



Centro de Estudios Económicos Argentina XXI

**El crowding out, otro estrangulamiento al sector
privado**

Ignacio Zorzoli

Mayo 2022

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de la historia del desarrollo económico los mercados financieros han desarrollado un papel fundamental, papel que cobró aún más relevancia a partir de la fuerte expansión de los mercados de bienes y servicios tras la revolución industrial y el crecimiento del comercio internacional. A tal punto esta simbiosis entre los mercados reales y los mercados financieros ha evolucionado, que hoy en día nos es imposible concebir una economía moderna sin la existencia de bancos, mercados de capitales profundos e incluso la liquidación de divisas en el comercio internacional en un mundo gobernado por el dinero fiduciario. Esta serie de funciones que poseen los mercados financieros de proveer liquidez, permitir la interconexión de los agentes que poseen saldos acreedores con aquellos que necesitan esos fondos para comenzar proyectos de inversión, la posibilidad de transformar depósitos en corto plazo en préstamos de largo plazo y otros, son tan cotidianas que sólo nos llaman la atención cuando estos mecanismos fallan.

La utilidad de los mercados financieros en general surge a la luz en los momentos de crisis económicas en las que esos mecanismos tienen falencias y se pierde su normal funcionamiento. Sin lugar a duda dentro de estas cuantiosas funciones se encuentra, como ya mencionamos, la de interconectar aquellos agentes de la economía que necesitan fondearse de liquidez para poder emprender proyectos de inversión con aquellos otros que poseen saldos acreedores y están dispuestos a prestarlos por un beneficio. En ese sentido poco ha cambiado desde la publicación de *La Naturaleza y Causa de la Riqueza de las Naciones*, donde Adam Smith sostenía que la base del crecimiento de la economía de un país es la inversión. Y para que esa inversión exista, es imprescindible que antes la sociedad haya ahorrado parte de esa riqueza con el fin de destinarla a tal fin, como dos caras de una misma moneda.

Sin embargo, el sector privado como un conjunto no es el único que compite por hacerse beneficiario del ahorro que una sociedad puede acumular. Ya en tiempos de Smith esto era una realidad, contexto que nuevamente se potenció en los tiempos actuales, y es que los Estados también necesitan de parte de ese ahorro para cubrir sus erogaciones. Basta con observar los actuales ratios de deuda sobre producto que mantienen la gran mayoría de países occidentales en nuestros días para comprender que los Estados son actores fundamentales en este escenario de disputa por el ahorro.

Cuando uno analiza el caso argentino encuentra que ciertamente el crédito al sector privado es prácticamente inexistente. Tomemos en cuenta, por ejemplo, la virtual imposibilidad de familia para acceder a un préstamo hipotecario para adquirir una casa o las crecientes trabas y dificultades a las que están sometidos empresarios de muy diversas escalas para conseguir financiamiento para sus empresas. Si miramos incluso los balances de las principales empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) podemos encontrar el gran peso relativo que tiene la emisión de Obligaciones Negociables emitidas en moneda extranjera en el pasivo de estas firmas. Si vemos los principales destinos que tiene el crédito privado podemos ver la colocación de préstamos personales a un plazo que rara vez supera los cinco años, financiación en cuotas de compras de electrodomésticos, pagos diferidos de tarjetas de crédito y, uno de los pocos mecanismos que encontró el sector privado para poder financiarse, los cheques de pago diferido. No por nada es conocida la expresión de que Argentina es el único país del mundo donde las casas se compran al contado y la licuadora en cuotas.

Ahora bien, es válido preguntarse cuál es el factor que genera esta falta de crédito privado y la concentración del poco flujo que hay en plazos cortos. El objetivo del presente informe es analizar justamente los mecanismos económicos implicados en la imposibilidad de mantener un mercado de crédito para el sector privado con alta liquidez y profundidad en nuestro país.

2. EL AHORRO COMO POSIBLE LIMITANTE DEL CRÉDITO.

Para comenzar con este análisis de la situación del crédito en Argentina vamos a comenzar a estudiar qué sucede con el ahorro, siendo uno de los factores más relevantes a la hora de medir la magnitud del crédito. Como vimos previamente, para que pueda existir un sistema financiero que tenga saldos que se destinen a satisfacer las demandas de crédito de una parte de la sociedad, primero es necesario que otra parte de esa sociedad decida ahorrar. No nos adentraremos en el presente informe en analizar las causas microeconómicas que llevan a distintos agentes de la economía a posponer consumo presente y utilizar esa parte de su ingreso como ahorro, pero sí es importante plantear que la proporción de ese ingreso que no se destina a consumo es un factor limitante a la hora de ampliar el mercado de crédito.

Sin lugar a duda, una sociedad que destina la gran mayoría de sus ingresos a consumo, y por ende tiene un bajo nivel de ahorro, está altamente limitada a poder destinar la cantidad que hubiese deseado a este propósito. Ahora bien, la pregunta que surge al respecto es cómo se comporta la economía argentina respecto al nivel de ahorro que se observa. A principio uno podría esperar que dados los bajos niveles de volúmenes monetarios destinados al mercado de crédito, el ahorro en la Argentina es bajo en comparación con países donde se pueden observar mercados más profundos y líquidos.

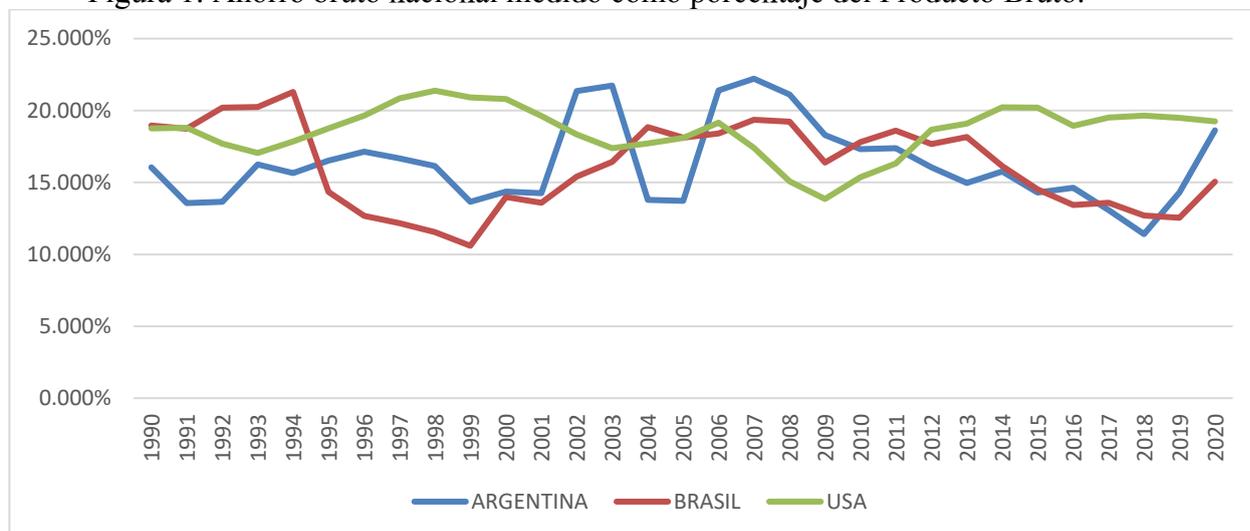
Cuando estudiamos el comportamiento del ahorro bruto nacional de nuestro país encontramos que la Argentina ahorró en promedio desde el año 1990 y hasta el año 2020 un 16,30% del PIB por año. Esto puede parecer un porcentaje relativamente bajo, pero es necesario que lo pongamos en contexto con el mismo indicador en otros países.

Cuando analizamos los casos de Brasil, uno de los principales socios comerciales de nuestro país, y el de Estados Unidos tomando en cuenta la amplitud de su mercado de crédito, vemos que el escenario no es tan distinto. Mientras que en el mismo período el ahorro bruto brasileño como porcentaje del PBI fue del 16,15%, menor al ahorro argentino. En el caso norteamericano, si bien el porcentaje de ahorro es superior al nuestro con un promedio en estos 30 años del 18,57% del PIB. Si bien es cierto que el nivel de ahorro en este país es mayor, los indicadores no son sustancialmente diferentes a los argentinos, a pesar de que salta a la luz las siderales diferencias entre el mercado de crédito en ambos países. Como se puede ver a continuación en el gráfico (1), si bien hubo períodos de discrepancia entre los tres países, no hay una marcada tendencia en el que uno se diferencie de los otros para bien o para mal a lo largo de los 30 años analizados.

Tomando en cuenta estos valores, podemos observar que la economía argentina posee un nivel de ahorro como porcentaje del PIB que es similar al de países como Brasil y levemente inferiores a los niveles de Estados Unidos. Es válido pensar que esos ahorros no se encuentran dentro del sistema bancario, con lo cual no existiría la posibilidad de que pueda darse un proceso de intermediación financiera como el que estamos estudiando. Es cierto que una parte considerable de los ahorros de los privados argentinos se encuentra colocado en moneda extranjera fuera del sistema financiero nacional, ya sea en saldos a la

vista o inversiones en el sistema bancario extranjero, en cajas de seguridad o simplemente en billetes y monedas atesoradas por los particulares.

Figura 1: Ahorro bruto nacional medido como porcentaje del Producto Bruto.

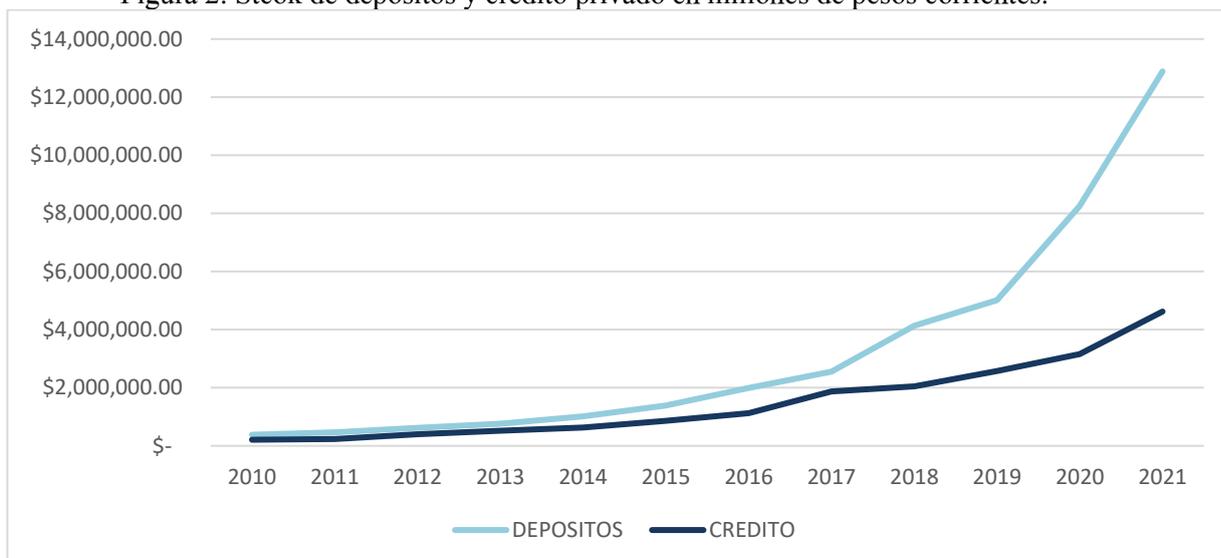


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial (BM)

El escenario cambia radicalmente con los saldos en moneda local los cuales, en su gran mayoría se encuentran como depósitos a la vista o a plazo fijo en bancos comerciales públicos o privados. Uno podría esperar que, a pesar de los saldos ahorrados en moneda extranjera fuera del país por parte de las empresas y familias, el dinero que se mantiene en el sistema bancario en moneda nacional sí se utiliza para dotar de liquidez al mercado de créditos. Sin embargo, cuando analizamos la evolución del stock de saldos en colocados en el sistema bancario y lo comparamos con la cantidad de dinero que se canaliza hacia el mercado de crédito al sector privado encontramos que la situación dista mucho de ser la antes descrita.

Tal como podemos ver en el siguiente gráfico, una parte cada vez más considerable del dinero que los privados mantienen en el sistema bancario deja de ser utilizado para financiar el mercado de crédito local. En lugar de observarse una tendencia similar entre el crecimiento de las dos variables producto de la inflación del peso argentino, vemos que por el contrario el crecimiento de los saldos monetarios que se destinan al crédito crece a un ritmo mucho menor que los depósitos.

Figura 2: Stock de depósitos y crédito privado en millones de pesos corrientes.



Fuente: Elaboración propia en base a Osvaldo Ferres (2009) y BCRA.

La realidad se vuelve aún más marcada cuando analizamos la forma en la que evolucionó el crédito privado como porcentaje de los depósitos en el sistema financiero nacional. Cuando realizamos el cociente entre ambos desde los primeros años de la década del 90 y hasta la actualidad, se puede distinguir tres períodos bien marcados. El primero de los períodos comienza a principio de la década de 1990, donde se observa una marcada tendencia decreciente a entre la cantidad de depósitos colocados en el sistema financiero y el crédito al sector privado. A pesar de eso, es un período donde el cociente se ubica por sobre el 70%. A partir del año 2002 y luego del estallido de la crisis económica del 2001, se observa una profunda caída del crédito lo cual provocó que el índice alcanzara su valor mínimo de 31,35%.

A partir de ese momento comienza una leve recuperación desde esos valores mínimos y con algunos altibajos hasta el año 2017 donde se alcanza a superar ese valor del 70% que había constituido un piso dos décadas antes. Vemos así que por más de quince años el mercado de préstamos estuvo operando por debajo del 60% de los saldos depositados a la vista en el sistema bancario. A partir del año 2017 comienza una nueva caída mucho más pronunciada que la observada en los años 90, caída que llega hasta nuestros días. Así podemos ver que para el año 2021 el valor del indicador que estamos observando se acerca a los mínimos posteriores a una de las peores crisis económicas que enfrentara el país. Esto nos habla de un profundo cambio en la economía argentina que genera esa profunda contracción del crédito privado.

3. EL CROWDING OUT ARGENTINO

Una vez analizado el comportamiento del ahorro nacional argentino y realizando una comparación con países con economías significativamente más grandes y con sectores financieros más profundos, como el caso de Brasil y Estados Unidos, encontramos que este nivel de ahorro no es un factor limitante a la hora de dar liquidez al crédito privado. Sin embargo, cuando vemos cómo evolucionó el stock de dinero destinado a préstamos al sector privado en función de los depósitos que empresas y familias realizan en los bancos podemos ver un constante deterioro, alcanzando en la actualidad niveles que son comparables a los posteriores al estallido económico del 2001. Esto nos da a pensar que

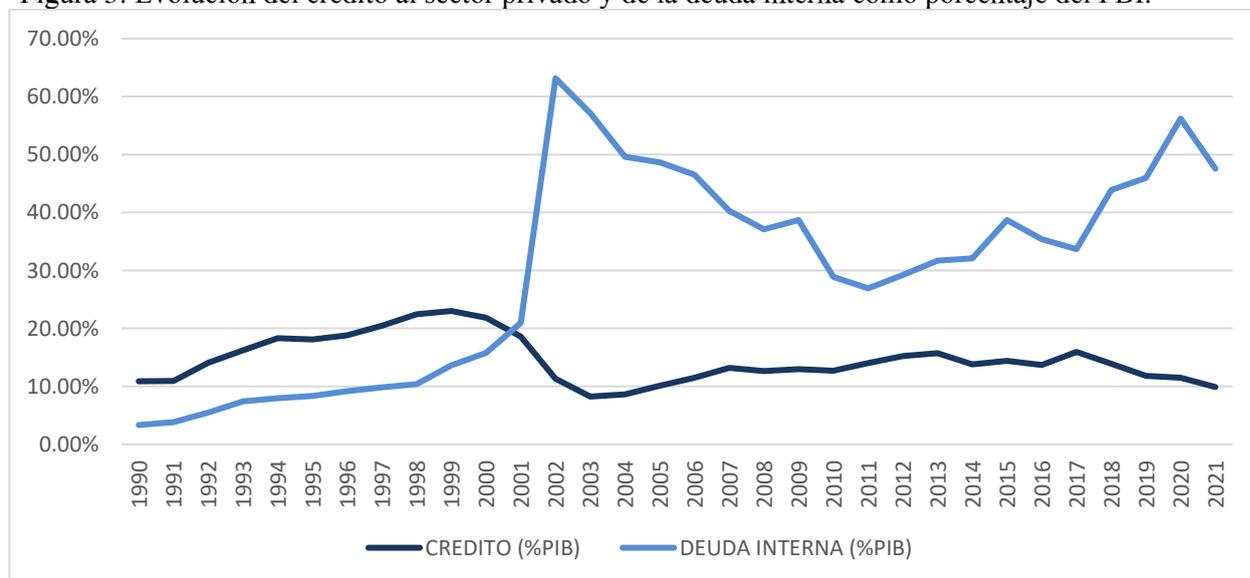
existe un sector que compite con los agentes privados por la utilización de ese ahorro de la economía argentina. En su trabajo sobre la restricción presupuestaria Edmar Bacha (1990), plantea un modelo que relaciona el sector privado, al sector externo y al sector público. En este modelo de las tres brechas, el autor sostiene que los déficits de un sector necesariamente deben ser financiados por los superávits de los otros, así surge la siguiente ecuación de restricción:

$$(S - I) + (T - G - TR) + (M - X) = 0$$

Lejos de este trabajo es realizar un análisis respecto de la derivación teórica que da origen a la ecuación que previamente mostramos, lo que si nos interesa son las implicancias que tiene para el estudio del presente informe. Se desprende del modelo de las tres brechas que el superávit de ahorro generado por el sector privado, si no es en su totalidad absorbido por el propio sector, debe estar financiando los déficits de alguno de los otros dos, ya sea del sector externo o del sector público. Es fácil notar, cuando uno analiza la estructura de deuda de la Argentina, que nuestro país es un deudor neto respecto al Resto del Mundo (RM), por tanto y en lo que respecta a la economía nacional la brecha externa también es superavitaria. Eso nos deja únicamente con la posibilidad de que, tanto el RM como el sector privado nacional, están financiando los déficits del sector público.

Efectivamente cuando analizamos el crédito como porcentaje del PIB y la deuda interna, que es la que el sector público en conjunto mantiene con acreedores residentes de nuestro país, se encuentra una relación inversa entre ambas. Mientras que en los períodos de desendeudamiento, el crédito privado tuvo una leve mejora en términos del PIB, a partir del año 2017 que comienza a acelerarse y a aumentar el stock de deuda tanto externa como interna, el crédito comienza a mostrar un retroceso, tal como se puede observar en el siguiente gráfico.

Figura 3: Evolución del crédito al sector privado y de la deuda interna como porcentaje del PBI.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Economía.

Es obvio que influyen otros factores en cuanto a la poca capacidad del sistema financiero de canalizar saldos ahorrados hacia el crédito privado, pero el efecto de crowding out sin lugar a duda mantiene un peso alto en ese comportamiento. Si analizamos en profundidad, es lógico concluir que, para un banco comercial, el riesgo de colocar el ahorro de los depositantes en encajes remunerados del BCRA o prestar el dinero en Letras de corto plazo

como LECER o LEDES es una decisión de construcción de cartera más eficiente y rentable que colocar ese dinero en préstamos a tasa activa a un sector privado extremadamente golpeado por las medidas regulatorias y fiscales que el propio gobierno toma. Esta competencia desleal, entre un sector público fuertemente necesitado de financiamiento y dispuesto a pagar altas tasas a plazos relativamente cortos y con condiciones beneficiosas para los acreedores, afecta sin dudas a la posibilidad de conseguir financiación del sector privado. Si contemplamos que una suba de tasa de interés, impulsada por la alta demanda del Estado Argentino, tiene como contrapartida un alza del WACC de las empresas privadas, la exposición a deuda aumenta disminuyendo el costo relativo del retorno del capital respecto al apalancamiento, lo cual no solo tiene un impacto profundo en la modificación de la estructura financiera de las empresas, sino que también repercute en el costo del capital acortando la posibilidad de crecimiento de las firmas.

Este mecanismo perjudicial, es el que termina no solo explicando la falta de crédito al sector privado, sino también la virtual imposibilidad de las empresas de poder financiar un crecimiento de producción a partir de canalizar parte del ahorro nacional. Con lo cual, podemos ver que no es la falta de ahorro la que limita la inversión, sino la competencia que ejerce el sector público para financiar los crecientes déficits fiscales, los que terminan absorbiendo ese ahorro al ofrecer mejores condiciones crediticias al capital

4. CONCLUSIONES.

A partir de los datos publicados en este informe, se pudo observar en primer lugar que el ahorro que realiza la sociedad argentina no dista mucho de lo que sucede con países que mantienen un sistema financiero mucho más sólido y profundo como el caso de Brasil y los Estados Unidos. En ese sentido se pudo observar que el ahorro como contracara de la inversión no es un factor limitante a la hora de canalizar ese ahorro en crédito que el sistema bancario y financiero en general puede conceder al sector privado.

A la luz de esta evidencia y partiendo del modelo de las tres brechas de Bacha, se encuentra que el superávit del sector privado necesariamente tiene que ser canalizado a financiar los déficits del sector público. El mecanismo por el que esto sucede, como vimos previamente, es a través de una competencia un tanto desleal por parte del Estado al ofrecer condiciones de riesgo mucho más bajas por tasas de interés cada vez más altas que impiden el acceso a ese financiamiento por parte de las empresas, sobre todo las PyMES que no pueden acceder a los mercados internacionales.

Sin lugar a duda que el acortamiento del crédito engloba toda una serie de condiciones que contribuyen a profundizar este escenario, claramente no es gratis vivir en una economía con tasas de inflación extremadamente altas, algo que conlleva un fuerte perjuicio a los acreedores frente a los tomadores de deuda. Sin embargo, cuando a este escenario de desequilibrios macroeconómicos le sumamos el accionar de un Estado que, como vimos, absorbe entre un 60% y un 70% de los depósitos que los privados mantienen en los bancos, podemos concluir que este mecanismo perverso genera fuertes límites a la posibilidad de financiación y crecimiento de empresas y particulares en el territorio argentino.