo financiero, contratos informales y más. La informalidad se caracteriza por problemas de información asimétrica, riesgo moral y problemas de incentivos.

El modelo presenta dos ideas hipótesis importantes. La primera está asociada a la importancia de las garantías (*colateral*) quienes permiten tanto la reducción del riesgo de default (por una cuestión de incentivos) como la exposición del prestamista en caso de incumplimiento. Con las garantías, el equilibrio de cantidad de deuda y tasa de interés es menor y existen mayores incentivos a trabajar en las tierras⁸. La segunda idea se funda en torno a cuestiones de *policy making* y el impacto de la suba en las tasas de interés en los riesgos de default. Estas políticas tienden a no ser efectivas y no permiten la restauración financiera. Los autores hablan de la importancia del sobreendeudamiento⁹ en las zonas rurales ya que es ahí donde las personas altamente endeudadas son incapaces de gozar de los

⁸ Cuando existe la garantía, el prestatario tiene mucho más para perder en caso de quiebra por lo que tiene grandes incentivos para trabajar en su tierra y repagar su deuda.

⁹ Se traduce de su expresión "*debt overhang*".

retornos de sus tierras. De esta manera, se van creando problemas de incentivos por parte de los dueños de las tierras y se trabaja menos en ellas.

3. a. Acercamiento financiero en Argentina

Hoy en día, toda la región de América Latina se sigue caracterizando por sus altos niveles de pobreza. Asimismo, existen grandes desigualdades entre segmentos de la población. Estas desigualdades están marcadas principalmente en las áreas rurales donde, según Villarreal (2017) “la incidencia de la pobreza duplica la observada en áreas urbanas”. En su texto, el autor hace hincapié sobre la idea de que la inclusión financiera conduce a la generación de oportunidades que permitan alcanzar el desarrollo sostenible. Además, es un instrumento que permite tener efectos positivos tanto a nivel de los hogares como a nivel macroeconómico. La evidencia ha logrado demostrar que el aumento de la productividad en los sectores agropecuarios permiten lograr una reducción de la pobreza (Timmer, 2009).

En la **tabla 1** podemos observar que Argentina ha ido disminuyendo sus zonas rurales y se sitúa por debajo de todos los países de la región –con excepción de Uruguay¹⁰. Según los datos del último censo del 2010, más del 92% de la población vive en urbes. Esto se debe principalmente a que la mayoría de la población está concentrada en el Gran Buenos Aires, Gran Rosario y otras grandes ciudades en el interior del país. Además, en las zonas rurales más del 60% de su población se encuentra distribuida de forma dispersa.

Tabla 1

País	Población rural (% población total)			
	1990	2000	2010	2020
Argentina	13,016	10,858	9,151	7,889
Bolivia	44,423	38,213	33,57	29,877
Brasil	26,078	18,808	15,665	12,927
Chile	16,729	13,927	12,926	12,273
Colombia	30,519	26,043	22,036	18,575
Ecuador	44,91	39,701	37,31	35,834

¹⁰ Se usa la región de América del Sur como referencia ya que el empleo rural representa una gran fuente de sustento económico en la región. Paralelamente, los sectores vulnerables se ven altamente concentrados en estas zonas rurales.

Paraguay	51,306	44,669	40,739	37,817
Perú	31,099	26,958	23,57	21,703
Uruguay	11,027	7,972	5,586	4,485

Fuente: Banco Mundial

De todos modos, es importante observar de qué modo la urbanización de la población es efectivamente un acercamiento a las instituciones financieras. Para el caso particular, podemos observar en el **anexo 1** de qué forma está distribuido el acceso a los Puntos de Acceso a Servicios Financieros (PDA). Concretamente, las diferencias de acceso están marcadas fuertemente a nivel regional y provincial dentro del país. Argentina se posiciona dentro de los niveles más bajos en cuanto a los indicadores de distribución financiera en la región a pesar de sus bajos niveles de población rural.

Para el caso concreto de Argentina, donde menos del 7% de la población se encuentra en zonas rurales, los problemas de inclusión financiera se ven presentes en todas las zonas del país. El ahorro en instituciones financieras formales es escaso así como los préstamos incurridos. Si bien el país no se aleja mucho de los niveles de la región (como podemos observar en el **anexo 2 y 3**), el grado de inclusión financiera es bajo en general. La mayoría de los agentes económicos acude a mercados secundarios o informales y prefiere usar una moneda extranjera como método de ahorro.

Es interesante vincular a esta sección las ideas de Roubini y Sala-i-Martin (1992), ya que las cuestiones de informalidad y evasión impositiva están altamente vinculadas. Concretamente, es interesante observar cómo el creciente tamaño del sector informal puede influir en el deterioro del sistema de recaudación tributaria; más evasión significa menos recursos disponibles y menos equidad distributiva.

3.b. Sector informal en la Argentina y tasas de interés.

Si bien los índices de urbanización de Argentina son de los más altos del mundo, el país convive con una masa de trabajadores informales la cual condiciona notablemente el acceso al desarrollo financiero. En la actualidad, el mercado informal corresponde a un 46,4% de la población¹¹. En su análisis, Loayza (1996) logra demostrar que existe una relación negativa entre el sector informal y el crecimiento económico. Esto se debe a que el

¹¹ Dato obtenido a partir de la fuente de la Organización Internacional del Trabajo: <https://ilostat.ilo.org/es/topics/informality/#>

sector informal reduce la productividad del mercado laboral y dificulta el disfrute de los bienes públicos debido al *free riding*. Así también, los países con instituciones financieras más débiles y grandes sectores informales tienden a tener mercados de crédito secundarios.

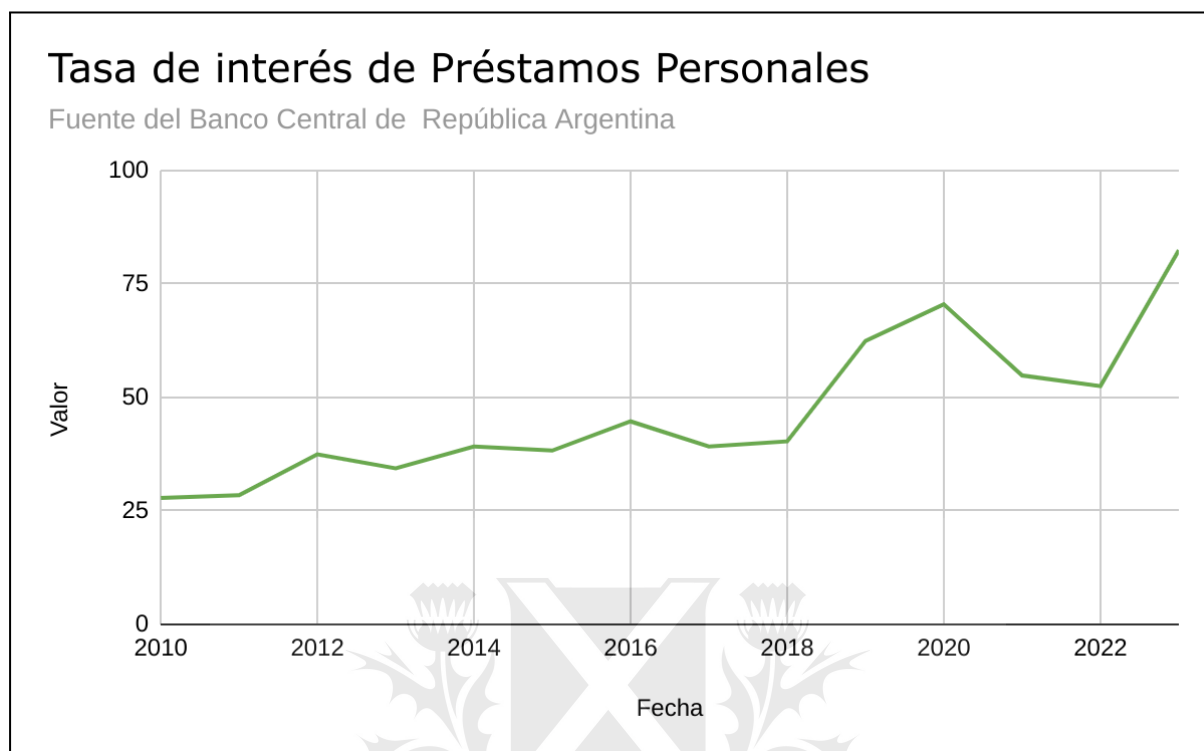
En el caso de los mercados de crédito, donde no se realiza un intercambio de forma simultánea, los prestamistas aplican ciertas condiciones que sirven de garantía, pero que a la misma vez resultan perjudiciales para el prestatario. En los casos de informalidad, el prestatario es incapaz de proveer una historia crediticia limpia a su deudor; le es imposible garantizar la capacidad de repago. Aquí, se van desarrollando segundos mercados o mercados paralelos donde se puedan prestar otros tipos de garantías. Los tratos se suelen pactar de forma oral— rara vez bajo contratos escritos— y las probabilidades de *default* son mayores que en contratos convencionales. Los préstamos suelen basarse en relaciones personales y las tasas de interés son mayores que las aplicadas por los bancos. Los sistemas financieros más informales tienden a estar caracterizados por asimetrías de información y riesgo moral. Batini, Bae Kim, Levine, Lotti (2010) sugieren que

[L]as tasas de interés altas se han atribuido a la falta de información. La selección adversa y el riesgo moral requieren de mecanismos costosos como el diseño de contratos. (...) También los bancos dependen en gran medida de las garantías y, por definición, las empresas informales que carecen de garantía cuentan con una única opción: pedir prestado en el sector de crédito informal (p.20).

Como política de implementación, es fácil demostrar que a nivel macroeconómico las tasas de interés altas aumentan el riesgo de *default* a nivel nacional, particularmente en contextos de recesiones o inestabilidad económica. Por lo tanto, al final se torna contraproducente ya que no solo imposibilita la devolución de estabilidad, sino que repele posibles inversiones extranjeras. Conjuntamente, a nivel microeconómico las tasas altas también poseen el mismo efecto y desincentivan la inversión personal y el consumo.

A pesar de que en Argentina las tasas de interés se caracterizan por ser unas de las más altas, en términos reales es negativa ya que no alcanza la inflación. Es interesante observar la variación en la Tasa de Préstamos Personales establecida por el BCRA. Hoy en día, se cobran tasas altísimas lo cual desincentiva la toma de préstamos. Es interesante analizar estas variaciones a nivel macroeconómico ya que en los casos donde la inflación aumenta, el Banco Central tiende a aumentar sus tasas de interés y de este modo aumentará el costo de endeudamiento de los bancos quienes ofrecen créditos a empresas y hogares.

Gráfico 10



Si bien el BCRA realiza estos constantes aumentos con el objetivo de incentivar el ahorro en moneda local, las tendencias y especulaciones de los argentinos –principalmente asociadas a la inflación– conducen a que tengan una mayor vocación por el ahorro en moneda extranjera, como se nombró previamente en la sección anterior.

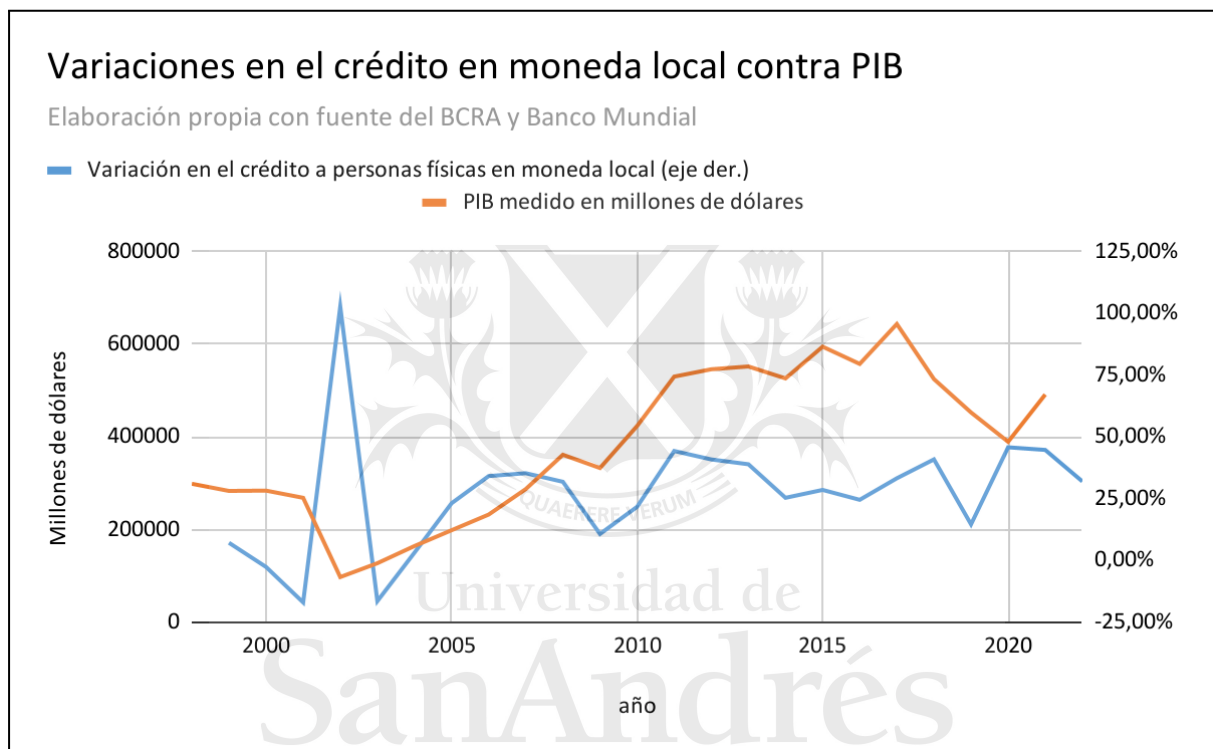
3. c. El crédito y otras opciones de pago

Es importante analizar cómo se comporta la tendencia en los préstamos en el sector privado no financiero. Para entender cómo se comporta el mercado de crédito durante períodos de recesión económica, es necesario analizar las tendencias en las variables de financiamiento frente a cambios en el PBI. Siguiendo las ideas que se fueron presentando, se debería esperar que en los períodos de contracción, los giros de préstamos deben ser menores debido a la relación que posee el desarrollo financiero con el crecimiento económico.

En el **gráfico 11** podemos observar cómo durante el período post corralito se da una gran variación en el crédito, particularmente en el 2002, como una respuesta al aumento en el uso de las tarjetas de crédito como fuente de financiamiento. Luego, el crecimiento se da de

forma continua en ambas variables, hasta el 2008 donde se ven grandes caídas, tanto en el mercado de crédito como en la variable de crecimiento económico. Durante el período de 2012 a 2018 se ven fluctuaciones en ambas curvas con picos en 2015 y 2017. Durante la crisis de COVID-19 durante el 2020 se vió una gran recesión económica. Ambas variables están en crecimiento desde entonces.

Gráfico 11

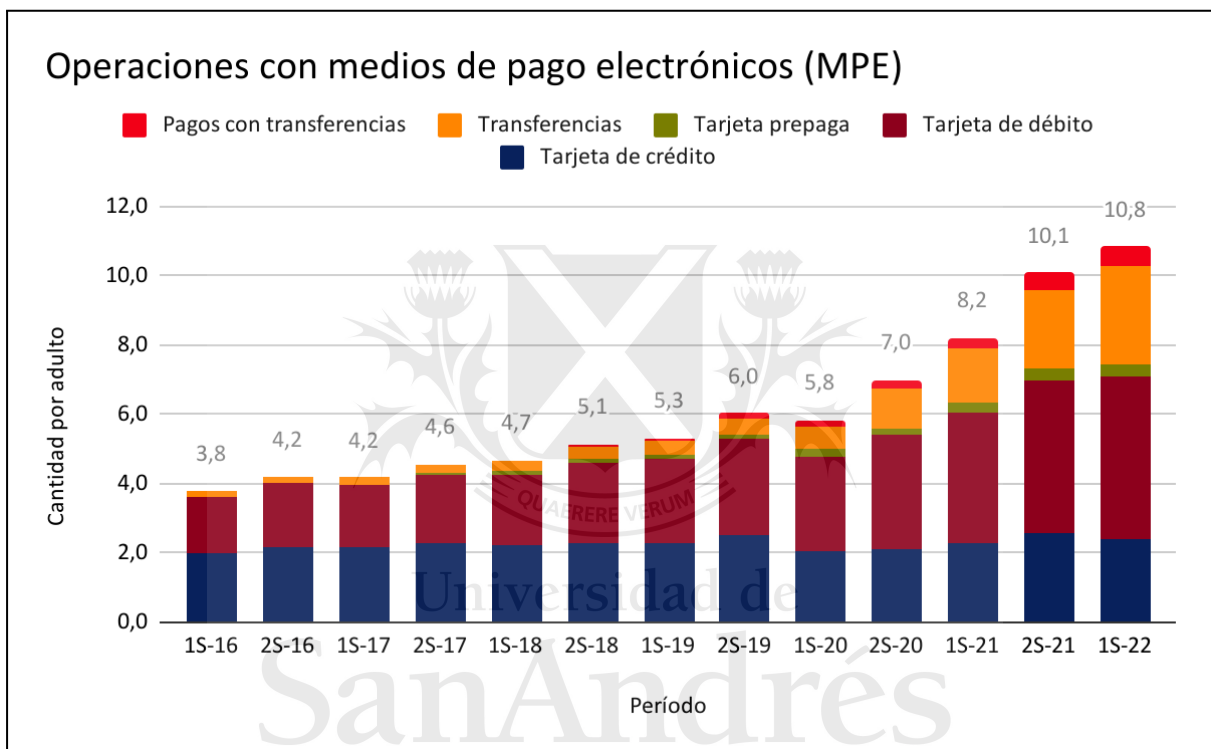


Hoy en día, se han ido desarrollando distintas herramientas que han favorecido a la inclusión financiera, tanto de forma horizontal como vertical. Estos medios de pago electrónicos facilitan el financiamiento de sectores informales de la sociedad sin prescindir de formalidades que den garantías y aseguren a los usuarios. Según el último informe de Inclusión Financiera del Banco Central de la República Argentina de octubre 2022¹², el crédito a las personas humanas ha ido mostrando una tendencia positiva gracias al desarrollo de los medios de pago electrónicos (MPE) y los Proveedores de Servicios de Pago (PSP) quienes han ido ganando participación en los pagos cotidianos. Por este modo, la apariencia de la tecnología ha ido aportando una mayor inclusión financiera por el lado del

¹² <https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-Inclusion-Financiera.asp>

financiamiento. Es decir, más personas comenzaron a ser financiadas por parte de proveedores no financieros de crédito. Si bien estas opciones de crédito no son tenidas en cuenta por los autores P. Ghosh, D. Mookherjee y D. Ray (1999) por razones obvias de contextualidad, los MPE y los PSP cumplen un papel muy importante en el uso de instrumentos financieros, principalmente en los sectores más informales.

Gráfico 12



Es interesante observar en el **gráfico 12** que el uso de los MPE ha ido creciendo de forma significativa. Los MPE representan una manera más simple de asociación de nuevos usuarios a cuentas de banco. De todos modos, estos nuevos usuarios se destacan por hacer uso de nuevas herramientas financieras que pasan por alto el uso de crédito. Esto es, si bien se ha logrado un acercamiento más democrático de los medios de pago, no se ha dado un aumento en el número de usuarios que utilicen el crédito como medio de financiamiento, particularmente en los MPE.

Conclusiones

Gran parte de los hábitos económicos se escriben a partir de los hitos y sucesos macroeconómicos que se van dando dentro de un país. En los momentos de la historia donde concurren ataques a la propiedad privada, los individuos fueron construyendo sus conductas y expectativas a partir de lo observado. El derecho a la propiedad privada está legalmente legitimado por la Constitución Nacional; aún así el Estado ha encontrado distintas maneras de violar este derecho. Juan Bautista Alberdi consignó: “Pero no basta reconocer la propiedad como derecho inviolable. Ella puede ser respetada en su principio y desconocida y atacada en lo que tiene de más precioso: en el uso y disponibilidad de sus ventajas [...] El ladrón privado es el más débil de los enemigos que la propiedad reconozca. Ella puede ser atacada por el Estado en nombre de la utilidad pública”. Con el pretexto de *utilidad pública* el Estado Nacional ha demostrado –en reiteradas situaciones– que la propiedad privada puede ser fácilmente ultrajada. Así es que lo ha demostrado el pueblo en sus decisiones económicas, como el extranjero, a la hora de decidir si invertir en el país o no. El agente económico argentino tiene vocación por la moneda extranjera, particularmente preferencias en el dólar como medio de ahorro y depósito de valor, función principal del dinero.

Del mismo modo, esta serie de expectativas y estimaciones que definen la decisión de cartera de los individuos viene altamente asociada a las condiciones inflacionarias con las que vive el país. Concretamente, la inflación en Argentina es de las más altas del mundo y ha logrado, desde hace unos años, poner en jaque otra función fundamental del dinero: la de unidad de cuenta. Pocas transacciones significativas son realizadas en moneda local o, por lo menos, utilizando su valor en Peso Argentino (\$) como referencia. En contextos de gran emisión monetaria como medio de financiamiento económico, falta de credibilidad en la moneda y expectativas sobre la inflación, el país no ha logrado darle pausa a los grandes incrementos inflacionarios.

Como es propuesto en el modelo de Roubini y Sala-i-Martin (1992), en el caso Argentino podemos observar un círculo vicioso de debilidad financiera e inflación. Los grandes déficits son financiados con emisión monetaria. La inflación crece, así como sus expectativas y las restricciones financieras dibujan la misma tendencia positiva con el objetivo de cuidar de las reservas de moneda extranjera que, indefectiblemente, vuelven el dólar aún más atractivo.

Asimismo, es interesante retomar la idea de P. Ghosh, D. Mookherjee and D. Ray (1999) donde se plantea que las altas tasas de interés imposibilitan la restauración de las deudas y los incentivos de inversión por parte de locales y extranjeros. En Argentina las tasas de interés se caracterizan por ser de las más altas. De todos modos, en términos reales, no deja de ser negativa debido a los grandes números de inflación. Concretamente, Argentina no termina de ser lo suficientemente atractiva para invertir –la tasa de repago es altísima–, aunque tampoco resulta atractiva a la hora de ahorrar ya que el Peso Argentino pierde contra la inflación. Al final, se vuelve a la misma herramienta de ahorro: el dólar.

Conjuntamente, es necesario comprender de qué manera la estructura demográfica del país, la informalidad y la evasión impositiva juegan un papel fundamental a la hora del acercamiento financiero de todos los individuos. Con una tasa altísima de evasión impositiva y un sector informal de casi la mitad de la población, las características de prestación y requisitos financieros funcionan de manera distinta entre sectores. Estos dos factores se van acompañando y acentuando de forma paralela. Concretamente, es la informalidad quien continua con la erosión del sistema tributario. Además, los problemas de asimetrías de información y riesgo moral en las masas informales conducen a que se desarrollen mercados financieros paralelos donde las condiciones están lejos de las de optimalidad. Además, como se ha logrado demostrar en los datos, si bien Argentina es uno de los países con menos zonas rurales, la gran distribución de los habitantes y la falta de acceso a los instrumentos bancarios (como puntos de acceso, cajeros automáticos, etc...) vuelve más difícil la inserción de ciertos sectores. Como se observa en los datos, los momentos de recesión económica han reflejado cambios en el uso del crédito como financiamiento económico. Hoy en día es fundamental reconocer de qué modo se ha logrado desarrollar el acceso a las carteras electrónicas en todos los sectores de la población. Si bien no se ha dado un aumento en los créditos ni en los préstamos económicos, se ha logrado facilitar los giros de dinero y transacciones por parte de los individuos.

Anexos

Anexo 1

Región	Provincia	Infraestructura física			Infraestructura digital			
		PDA cada 10.000 adultos	% de loc. con PDA	% de adultos que viven en loc. con PDA	Accesos a Internet por adulto	% de loc. con conectividad	% de adultos en loc. con conectividad	Velocidad de bajada (mbps) / Download speed (mbps)
Centro	Buenos Aires	13,1	51,3%	97,9%	1,36	86,5%	98,3%	60
	CABA	28,3	100,0%	100,0%	1,36	100,0%	100,0%	83
	Córdoba	17,0	53,2%	92,4%	1,29	82,5%	93,6%	46
	Entre Ríos	15,7	52,1%	88,9%	1,15	88,2%	90,4%	33
	Santa Fe	17,2	57,0%	93,3%	1,21	94,3%	95,5%	36
Cuyo	La Rioja	14,3	46,6%	93,1%	1,28	80,8%	84,2%	40
	Mendoza	17,3	45,4%	80,9%	1,05	81,6%	83,3%	22
	San Juan	13,6	39,0%	83,1%	1,03	70,7%	89,5%	11
	San Luis	22,5	47,1%	93,2%	0,98	91,8%	94,0%	21
NEA	Chaco	13,3	84,6%	87,4%	1,07	91,2%	87,6%	42
	Corrientes	13,2	67,5%	84,8%	1,14	94,8%	86,5%	36
	Formosa	10,6	67,7%	83,2%	1,03	90,3%	85,3%	29
	Misiones	12,8	56,8%	74,7%	1,09	73,4%	73,6%	39
NOA	Catamarca	14,0	24,0%	81,9%	1,06	47,4%	87,0%	46
	Jujuy	14,5	29,3%	89,5%	1,04	60,7%	91,3%	27
	Salta	11,0	57,7%	88,9%	1,05	86,9%	91,7%	34
	S. del Estero	10,2	28,5%	70,1%	0,94	77,0%	75,3%	14
	Tucumán	11,3	80,6%	82,4%	1,12	88,8%	82,8%	45
Patagonia	Chubut	14,7	60,9%	95,6%	1,35	89,9%	96,5%	9
	La Pampa	23,2	87,6%	94,8%	1,17	93,3%	95,0%	14
	Neuquén	19,6	80,0%	94,0%	1,63	88,3%	94,5%	40

	Río Negro	17,3	32,9%	89,3%	0,97	75,2%	91,9%	27
	Santa Cruz	17,5	74,1%	97,4%	0,60	96,3%	97,9%	9
	T. del Fuego	19,8	50,0%	98,8%	1,27	66,7%	98,9%	11
Total Nacional		15,3	52,3%	92,5%	1,24	82,8%	93,5%	32

Anexo 2

Indicadores de distribución financiera en América del Sur				
País	Sucursales de bancos comerciales	Cajeros automáticos	Personas que usan Internet	Acceso a la electricidad, sector rural
	2020 (por cada 100.000 adultos)	2020 (por cada 100.000 adultos)	2020 (% de la población)	2020 (% de la población rural)
Argentina	13,21	52,49	85,5	100
Bolivia	68,81	42,31	59,9	91,8
Brasil	17,88	96,56	81,3	100
Chile	12,31	49,47	88,3	100
Paraguay	9,82	25,97	73,96	100
Uruguay	10,01	261,91	86,1	100

Fuente: Banco Mundial y FMI.

Anexo 3

Uso de productos financieros por parte de la población 2021 (en porcentajes)					
País	Cuentas en una institución financiera	Tarjeta de débito o crédito	Ahorro en una institución financiera formal	Préstamo de una institución financiera formal usando dinero en una cuenta en el teléfono.	Usa una aplicación en el teléfono o internet para pagar cuentas
Argentina	71,63	56,48	11,15	32,08	32,35
Bolivia	68,89	45,09	20,04	20,01	13,92
Brasil	84,04	70,12	22,82	41,28	42,63
Chile	87,06	79,19	31,08	24,19	51,55
Paraguay	54,42	15,79	4,34	13,83	10,72
Uruguay	74,13	67,15	15,09	42,01	32,29

Fuente: Global Findex¹³

Universidad de
San Andrés

¹³ <https://www.worldbank.org/en/publication/globalindex/Data>

Bibliografía

- Banerjee, A. (2001) *Contracting constraints, credit markets and economic development*. M.I.T. Department of Economics, Working Paper 02-17.
- Batini, Bae Kim, Levine, Lotti (2010) *Informal Labour and Credit Markets: A Survey*. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., Estados Unidos.
- Beck, T., Levine, R., Loayza, N. *Finance and the Sources of Growth*. Journal of Financial Economics, 58 (2000) 261 – 300.
- Besley, T. (1995) *Property rights and investment incentives: theory and evidence from Ghana*. Journal of Political Economy. London School of economics, Londres, Inglaterra.
- Fanelli, J. (2002) *Growth, instability and the convertibility crisis in Argentina*-G Villarreal, F. (2017) *Inclusión financiera de pequeños productores rurales*. CEPAL (completar)
- Heymann, D. (2000) *Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: la Argentina en los noventa*. CEPAL, Serie de Reformas Económicas N° 61, Santiago de Chile.
- Heymann, D. (2012) *Macroeconomía de las promesas rotas*. CEPAL Buenos Aires y Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina.
- Levy-Carciente, S. (2022) Property Rights Alliance: *International Property Rights Index*. (Executive summary). Montanari, L. <https://www.internationalpropertyrightsindex.org/#compare-container>
- King, R., Levine, R. (1993) *Finance and Growth: Schumpeter might be right*. Quarterly Journal of Economics, vol.108, Universidad de California, Berkeley, Estados Unidos de América.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998) *Law and Finance*. Journal of Political Economy, vol. 106, N 6. The University of Chicago Press, Chicago, Estados Unidos.
- Levine, R. (2004) *Finance and growth, theory and evidence*. Handbook of Economic Growth. Departamento de Economía, Universidad de Brown, Estados Unidos.
- Loayza, V. (1996). *The economics of the informal sector: a simple model and some empirical evidence from Latin America*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 45. Banco Mundial, Washington, D.C, Estados Unidos.
- Morduch, J. (1999) *The microfinance promise*. Journal of Economic Literature, Estados Unidos.

- Pascale Bonnefoy (2016) *Argentina: The expropriation of Repsol-YPF*. Estudio. int. (Santiago, en línea) vol.48 no.184 Santiago de Chile, Chile.
- P. Ghosh D., Mookherjee D., Ray (2000) *Credit rationing in developing countries: an overview of the theories*” London, Blakwell.
- Rajan, G., Zingales, L. (1998) *Finance dependence and growth*. American Economic Review, Vol. 88, N. 3, Estados Unidos.
- Ray, D. (1998). *Development Economics*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey, Estados Unidos.
- Roubini y Sala-i-Martin (1992). *A growth model of inflation, Tax evasion and Financial Repression*. Discussion papers. Universidad de Yale, Estados Unidos.
- Schmitt-Grohe y Uribe (2013) *International Macroeconomics*. Universidad de Columbia, Estados Unidos.
- Schumpeter, J. (1934) *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*. Fondo de Cultura Económica, México.
- Szapiro, S., Fanelli, J. y Damill, M. (1998) *El impuesto inflacionario. Metodología de cálculo y estimaciones para la economía argentina*. Cedes, Buenos Aires, Argentina
- Timmer, C. (2009) *A World Without Agriculture: The Structural Transformation in Historical Perspective*, Washington, D. C, Estados Unidos.

San Andrés