

**LA CRISIS ARGENTINA DE 2001:
ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN
EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**

Máximo Sangiácomo

Documento de Trabajo N° 9 – Febrero de 2006



DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

ALEJANDRO BANZAS
MARIANO BORZEL
LORENA FERNÁNDEZ
JORGE GAGGERO
CLAUDIO GOLONBEK
FEDERICO GRASSO
ESTEBAN KIPER
ARIANA SACROISKY
MÁXIMO SANGIÁCOMO

ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN

EMILIANO LIBMAN
PABLO LÓPEZ

CONSEJO ACADÉMICO

MARTÍN ABELES
LEONARDO BLEGER
JUAN JOSÉ DEU PEYRES
ROBERTO FRENKEL
MATÍAS KULFAS

Los contenidos del trabajo y la opinión del autor no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

El presente Documento de Trabajo se concluyó en el mes de Enero de 2006.

Para comentarios, por favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Web: www.cefid-ar.org.ar

INDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
2. LA CARTERA DEL SECTOR PRIVADO	5
3. LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO	15
3.1. EL FINANCIAMIENTO BANCARIO	15
3.2. EL MERCADO DE CAPITALES	20
4. LOS EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA REAL	24
5. REFLEXIONES FINALES	31
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	34
ANEXO I – METODOLOGÍA PARA LA ELABORACIÓN DE LOS GRÁFICOS SOBRE PORTAFOLIO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO ARGENTINO	36

1. Introducción

El abandono de la Convertibilidad¹ marcó el fin de una etapa caracterizada, entre otras cosas, por una significativa apreciación cambiaria y una excesiva vulnerabilidad externa. Los cambios estructurales pro-mercado adoptados en los primeros años de la década del noventa² hicieron que la economía fuera dependiente de las fluctuaciones en los flujos de capital internacional. En este contexto institucional, los cambios en las condiciones internacionales de liquidez y la disponibilidad de créditos tuvieron un impacto inmediato en las tasas de interés internas, en la creación de dinero, en el volumen de préstamos y por ende, en el gasto agregado.

La recesión sufrida por la economía argentina desde fines de 1998 junto con fragilidad que suponía el descalce de monedas derivado de la dolarización de las relaciones financieras (con los potenciales efectos devastadores sobre las hojas de balance de las empresas), se reflejó negativamente en la percepción sobre la capacidad de pago de los deudores locales (sector público y privado), provocando una pérdida de confianza en la sostenibilidad del modelo. El proceso anterior derivó en una reversión del financiamiento externo y una salida de depósitos privados que culminó con la imposición de restricciones al retiro de fondos y el estallido de la crisis hacia finales de 2001³.

A más de tres años del colapso, el objetivo de este trabajo se centra en realizar un análisis descriptivo e integrado de los efectos de la crisis del año 2001 sobre la cartera agregada del sector privado no financiero argentino (SPNF), el crédito bancario y el mercado de capitales. De esta manera se intenta brindar herramientas que contribuyan al debate sobre cuál sería la arquitectura del sistema financiero que permita por un lado, minimizar los problemas derivados de eventuales shocks adversos –internos o externos- y por el otro, fortalecer el crecimiento y desarrollo económico.

¹ Se conoce con este nombre a la Ley 23.928 que en abril de 1991 fijó la tasa de cambio nominal del austral con el dólar estadounidense. A partir del 1 de enero de 1992, finalmente el austral fue reemplazado por el peso convertible a dólar con una paridad de uno a uno.

² Las más importantes fueron la adopción de una caja de conversión y la apertura comercial y financiera irrestricta. También existieron otras, como la privatización de empresas públicas, el cambio del régimen jubilatorio y las modificaciones en el mercado de capitales y la Carta Orgánica del Banco Central.

³ En las distintas secciones del trabajo se analiza el período 1997-2004 donde por cuestiones prácticas los primeros cinco años (es decir, hasta 2001) comprenden el período previo a la crisis y los años subsiguientes integran la postcrisis. Sin embargo, es importante aclarar que la última crisis argentina debe

El trabajo se organiza como sigue. En la segunda sección procuramos cuantificar el impacto de la crisis –tanto por el efecto valuación como por la redistribución de fondos- sobre los activos y pasivos financieros en cartera del sector privado no financiero argentino haciendo un énfasis especial sobre el comportamiento de los activos colocados en el exterior. Para estudiar este punto nos apoyamos en un esquema poco utilizado hasta el momento para el caso argentino que consiste en la construcción, en base a información pública obtenida de diversas fuentes, del portafolio agregado del mencionado sector. Continuando con la mirada puesta en el sector financiero, en la tercera sección se estudia lo ocurrido con las fuentes de financiamiento de la economía. En tal sentido, se describe la evolución reciente de las distintas líneas del crédito bancario –diferenciándolas por su denominación monetaria- y de los volúmenes operados en instrumentos del mercado de capitales. Para vincular lo sucedido en el sector financiero con la economía real, la cuarta sección se ocupa de la evolución del Producto Bruto Interno y la Inversión Bruta Fija de manera agregada. Por último, en la Sección 5, se exponen algunas reflexiones finales.

Si bien el título así lo indica, tal vez convenga aclarar que no tenemos la pretensión de realizar un diagnóstico completo de los efectos de la crisis final de 2001 sobre la economía argentina, tampoco analizaremos en forma exhaustiva la situación financiera y patrimonial del sector bancario ni entraremos en la discusión sobre la conveniencia, en términos de crecimiento económico, de poseer un sistema financiero basado en bancos o en el mercado de capitales –*Bank Based vs. Market Based*-.

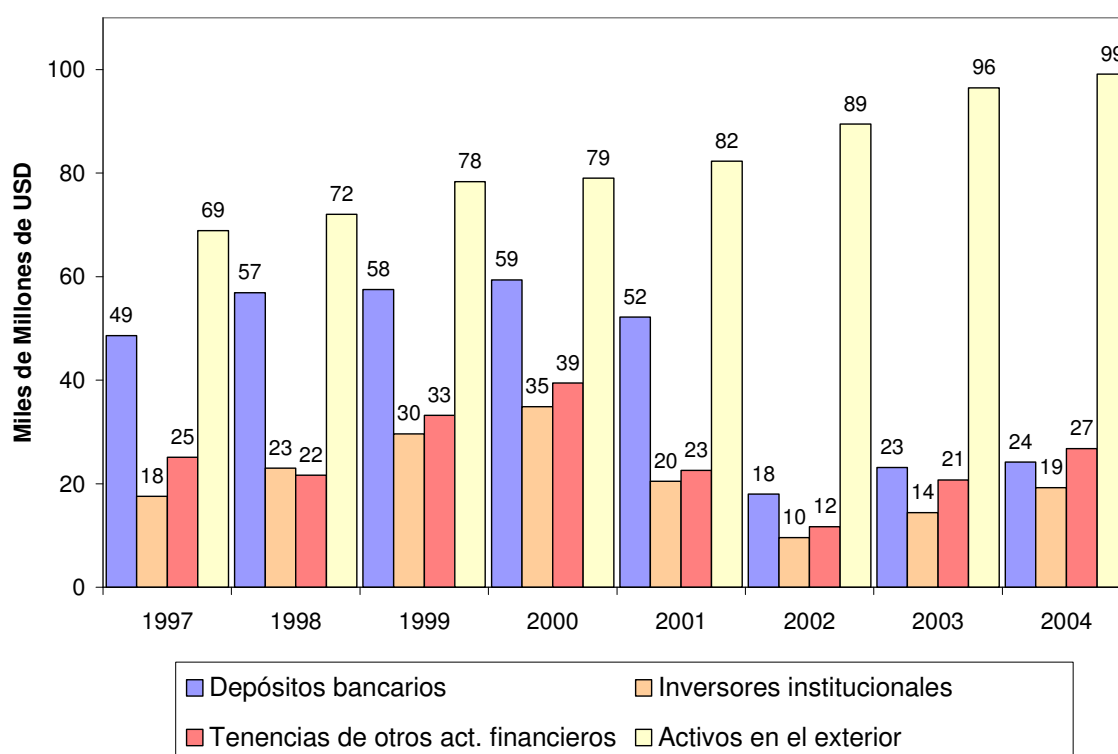
2. La Cartera del Sector Privado

Como argumenta Fanelli (2004), las decisiones de portafolio que están detrás de los movimientos de capital se toman tanto sobre los flujos como sobre los stocks y no debemos olvidar que, en general, las relaciones entre ambos pueden ser una fuente de volatilidad. Cuando un inversor toma decisiones sobre la composición de su portafolio de activos financieros, no sólo decide en qué activos financieros colocar el flujo de ahorro que realizó en un período, sino también cómo asignar el stock de activos que mantiene en su portafolio, que representa el acervo que acumuló con sus ahorros a lo largo del tiempo. Está claro que las magnitudes implicadas en este

entenderse como un proceso largo que comenzó con la recesión del año 1998 y tuvo su estallido final en diciembre de 2001.

segundo caso son mucho más abultadas y, por ende, si por alguna razón los agentes deciden “cambiar de lugar” sus stocks de activos financieros, las decisiones afectarán en mayor medida los rendimientos y las condiciones financieras. De esto se sigue que, *ceteris paribus*, los movimientos de stocks pueden generar más volatilidad que los de flujos. Por ello, se torna relevante analizar cual ha sido el comportamiento del portafolio privado argentino en los últimos años, luego del cambio de política económica.

Gráfico N°1. Activos Financieros del Sector Privado no Financiero Argentino



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y DNCI, MECON, BCRA, BOLSAR, SAFJP, SSN y CAFCI.

En el Gráfico N°1 se puede observar la evolución en la composición de los activos financieros del sector privado no financiero argentino medidos en dólares a través del tiempo⁴. Claramente, el estallido de la crisis sufrida hacia finales del año 2001, tuvo su impacto tanto en el valor de los activos como en la forma en que los mismos son acumulados. A grandes rasgos se nota que en el período precrisis entre el 50% y el

⁴ El Anexo I presenta la metodología utilizada para la elaboración del gráfico.

60% de los activos del sector privado estaban colocados en el país –ya sea en los intermediarios financieros o como tenencias directas de activos financieros- y la porción restante se encontraba fuera del sistema financiero local. La pérdida de confianza desarrollada a lo largo de los últimos años de la década del `90 provocó un cambio drástico en los canales de atesoramiento. En particular, una gran parte de los activos se fugaron hacia el exterior del sistema financiero revirtiendo los guarismos anteriores⁵.

Más abajo el Cuadro N°1 muestra las participaciones porcentuales permitiendo realizar un análisis comparativo. Allí se advierte que hasta el año 2001 el 43%⁶ de los activos del sector privado no financiero se encontraban intermediados por el sistema financiero local mientras que en los tres años siguientes esta cifra se reduce casi a la mitad (21% al 25%). Si se observa la distribución promedio de los fondos entre los distintos actores, se ve que antes de la crisis los *bancos* captaban el 30% de los activos privados en tanto que los *inversores institucionales* absorbían sólo el 13%; luego de la misma, las participaciones anteriores cayeron⁷ al 14% y 9% respectivamente. Teniendo en cuenta que algunos activos en manos de los inversores institucionales son de carácter compulsivo (por lo que no resultan directamente comparables con otros activos de carácter voluntario) y que el monto de los depósitos se expone neto de las colocaciones de los inversores institucionales en este concepto, se podría afirmar que tanto antes como después de la crisis, dentro de la parte intermediada, el sector privado mantuvo una preferencia por los depósitos bancarios como forma de colocar sus activos.

La crisis de finales de 2001 provocó una salida de depósitos bancarios que, a pesar del congelamiento impuesto por el denominado “corralito”⁸, se extendió hasta el mes de julio del año siguiente. En el gráfico anterior se observa la caída de los depósitos bancarios (valuados en dólares) luego de la crisis, y su lenta recuperación. Si bien no se ve reflejado en el gráfico, resulta interesante mencionar que, medido en pesos, el nivel de las colocaciones bancarias comenzó a recuperarse desde mediados de 2002 hasta alcanzar los valores previos a la crisis durante el primer semestre del año 2004.

⁵ Más adelante el gráfico N°2 hace foco sobre la formación de activos financieros en el exterior originados por transacciones.

⁶ Esto es, la suma de los depósitos bancarios con el valor de las carteras de los Inversores Institucionales (AFJPs, Compañías de Seguros y Fondos Comunes de Inversión).

⁷ Aquí debe tenerse en cuenta que en términos nominales, la devaluación del peso argentino generó una caída del 70% en el valor de los activos denominados en moneda nacional.

Sin embargo, la composición de los nuevos depósitos es diferente a la observada hacia finales de los `90; en la actualidad están constituidos mayormente en moneda local y a plazos promedio más cortos de colocación.

Las variaciones observadas en las *tenencias de otros activos financieros*⁹ compuestas por el circulante y los valores negociables¹⁰ pueden ser explicadas principalmente por los cambios registrados en estos últimos. La participación del circulante en los activos financieros se redujo del 8% al 4% entre 1997 y 2002, recuperándose dos años más tarde (7%). Los valores negociables, por su parte, presentan un comportamiento algo más volátil.

El endeudamiento público creciente registrado en la década del noventa¹¹ generó variaciones en las tenencias de títulos públicos, tanto por aumentos de los stocks como por variaciones en su valor de mercado. En tal sentido, en la precrisis la tenencia de los mismos se mantuvo cercana al 3% de los activos financieros aunque el aumento de la deuda soberana hacia finales de los `90 incrementó su participación a casi 6% en diciembre de 2000. Al año siguiente, como consecuencia de la caída de la cotización de los títulos públicos su participación se redujo notoriamente. En la postcrisis, la emisión de nueva deuda por parte del gobierno nacional para compensar a los bancos por la pesificación asimétrica de sus activos y pasivos de finales de 2001, produjo nuevamente un aumento de las tenencias individuales de títulos públicos del sector privado. En relación a los otros dos instrumentos que integran este rubro, desde 1997 hasta el 2001 aumentó la participación de las acciones mientras que se redujo la de obligaciones negociables. La devaluación del peso argentino de principios del año 2002 provocó una caída en la participación de estos activos que comenzaron a recuperarse lentamente en los años subsiguientes. En suma, como muestra el gráfico anterior el conjunto de tenencias de valores negociables presenta una tendencia creciente hasta el año 2000, cae con la crisis y se recupera en los últimos dos años.

Los activos financieros del sector privado no financiero *colocados en el exterior* están compuestos por títulos de deuda y acciones emitidos por no residentes, depósitos en

⁸ Se dio este nombre a una medida adoptada por el gobierno que permitía usar libremente los depósitos dentro del sistema financiero aunque existían límites para la extracción del dinero en efectivo.

⁹ La composición desagregada no se muestra en el gráfico para facilitar la interpretación visual.

¹⁰ Los mismos están integrados por títulos públicos, acciones y obligaciones negociables.

¹¹ Un análisis de la evolución histórica de la deuda argentina puede encontrarse en Frenkel et al. (2005).

el exterior y tenencia de moneda extranjera¹² —se excluye: la inversión directa de los argentinos en el exterior, las reservas internacionales del BCRA, los activos en el exterior del sector público y los activos en el exterior del sector privado financiero-. Medidos en dólares los activos del sector privado no financiero en el exterior han aumentado a lo largo de todo el período de análisis. En relación a la participación porcentual, se ve que en los últimos años de la Convertibilidad aproximadamente un 40% de los activos financieros del sector privado se encontraba colocada en activos externos. Luego, el efecto combinado de la devaluación del peso argentino (que redujo el valor de los activos denominados en moneda nacional) y el aumento de la formación de activos más allá de nuestras fronteras provocó que el valor de estos últimos pase de representar un 46% del total de activos financieros en diciembre de 2001 a un 70% en diciembre del año siguiente.

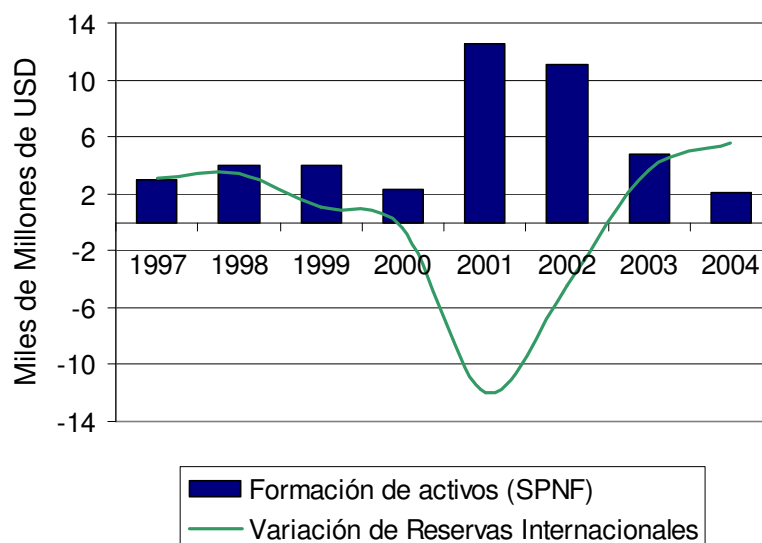
Una de las formas en que se manifestó la pérdida de confianza de los agentes económicos en la solidez macroeconómica y, como consecuencia, en el sistema financiero local, fue a través de la “mudanza” de los activos hacia el exterior (*fly to quality*). Más abajo el Gráfico N°2¹³ que muestra la formación de activos¹⁴ —comentada anteriormente- junto con la variación de reservas internacionales ilustra este fenómeno.

¹² Aquí se computan tanto las posiciones en la divisa (que no siempre se encuentran fuera del país) como la tenencia de dólares para invertir en activos externos. En ambos casos están colocados fuera del sistema financiero local que es lo relevante para el presente caso de estudio.

¹³ Los valores observados corresponden solamente a la adquisición de activos financieros por parte del sector privado no financiero que surge de la apertura de la *Cuenta Financiera* (se excluye la inversión directa de los argentinos en el exterior). Idealmente, deberíamos sumarle la fuga de capitales que se produce mediante “los precios de transferencia” y los “créditos intrafirma” aunque éstos se registran en las *Rentas de Inversión* (intereses, utilidades y dividendos) que componen la *Cuenta Corriente*, imposibilitando la distinción entre remisiones legítimas e ilegítimas. Una análisis de la fuga de capitales en la Argentina puede encontrarse en Basualdo y Kulfas (2002).

¹⁴ El saldo de la cuenta corriente y de la cuenta capital del balance de pagos más los errores y omisiones de estimación son equivalentes a los movimientos de la cuenta financiera y a la variación de las reservas internacionales. Estos dos últimos registran los cambios en los activos y pasivos externos que componen la Posición de Inversión Internacional (PII) que no están originados en variaciones de precios o de los tipos de cambio.

Gráfico N°2. Formación de Activos Financieros en el Exterior Originados por Transacciones del Sector Privado no Financiero Argentino y Variación de Reservas Internacionales



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCI

Allí se observa que durante los ocho años comprendidos entre 1997 y 2004 el sector privado no financiero aumentó sus activos financieros externos. En particular, se puede identificar a los años 2001 y 2002 como los períodos más críticos. El creciente nivel de riesgo y la crisis desarrollada durante el año 2001 generaron un fuerte cambio en la cartera de activos financieros a favor del exterior reflejando una pérdida en la capacidad del sistema financiero local para captar ahorros. La principal fuente de financiamiento para la formación de activos fue el superávit de la cuenta corriente privada (USD 15,439 millones) en el año 2002. En el bienio 2003-2004 la formación de activos en el exterior ha ido disminuyendo aunque todavía se mantiene.

Por su parte, la variación de reservas internacionales positiva hasta el año 1999 posibilitó la acumulación de divisas por parte del Banco Central. Los años 2001 y 2002 muestran una “corrida” contra las reservas en poder del BCRA ante la pérdida de confianza en la moneda local. Finalmente, los saldos comerciales positivos junto a la política monetaria implementada en el bienio 2003-2004 dirigida a mantener el tipo de cambio nominal en torno a los tres pesos por dólar, contribuyeron a la recuperación del nivel de reservas internacionales mantenido por Banco Central.

En relación a la formación de activos externos, Basualdo y Kulfas (2002) señalan que desde finales de los años `70 la fuga de capitales ha pasado a constituir parte integrante de la lógica de acumulación del capital concentrado interno. Sin embargo, durante la década de los noventa la salida de capitales locales al exterior se vuelve más compleja y cobra forma progresivamente. Asimismo, los autores encuentran que durante este período cada dólar de endeudamiento externo tiene como contrapartida – aproximadamente– otro dólar que se ha fugado al exterior. De esta forma, los capitales foráneos destinados a financiar el capital de trabajo y la expansión de las grandes empresas les permitió a los sectores dominantes, especialmente los grupos económicos locales, orientar el capital propio a la valorización financiera en el exterior.

Cuadro N°1. Activos Financieros del Sector Privado no Financiero Argentino

En Porcentaje

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Depósitos bancarios	30.3	32.8	29.0	27.9	29.4	14.0	14.9	14.3
Inversores institucionales	11.0	13.2	14.9	16.4	11.5	7.4	9.3	11.4
Tenencias de otros act. fin.	15.7	12.5	16.7	18.5	12.7	9.1	13.4	15.8
Activos en el exterior	43.0	41.5	39.4	37.1	46.4	69.5	62.4	58.5
Total (en MM de USD)	160	173	199	213	177	129	155	169

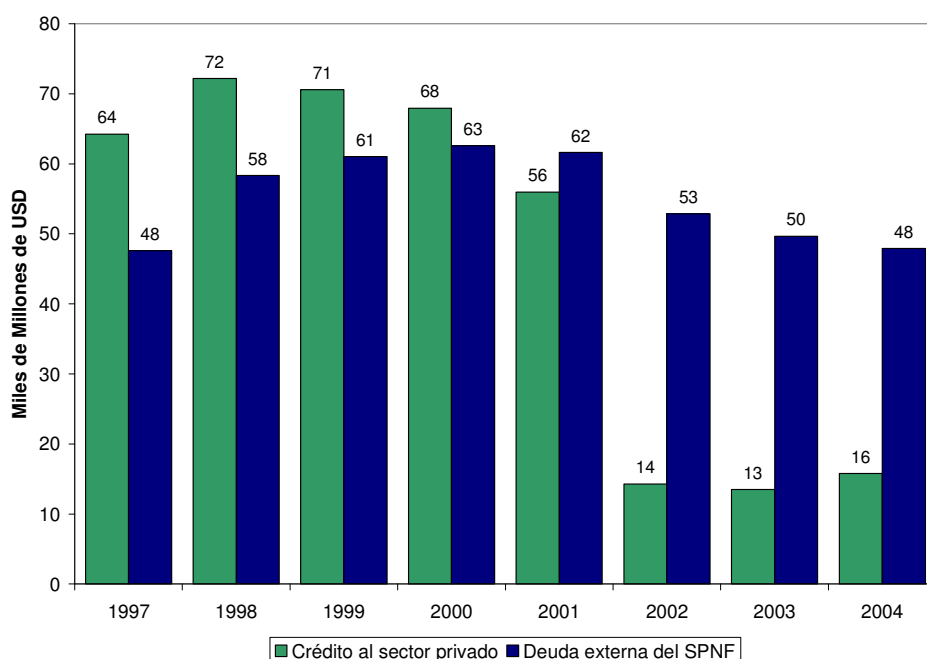
Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y DNCI, MECON, BCRA, BOLSAR, SAFJP, SSN y CAFCI.

Por el lado de los pasivos, en el Gráfico N°3 más abajo, se incorpora la evolución de la deuda externa del sector privado no financiero y el crédito al sector privado¹⁵. Si bien el análisis detallado de este último (principal componente de la deuda interna) se realiza en la sección 3.1., en el gráfico referido se observa que en la postcrisis además de la formación de activos en el exterior comentada más arriba, los fondos del sector privado no financiero fueron destinados a la cancelación de deudas externas e internas mostrando un cambio de tendencia respecto de las últimas décadas (donde aumentaban tanto los activos como lo pasivos). Por un lado, el diferencial de cambio

¹⁵ Tanto para el caso de los préstamos como de los depósitos se muestra la información del sector privado en su conjunto. Esto no afecta los resultados dado que el crédito al sector privado financiero representa aproximadamente el 5% del crédito otorgado al sector privado no financiero mientras que en el caso de los depósitos esta relación es del 0.5%.

que implicó la medida adoptada por el gobierno de convertir de las deudas en dólares a pesos con una relación de 1 a 1 y la cotización de la divisa en el mercado (cercana a los tres pesos por dólar) produjo una dinámica –para algunas empresas y familias con posiciones en la moneda extranjera- de utilización de activos para la cancelación de una porción del total de su deuda interna¹⁶.

Gráfico N°3. Pasivos del Sector Privado no Financiero Argentino



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA

Por el otro, se nota que entre diciembre 2001 y diciembre 2004, el endeudamiento externo del SPNF se contrajo en USD 13,727 millones (22% de la deuda del SPNF a diciembre de 2001). La reducción más fuerte tuvo lugar a lo largo del año 2002 siendo del 14% lo que representa el 64% de la reducción indicada –de los 22 puntos porcentuales totales el resto de reparte de la siguiente manera: un 5% en 2003 y un 3% en 2004-.

¹⁶ Es importante aclarar que la devaluación del peso argentino afecta la valuación del stock de crédito en términos de la moneda extranjera. Por ello, se produce un cambio importante en los valores entre el año 2001 y 2002. Como veremos más adelante –en la sección 3.1.- la evolución del crédito al sector privado medido en pesos apoya la hipótesis comentada en el párrafo.

Entre los años 2001 y 2002 las reducciones más importantes se registraron en las siguientes líneas: Deuda Bancaria Directa (27%); Deudas con Empresas Vinculadas (20%); Acreedores Oficiales (16%) y Organismos Internacionales (9%). En los años siguientes, los dos últimos rubros, junto con la Deuda Bancaria Directa continuaron mostrando variaciones significativas (en un rango que va del 10% al 25%). En este mismo sentido, se observa el efecto positivo que tuvieron las cancelaciones y reestructuraciones llevadas adelante por las empresas en la postcrisis ya que permitieron reducir un 5% y un 10% los Bonos y Títulos emitidos en los años 2003 y 2004 respectivamente.

El informe elaborado por el BCRA sobre la deuda externa del sector privado¹⁷ encuentra que los principales mecanismos a través de los cuales tuvo lugar la caída de la deuda externa del SPNF fueron la capitalización y/o condonación de pasivos por parte de los acreedores, la utilización neta de fondos propios en el exterior para abonar las obligaciones existentes y el pago neto de deudas financieras mediante el giro de divisas desde el país. Por otra parte, en adición a los elementos señalados, han existido otros mecanismos que colaboraron en la reducción de la deuda medida en dólares estadounidenses, como ser la aplicación neta de anticipos y prefinanciamientos de exportaciones. En sentido contrario, entre los factores que aumentaron el endeudamiento, se destacó la acumulación de intereses vencidos impagos.

El Gráfico N°4 muestra que las capitalizaciones y/o condonaciones de deuda ascendieron a un total de USD 5,688 millones y se han mantenido como la principal causa de la reducción a lo largo de 2002–2003. La utilización de fondos propios en el exterior para la cancelación de sus compromisos externos alcanzó los USD 3,735 millones en estos mismos años, siendo el segundo factor de importancia en la reducción de la deuda externa del SPNF. Este mecanismo fue usado en forma bastante uniforme con un valor que rondó los USD 450 millones trimestrales. Por su parte, como ya se ha mencionado, la cancelación neta de deuda financiera mediante el giro de divisas desde el país creció en importancia a lo largo del año 2003 (totalizó en el año USD 1,259 millones), en la medida que el Banco Central avanzó en la política de flexibilización de las normas que imponían restricciones sobre los

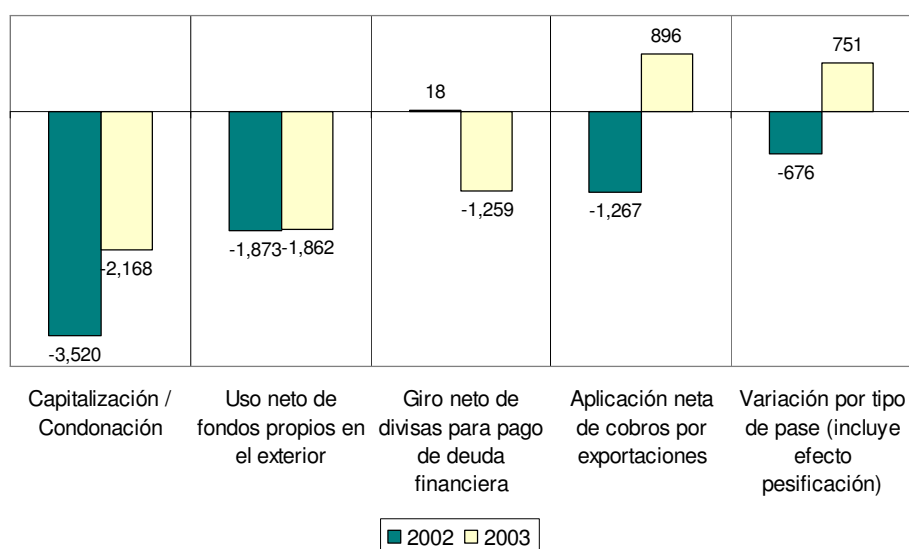
¹⁷ Los datos elaborados por el BCRA presentan variaciones respecto de las estimaciones efectuadas por la DNCI debido al distinto criterio utilizado para el relevamiento de los datos. Consideramos que las diferencias son poco significativas siendo válida la utilización de los datos publicados por el BCRA para analizar los mecanismos de variación de la deuda externa del SPNF.

movimientos de capitales. La aplicación neta de anticipos y prefinanciaciones de exportaciones, que había implicado una reducción de la deuda neta del orden de los USD 1,267 millones en el año 2002, revierte su comportamiento en el año 2003, con un incremento por USD 896 millones.

El aumento neto de la deuda externa del SPNF debido a intereses vencidos impagos, ha sido el mecanismo que más se destacó entre aquellos que han compensado la reducción del monto adeudado en el bienio 2002-2003, con un total acumulado de USD 1,382 millones. El mayor incremento (USD 733 millones) se registró durante el año 2002, en el cual existieron regulaciones que afectaban el acceso al mercado de cambios para el pago de servicios de renta. A pesar de la liberalización total de esas operaciones a partir del primer día hábil del año 2003, el monto de intereses vencidos adeudados aumentó en este último año en USD 649 millones.

Gráfico N°4. Impactos Anuales de los Mecanismos de Variación

En millones de USD



Fuente: BCRA

Al comienzo de esta sección se planteó que tanto el acervo de ahorro financiero como su estabilidad dentro del sistema financiero son importantes para disminuir la volatilidad de nuestra economía. Lo descrito hasta aquí muestra como la crisis de 2001 produjo un cambio radical en la colocación de fondos entre el ámbito local y el exterior por parte del sector privado no financiero. Este hecho plantea la necesidad de articular acciones orientadas tanto a disminuir la salida de activos generados internamente como a atraer los fondos colocados más allá de nuestras fronteras hacia

el sistema financiero argentino. El logro de este objetivo generaría una mayor disponibilidad de ahorro doméstico a ser canalizado hacia la inversión productiva de largo plazo reduciendo la dependencia de nuestra economía del financiamiento externo y, por lo tanto, contribuyendo a la estabilidad del sistema.

3. Las Fuentes de Financiamiento

Las circunstancias particulares del sistema financiero de cada país impactan en las posibilidades del mismo de impulsar el crecimiento económico. En tal sentido, la forma en que se fondean las firmas y la capacidad de sustituir entre diversas fuentes de financiamiento determinará los canales de transmisión hacia el sector real. La literatura financiera establece que los movimientos de la tasa de interés inciden sobre el nivel de actividad económica a través de lo que se denomina el canal del crédito. Habitualmente se distinguen dos mecanismos por medio de los cuales se manifiesta: el canal del balance empresarial y el canal del crédito bancario. El primero reconoce que un aumento de la tasa de interés afecta tanto el costo como la disponibilidad de fondos propios y el valor de las garantías de las empresas, lo cual a su vez incrementa la prima informativa –definida como la diferencia de costo entre los fondos externos e internos a la firma- con potenciales efectos sobre el nivel de actividad empresarial. El segundo se refiere al efecto de las políticas monetarias sobre el volumen de crédito (Bebczuk, 2000). Lo expuesto hasta aquí, y para continuar con el análisis de los efectos de la crisis de 2001 sobre el sector financiero, nos lleva a describir la evolución reciente del crédito bancario y los instrumentos del mercado de capitales para, en la cuarta sección, intentar establecer los vínculos con el sector real.

3.1. El Financiamiento Bancario

La crisis que sufrió nuestro país no sólo afectó los canales por los cuales el sector privado atesora sus activos financieros sino también las vías de financiamiento de la economía. En particular, la pérdida de confianza generó una salida de depósitos (comentada en la sección 2.1.) y la consiguiente contracción de la capacidad prestable obligó a los bancos a llevar adelante un proceso de reestructuración de activos y pasivos con el objetivo de recomponer sus niveles de solvencia y liquidez.

Resulta claro que para los bancos, como partícipes necesarios del funcionamiento de la economía argentina, fue imposible evitar los desajustes provocados por una crisis de las proporciones observadas en el año 2001. No obstante, es posible distinguir ciertos matices respecto de las conductas de los distintos grupos de bancos dado que a diferencia de los privados, los bancos públicos mostraron un comportamiento que en cierto sentido resultó contracíclico. El Informe N° 5 del CEFID-AR (septiembre de 2004) muestra que existe una correlación positiva entre la dinámica del PIB y la financiación al sector privado. A pesar de que éste es un comportamiento común a las entidades públicas y privadas, la tendencia se acentúa claramente para el caso de las segundas. Por su parte la banca pública, sin desligarse por completo del ciclo, se caracteriza por preservar niveles elevados de asistencia financiera, contribuyendo a atemperar la caída del PIB. En este sentido se destaca la menor caída del stock de los préstamos a las empresas por parte de la banca pública en el año 2002 (-31.7%), con relación a la evidenciada por la privada (-55.6%).

Más abajo el Cuadro N°2 presenta la desagregación del crédito por moneda y segmento en base al promedio anual de los saldos mensuales tomados en moneda corriente. Durante el período de Convertibilidad (hasta el año 2001) se observa un importante sesgo del sector bancario argentino hacia préstamos en moneda extranjera. En la precrisis en promedio el 63% del financiamiento era otorgado en dólares mientras que el 37% restante se realizaba en moneda local. Asimismo, se ve que el segmento empresario muestra una tendencia decreciente en la participación del crédito total, tanto en pesos como en dólares, mientras que las familias muestran un comportamiento inverso. Los años comprendidos entre 1999 y 2001 constituyen el período de mayor desbalance entre la moneda en que se colocaban los créditos y la denominación de los ingresos de los tomadores. Se observa que los préstamos en dólares otorgados a las familias poseen una mayor participación que el crédito en pesos tomado por las empresas. La recesión económica en la que se encontraba nuestro país desde finales de 1998 sumado al *crowding out* por parte del sector público probablemente expliquen la caída en los préstamos empresarios.

Este descalce de monedas constituyó uno de los principales puntos débiles del sistema financiero argentino de la década del `90. Wierzba y Golla (2005) afirman que las regulaciones prudenciales más severas que las recomendadas por el Comité de Basilea, impuestas en aquel momento, contrastaron con una gran “libertad” en dos aspectos básicos en el funcionamiento del sistema, determinantes de parte de los costos financieros de la crisis del 2001. El primero fue la inexistencia de regulaciones

que impidieran o limitaran el endeudamiento en dólares de sujetos de crédito que percibían sus ingresos en pesos. La segunda, la virtual eliminación de la condición de prestamista de última instancia desempeñada por el Banco Central. Es importante destacar que para solucionar el primer problema, luego de la crisis, se estableció la pesificación de las deudas y depósitos bancarios por lo que se nota un drástico cambio en los porcentajes anteriores. Desde ese momento, el financiamiento se concentra casi en su totalidad en moneda nacional reservándose los préstamos en moneda extranjera mayormente a las empresas¹⁸. Finalmente, además del cambio en la denominación monetaria del crédito en la postcrisis se observa una mayor participación relativa de las líneas de corto plazo.

Cuadro N°2. Estructura de Préstamos al Sector Privado (en porcentaje)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
En pesos	37.8	37.4	37.3	37.7	35.1	86.8	87.4	88.6
<i>Empresas</i>	<i>24.4</i>	<i>22.7</i>	<i>21.9</i>	<i>21.9</i>	<i>18.9</i>	<i>48.1</i>	<i>49.8</i>	<i>51.5</i>
Documentos	11.8	10.9	10.8	11.1	9.5	18.6	18.0	18.8
Adelantos	9.3	8.9	7.9	7.4	6.9	8.3	9.6	13.2
Hipotecarios	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	13.2	13.2	10.3
Otros	2.7	2.3	2.5	2.6	1.8	8.0	9.0	9.2
<i>Familias</i>	<i>13.3</i>	<i>14.8</i>	<i>15.4</i>	<i>15.8</i>	<i>16.2</i>	<i>38.7</i>	<i>37.6</i>	<i>37.1</i>
Personales	7.0	8.5	9.3	9.9	10.6	14.0	13.6	17.4
Vivienda	5.9	5.6	5.6	5.5	5.3	18.5	19.1	15.7
Prendarios	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	6.2	4.8	4.0
En dólares	62.2	62.6	62.7	62.3	64.9	13.2	12.6	11.4
<i>Empresas</i>	<i>42.5</i>	<i>40.5</i>	<i>39.7</i>	<i>37.7</i>	<i>38.1</i>	<i>12.8</i>	<i>12.3</i>	<i>11.1</i>
Documentos	27.6	25.6	23.6	21.3	19.9	7.6	6.5	4.9
Adelantos	0.8	0.8	1.0	1.0	1.4	0.1	0.0	0.0
Hipotecarios	7.1	7.2	7.5	8.2	10.0	0.3	0.2	0.3
Otros	7.0	6.9	7.5	7.2	6.7	4.9	5.6	5.9
<i>Familias</i>	<i>19.7</i>	<i>22.1</i>	<i>23.0</i>	<i>24.7</i>	<i>26.8</i>	<i>0.4</i>	<i>0.4</i>	<i>0.3</i>
Personales	5.1	4.9	4.8	5.1	5.8	0.2	0.2	0.2
Vivienda	7.8	9.4	10.2	11.6	13.9	0.0	0.0	0.0
Prendarios	6.8	7.7	8.0	8.0	7.1	0.2	0.2	0.1
TOTAL⁽¹⁾	55,201	64,032	65,701	63,364	55,886	40,396	31,041	34,199
% del PBI	18.8	21.4	23.2	22.3	20.8	12.9	8.3	7.6

(1) En millones de pesos corrientes (promedio de saldos mensuales).

Fuente: elaboración propia con datos del BCRA

¹⁸ En este sentido, para prevenir descalces importantes el BCRA luego de la crisis estableció que los recursos en moneda extranjera deberían aplicarse a la prefinanciación y financiación de exportaciones, financiaciones a productores de bienes para ser exportados y a otros instrumentos financieros cuyo activo subyacente esté denominado en dólares.

El panel (a) del gráfico siguiente (Nº5) presenta los promedios trimestrales en base a los datos mensuales e incorpora algunas líneas de crédito difíciles de clasificar dentro de los rubros mostrados en el cuadro anterior (aunque su contribución al crédito total resulta marginal) junto con el crédito al sector privado en términos reales y en relación al PBI¹⁹. Por lo tanto, la diferencia principal entre el Cuadro Nº2 y el Gráfico Nº5 es que este último nos permite analizar la tendencia del crédito al sector privado con una mayor apertura temporal (trimestral vs. anual) y eliminar el efecto de la variación de precios sobre la serie.

De esta manera se ve que en pesos corrientes los préstamos al sector privado crecieron desde el año 1997 hasta el primer trimestre del año 1999 para luego comenzar a descender hasta el último trimestre del año 2000, a partir de allí, la caída se vuelve más pronunciada alcanzando su piso en el primer trimestre de 2004 momento en que el stock de crédito presenta un valor de 40.6 mil millones de pesos (implicando una variación negativa entre puntas del 43%). La evolución de la postcrisis se explica por dos factores. Por un lado, las entidades bancarias encontraron dificultades a la hora de colocar fondos²⁰, por el otro, como fuera comentado en la segunda sección, el diferencial de valor entre la pesificación de las deudas y la cotización en el mercado de cambios del dólar estadounidense, resultó beneficioso para los deudores con posiciones activas en la divisa extranjera posibilitando la reducción de esta parte de sus pasivos. Finalmente, a partir de los últimos tres trimestres del año 2004 se nota que el crédito comienza a recuperarse levemente.

Por su parte, el ratio Crédito al Sector Privado/PBI y la serie en términos reales (deflactada por el índice de precios al consumidor) muestran un comportamiento similar salvo que la caída es más pronunciada (60% entre puntas) y la recuperación algo más tenue. Todesca y Ormaechea (2003), a través de los casos de México, Indonesia y Turquía muestran que la recuperación del crédito al sector privado medida como proporción del PBI tarda varios años en registrar los valores de la precrisis. En el caso particular de Argentina se advierte que a tres años de la crisis este ratio logra

¹⁹ A estos datos debería agregarse el financiamiento otorgado por fuentes informales. Si bien no existe información oficial, como señalan Todesca et al. (2005), estimaciones privadas (Arrigoni 2000) para el año 2000 muestran que el total de "banca informal" ofertaba más del 40% de los préstamos al sector privado cedidos por entidades financieras formales. Considerando la disminución en el número de entidades financieras formales y en su stock de créditos desde aquel momento hasta la fecha, sería esperable que la financiación por estos canales haya tomado mayor relevancia en el período inmediato posterior al año 2001.

²⁰ Consecuencia de la incertidumbre sobre la evolución de la economía argentina y los problemas del fondeo propio de los bancos (reducción de depósitos y otras líneas pasivas).

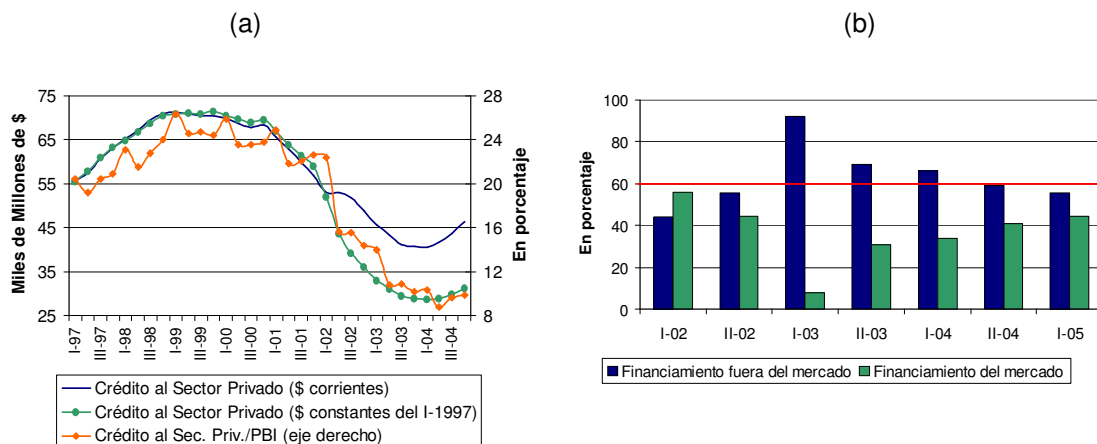
quebrar la tendencia decreciente observada desde finales de los `90 aunque todavía se encuentra sensiblemente por debajo de los valores alcanzados en 1999.

La importante caída de los préstamos al sector privado produjo la necesidad de sustituir esta fuente tradicional por otras alternativas. El panel (b) del Gráfico N°5 elaborado en base a la Encuesta Cualitativa Industrial del INDEC²¹ muestra el cambio de las expectativas en las fuentes de financiamiento empresarial en la postcrisis (lamentablemente no existen datos de previos al año 2002). Para ello, se agrupó a los fondos propios, el crédito de los proveedores, la financiación de la casa matriz y el rubro “otros” como *financiamiento fuera del mercado* mientras que las instituciones financieras locales, los créditos internacionales y el mercado de capitales proveen el *financiamiento de mercado*. De esta manera se nota que en el primer semestre de 2003 la diferencia entre ambas fuentes de financiamiento fue máxima repartiéndose un 90% por fuera del mercado y el 10% restante dentro del mismo. A medida que transcurre el tiempo, ambas series empiezan a converger aunque en el primer semestre de 2005 todavía predominaba el autofinanciamiento. La incertidumbre imperante en los momentos de mayor “turbulencia” hizo que las empresas que eran sujeto de crédito para los bancos (las más sólidas y con mayor liquidez) se financien con fuentes de financiamiento alternativas, mientras que las empresas dispuestas a tomar créditos bancarios se vieron racionadas debido a las restricciones del sistema financiero y a los estragos que generó la crisis, reflejados en quiebras, default, convocatorias de acreedores e interrupción de la cadena de pagos²².

²¹ Se debe aclarar que esta encuesta capta información de un conjunto de grandes empresas en relación a sus expectativas económicas de corto plazo y no proviene de sus balances. Sin embargo, al tratarse de la única encuesta sistemática que releva estos datos, la consideramos sumamente útil para analizar las fuentes de financiamiento de las empresas.

²² El estudio de los problemas de oferta y demanda en el mercado de crédito requiere un análisis más riguroso excediendo los objetivos de este trabajo.

Gráfico N°5. (a) Crédito al Sector Privado y (b) Fuentes de Financiamiento de Empresas



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC

3.2. El Mercado de Capitales

Para completar el análisis realizado en la sección precedente, en esta se describirá lo acontecido en el mercado de capitales. La capitalización bursátil de un mercado es igual al número de acciones emitidas por las empresas del país, cualquiera sea su clase, multiplicado por sus respectivos precios a una fecha dada. De este modo, el indicador refleja el valor total del mercado a la fecha del análisis. El cálculo de la capitalización bursátil incluye solamente las acciones de empresas locales –acciones preferidas, ordinarias y las que no poseen derecho a voto-.

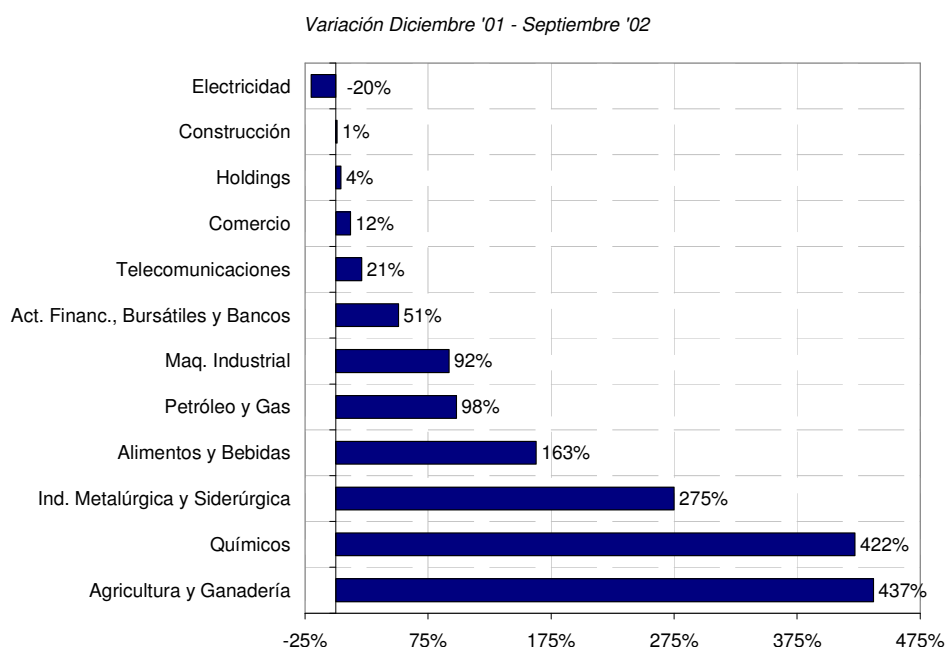
En el Cuadro N°3²³ presentado más adelante se ve que la capitalización bursátil de las empresas de origen nacional creció desde el año 2001 hasta la actualidad (lamentablemente no se cuenta con datos desagregados de la capitalización por empresa para el período previo a esta fecha) lo que implica un aumento en el valor de mercado de las mismas independientemente de la forma de medición adoptada (pesos, dólares –no mostrada en el cuadro- o en relación al PBI). Lo mismo ocurre si se computa la capitalización bursátil del total de empresas –es decir incluyendo las

²³ Es importante mencionar que el presente cuadro posee una limitación. Como es usual, la inexistencia de deflatores adecuados impide realizar un análisis en términos reales de los datos presentados. Por ello, no se puede distinguir con precisión si el cambio de los valores se debe a una variación en los precios o en las cantidades. Las magnitudes en relación al PIB contribuyen a zanjear estas limitaciones.

extranjerías- donde se observa un salto pronunciado en el año 2002 como consecuencia de la devaluación del peso argentino.

Dentro de los primeros nueve meses del año 2002, el cambio en el valor de mercado de las empresas no resultó homogéneo sino que varió en función de la actividad que las mismas desarrollan (Gráfico N°6). Los sectores con perfil exportador y baja dependencia del mercado interno como fuente generadora de ingresos muestran una mejor situación relativa. En tanto, los sectores vinculados a actividades de servicios o con dependencia del mercado interno disminuyeron su valor bursátil (IAMC 2002).

Gráfico N°6. Capitalización Bursátil en Moneda Local por Sectores



Fuente: IAMC.

Por su parte el índice Merval, que mide el valor de mercado de una cartera de acciones seleccionada de acuerdo a la participación en la cantidad de transacciones y el monto operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), nos permite analizar la evolución del precio ponderado de un conjunto de firmas representativas. De esta forma en el Cuadro N°3 se ve que luego del año 1997, como consecuencia de las distintas crisis sufridas en economías emergentes (sudeste asiático y Rusia) el indicador comenzó a deteriorarse alcanzando su valor promedio más bajo en el año 2001 momento en que se desata la crisis en nuestro país. En los tres años siguientes el índice Merval muestra una importante recuperación –sugiriendo que la mejora en los

niveles de capitalización antes comentada está principalmente explicada por el efecto precio- gracias a las mejores condiciones macroeconómicas domésticas y un contexto internacional favorable (bajas tasas de interés, crecimiento mundial sostenido, elevados precios de los commodities).

El promedio de los volúmenes diarios operados como porcentaje del PBI se recupera levemente en la postcrisis aunque no logra mantener una tendencia creciente (véase Cuadro N°3). En general se ven incrementos tanto en las acciones (instrumentos de participación) y las opciones (derivados) –este rubro en particular constituye una señal del impulso tomado por los instrumentos no tradicionales luego de la crisis- como en la negociación de títulos públicos (instrumentos de deuda). Si se compara el año 2001 con el año 2002, se ve que los promedios diarios aumentaron para todos los instrumentos negociados –con excepción de las obligaciones negociables-. Los CEDEARs²⁴, por su parte, constituyen un caso particular ya que representan un mayor interés por activos de empresas foráneas siendo utilizados en aquel momento como instrumentos para sacar fondos del sistema financiero local. Si se toma el promedio del período precrisis (1997-2001) de los volúmenes operados diariamente en los distintos rubros y se lo compara con los valores observados en 2004 se notan incrementos en todas las líneas, aunque las acciones se encuentran por debajo de los montos operados antes de la crisis debido a que en el bienio 1997-1998 la operación diaria de acciones resultó elevada.

²⁴ Son certificados representativos de depósito de acciones de sociedades extranjeras u otros valores, sin autorización de oferta pública en nuestro país. Quedan en custodia en la Caja de Valores y se pueden negociar como cualquier acción.

Cuadro N°3. Mercado de Capitales

Valores en millones de pesos corrientes

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Indice Merval (en puntos) ^(*)	750	555	487	504	367	400	733	1,107
Capitalización Bursátil Total ^(**)	59,000	45,000	84,000	166,000	192,000	348,000	542,000	690,000
Capitalización Bursátil (emp. nac.) ^(**)					31,984	55,430	102,622	120,665
Cap. Bursátil Total (% del PBI)	20%	15%	33%	58%	71%	111%	144%	154%
Volumen operado (% del PBI)	0.15%	0.09%	0.06%	0.06%	0.05%	0.10%	0.09%	0.07%
Volumen operado prom. diario	445.6	266.0	183.0	180.1	143.2	306.1	336.9	324.9
Títulos Públicos	271.1	142.6	124.3	110.9	66.5	130.2	135.6	181.9
Pases y Cauciones	11.2	12.4	19.0	35.9	53.2	130.0	146.6	64.9
Acciones	153.8	105.0	37.0	24.1	17.4	17.8	35.5	56.0
CEDEAR	0.0	0.2	0.5	5.5	3.2	24.9	13.1	9.7
Opciones	3.0	1.3	0.3	0.3	0.4	0.6	3.0	6.0
Préstamos	4.4	3.1	1.2	1.8	1.2	2.1	2.7	3.7
Obligaciones Negociables	2.0	1.5	0.8	1.7	1.3	0.4	0.4	2.7

(*) Promedio anual en base a datos diarios

(**) Corresponde al último día del período

Fuente: elaboración propia en base a datos de BOLSAR e IAMC.

En línea con los promedios diarios, más abajo el Cuadro N°4 muestra que los totales anuales negociados en la BCBA se recuperan a partir del 2002 sin lograr consolidar una tendencia positiva. Respecto de la participación porcentual de cada uno de los instrumentos los valores públicos representan cerca de la mitad de los montos totales a lo largo del quinquenio 2000-2004. Las cauciones²⁵, que constituyen crédito de corto plazo, aumentaron su participación en el año 2001 –momento en que el crédito bancario se encontraba en franca contracción- manteniéndose luego por encima de los valores observados en la precrisis. Por su parte, los volúmenes negociados en acciones, obligaciones negociables y fideicomisos aumentan luego de la crisis aunque pierden participación como porcentaje del total a partir del año 2002. En resumen, los

²⁵ La caución bursátil es una operación financiera en la cual el precio de venta al contado es inferior al de cotización y resulta de los aforos que fija periódicamente el Merval, siendo además el precio de la venta a plazo, superior al de la venta al contado (implicando una tasa de interés implícita). El pase bursátil se define como un solo contrato instrumentado en una o más liquidaciones, que consiste en la compra o venta de contado o para un plazo determinado de una especie y la simultánea operación inversa de venta o compra de la misma especie, para un mismo comitente y en un vencimiento posterior.

cuadros anteriores muestran que en la postcrisis algunos productos negociados en el mercado de capitales tomaron mayor dinamismo.

Cuadro N°4. Volumen Negociado – Participación por instrumentos

En porcentaje

Instrumentos	2000	2001	2002	2003	2004
Valores públicos	62.3	47.8	55.9	40.0	56.0
Cauciones	10.4	26.1	30.6	42.9	19.7
Acciones	21.3	21.6	5.8	10.0	16.2
Cedear	3.0	2.2	6.3	3.8	3.0
ONs. y Fideicomisos	1.3	1.1	0.2	0.2	0.9
Otros	1.5	1.2	1.2	3.1	4.3
Total (en MM de \$ corrientes)	45	35	72	84	82
Total (en % del PBI)	16%	13%	23%	22%	18%

Fuente: elaboración propia en base a datos de BOLSAR

4. Los Efectos sobre la Economía Real

Como se ha comentado, tradicionalmente la literatura económica ha reconocido que luego de una crisis se reduce la disponibilidad de crédito bancario y este constituye un canal importante a través del cual se ve afectada la inversión y el crecimiento económico. Con un enfoque de información asimétrica Mishkin (1996) argumenta que los incrementos de la tasa de interés²⁶, el aumento de la incertidumbre y las depreciaciones o devaluaciones no anticipadas son factores que exacerban los problemas de selección adversa y riesgo ético²⁷ (o *moral hazard*). En este contexto,

²⁶ Las características de los contratos de deuda implican que si el proyecto es exitoso el tomador del crédito será el que se beneficie del resultado positivo mientras que si el proyecto fracasa, dada la responsabilidad limitada del deudor, el banco deberá soportar las pérdidas. Los individuos y las firmas con proyectos de inversión más riesgosos son quienes estarán más dispuestos a pagar mayores intereses, por ello, si el acreedor percibe que un aumento de la tasa de interés (que, en última instancia, se establece en el nivel que maximiza el retorno esperado del banco) reduce su beneficio esperado, decidirá óptimamente no servir esta mayor demanda quedando configurada una situación de racionamiento crediticio.

²⁷ Se dice que el acreedor padece de *selección adversa* cuando no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo al momento de asignar el crédito. Por *riesgo ético* se entiende la habilidad del deudor para aplicar los fondos a un uso distinto al acordado con el acreedor (Kampel y Rojze, 2004).

los prestamistas reducirán la oferta de crédito llevando a una caída de la inversión y consecuentemente de la actividad económica agregada.

Sin embargo, las crisis bancarias recientes no parecen estar seguidas de recesiones prolongadas. Trabajos empíricos encuentran que el crecimiento del producto se restablece en un período relativamente corto y parece no estar liderado por la recuperación del crédito. Demirgüç-Kunt et al. (2000) identifican hechos estilizados del comportamiento de las economías en la postcrisis en base a una muestra que incluye datos macroeconómicos de 35 países para el período 1980–1995 (36 crisis bancarias) y datos a nivel bancario desde 1991 hasta 1998. A través de estimaciones econométricas examinan si en el año de la crisis y en cada uno de los tres años siguientes la variable en cuestión toma valores significativamente diferentes del promedio de los tres años previos a la crisis.

Estos autores encuentran que las crisis bancarias están acompañadas por una caída en la tasa de crecimiento del producto del 4% aunque ésta se recupera dos años después; el ratio Inversión/PBI se mantiene por debajo del nivel precrisis en todos los años posteriores a la misma pero de manera significativa sólo en el año siguiente; asimismo, la tasa de crecimiento del crédito al sector privado se mantiene alrededor del 7% por debajo de su tendencia en la precrisis aún después de tres años de sucedido el colapso aunque en relación al PBI se encuentra 7 puntos porcentuales por arriba, indicando que el crédito cae pero menos que el producto. Por otra parte, el hecho que el producto se recupere antes que el crédito permite pensar que no es la recuperación de los préstamos bancarios la que impulsa el crecimiento en el corto plazo²⁸.

Esta evidencia pone en duda la hipótesis sobre el canal del crédito donde la falta de financiamiento bancario contribuye significativamente a la caída del producto luego de la crisis. Se podría pensar que, una vez que mejoraron las perspectivas macroeconómicas, las empresas habrían sustituido el crédito bancario por otras fuentes de fondos como el crédito de proveedores, financiamiento interno (o de sus casas matrices), líneas de crédito externas, bonos y acciones. En este sentido, se debe aclarar que las posibilidades son distintas en función del tamaño de las firmas. Como argumentan Bleger y Rozenwurcel (2000) las PyMEs presentan dificultades para acceder a los mercados financieros por falta de información, menores volúmenes

²⁸ Bebczuk (2004) con datos de países latinoamericanos para los años '80 y '90 encuentra resultados similares.

de capital para ofrecer como garantía y el desconocimiento de los procedimientos y prácticas requeridos para acceder al crédito.

En nuestro caso, el período de tiempo transcurrido desde el momento en que se desató la crisis hasta la actualidad es relativamente corto para poder hacer inferencias confiables a partir de regresiones econométricas²⁹. Por ello, en esta sección nos limitaremos a analizar el comportamiento de algunas variables macroeconómicas que reflejan el desempeño del sector real, a los efectos de buscar similitudes y diferencias con los casos estilizados comentados más arriba (la evolución de las variables financieras antes y después de la crisis fue descrita en la Sección 3). Nuevamente debemos aclarar que en este punto se utilizan datos agregados imponiendo una limitación al análisis ya que se esconden diferencias entre sectores productivos y tamaños de empresas.

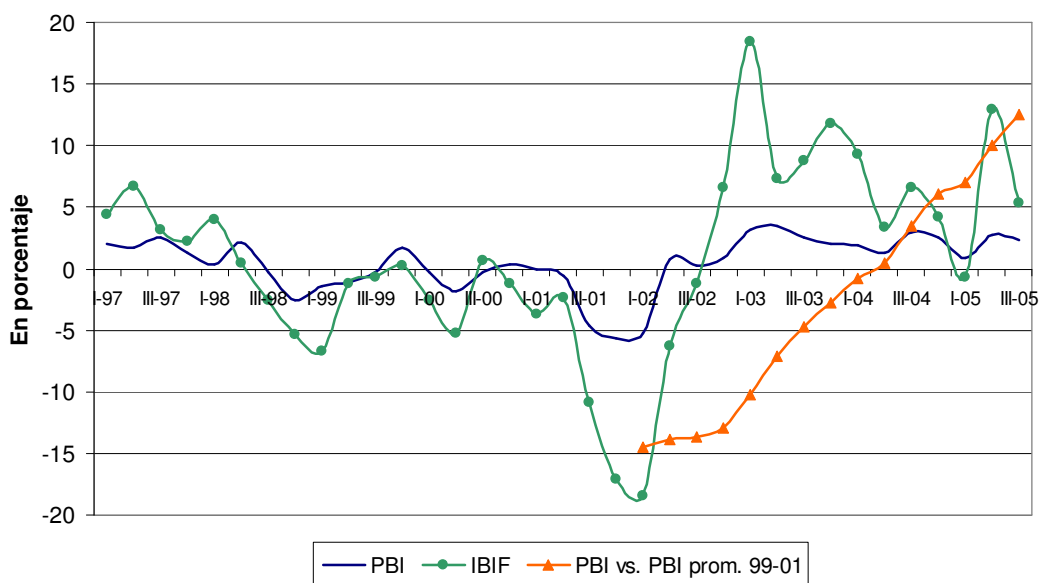
Con datos trimestrales desestacionalizados el Gráfico N°7 presenta la tasa de variación del PBI y la Inversión Bruta Fija desde 1997 hasta finales de 2005. La economía argentina inicia su período recesivo en el tercer trimestre del año 1998 y la tasa de crecimiento trimestral continua siendo negativa (excepto por los cuartos trimestres de 1999 y 2000) hasta alcanzar su piso en el último trimestre de 2001 (-5.7%). A partir de allí, el producto comienza a recuperarse obteniendo la primera tasa de variación positiva en el segundo trimestre de 2002. Desde este momento y hasta el tercer trimestre de 2005 la tasa de crecimiento trimestral promedio fue del 2%. Para poder comparar el caso argentino con los resultados de los trabajos empíricos antes comentados se tomó el promedio del PBI de los años 1999 a 2001 y se calculó la variación de cada uno de los trimestres posteriores respecto de este valor “base”. Esta serie muestra que tanto la caída como la recuperación son más pronunciadas. Por lo tanto, en línea con otras crisis recientes la primera tasa de variación positiva se obtiene a dos años del shock inicial.

Por su parte, la inversión muestra un comportamiento más volátil que el PBI. La evolución de ambas series hace que en el tercer trimestre de 2005 el ratio Inversión a PBI sea del 20% cifra inferior a la registrada en el año 1998 (21.4%) y levemente superior al promedio del período 1980-2000 (18.8%). Esta evidencia, sumada a lo analizado en la tercera sección muestra que en la última crisis sufrida por nuestro país

²⁹ Una forma de solucionar el problema de la dimensión temporal podría ser la utilización de datos en panel pero dado que el presente estudio se ocupa del caso argentino, trivialmente, la dimensión de corte transversal es única.

el impacto sobre las variables reales y financieras –la relación Crédito la Sector Privado/PBI constituye un caso particular por la caída pronunciada que experimentó– fue mayor a la observada en otras crisis recientes aunque con una recuperación más rápida de las primeras.

Gráfico N°7. Tasas de Crecimiento del PBI y la Inversión



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon.

Para entender qué factores se encuentran detrás de esta recuperación económica de la postcrisis el próximo gráfico (N°8) muestra la contribución al crecimiento en términos reales de cada uno de los componentes del Producto Bruto Interno para el período que va desde el año 1994 hasta el tercer trimestre de 2005. Allí se observa un patrón de crecimiento distinto al de la década pasada siendo las condiciones macroeconómicas sustancialmente diferentes a las imperantes en aquel momento. De manera muy resumida se puede mencionar que, a diferencia de la los años `90, tanto las cuentas fiscales como la balanza comercial son superavitarias. Básicamente, el abandono de la Convertibilidad y la posterior devaluación del peso argentino (pasando a tener un tipo de cambio real alto) favoreció tanto la competitividad externa (sector transable) y la sustitución de importaciones, como así también el aumento de los ingresos

tributarios. Asimismo, se redujo el desempleo gracias a la mejora registrada en la elasticidad empleo–producto³⁰.

El consumo y la inversión agregados son los factores que conducen el proceso de crecimiento en el bienio 2003-2004 aunque las altas tasas de variación registradas tienen que ver con una recuperación a partir de los niveles extremadamente bajos observados en el año 2002. Asimismo, no debe perderse de vista que en el período posterior a la crisis se produjo un aumento de 20 puntos porcentuales en la utilización de la capacidad instalada. Las inversiones realizadas durante este período sirvieron para mantenerla constante en torno al 70% (nivel general). De esta manera, para sostener el ritmo de crecimiento se torna relevante impulsar las inversiones públicas y privadas de largo plazo en esta etapa de postcrisis³¹.

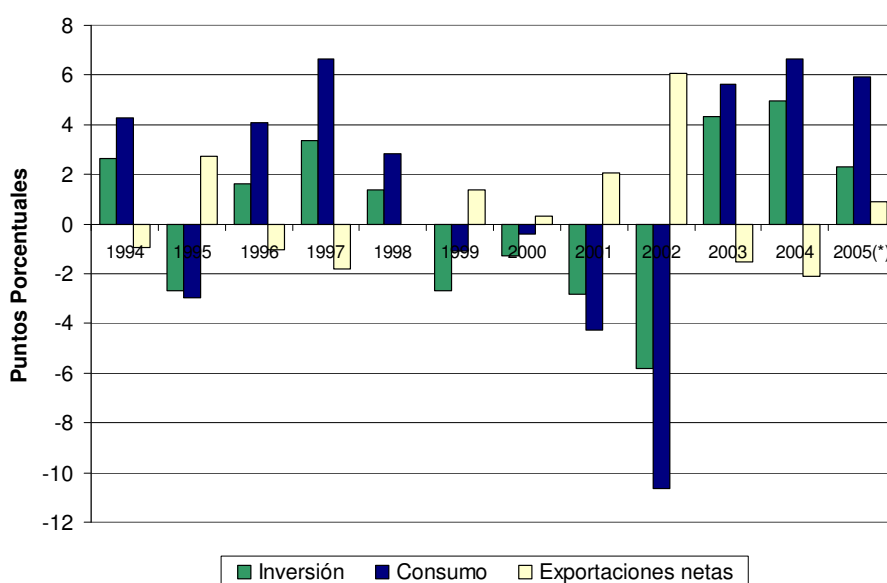
La interpretación de la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del producto es un poco más sutil. Esta depende de dos factores, el saldo de la balanza comercial y el signo de la tasa de variación real interanual. Es decir que la misma contribución (negativa) al crecimiento puede resultar de dos combinaciones diferentes (implicando, a su vez, situaciones macroeconómicas distintas). Por un lado, un saldo comercial negativo y una tasa de variación positiva (ej.: años 1996 y 1997) y por el otro, un saldo comercial positivo y una tasa de variación negativa (ej.: años 2003 y 2004). Lo sucedido en la economía argentina no es ninguna novedad, la devaluación del peso junto con la recesión convirtieron a las importaciones en un factor de ajuste natural (al volverlas relativamente más caras) mientras que aumentaron las exportaciones. De esta manera, la caída en la compra de productos externos conjuntamente con la sustitución de importaciones, revirtieron el signo de la balanza comercial en 2002. En los años siguientes, la economía comenzó a recuperarse (y

³⁰ Frenkel (2004) presenta un interesante análisis de la relación entre el tipo de cambio real y el desempleo para los casos de Argentina, Brasil, Chile y México.

³¹ En tal sentido, Keynes en sus *"Ensayos de Persuasión"* argumentaba: "El paciente no necesita reposo, sino ejercicio. No podéis dar trabajo a la gente conteniendo el gasto, dejando de cursar pedidos, permaneciendo inactivos. Por el contrario, la actividad de una u otra clase es el único medio posible para hacer que las ruedas del progreso económico y de la producción de riqueza giren de nuevo" (citado por Crespo (2004)). Estas afirmaciones desafían el argumento ortodoxo que propone el aumento de la tasa de interés para "enfriar" la economía. Como mencionan Abeles y Borzel (2004) "bajo esta propuesta se encuentra subyacente el supuesto de que el producto de largo plazo de la economía se determina del lado de la oferta a un nivel que se corresponde con la tasa natural de desempleo, el ciclo económico de corto plazo representa desviaciones, por exceso o por defecto, respecto de un sendero de equilibrio, sobre cuya intensidad o modulación la política monetaria puede ejercer alguna influencia, a través de las modificaciones de la tasa de interés. Este enfoque omite el papel de la demanda efectiva y su influencia en la formación de capital de mediano/largo plazo, así como la

también las importaciones) reduciéndose el saldo de exportaciones netas. Por todo esto, las “barras” hacia abajo de los años 2003 y 2004 poseen dos lecturas. Por un lado, deben interpretarse como un efecto de desaceleración impuesto por la balanza comercial sobre el crecimiento, consecuencia de variaciones anuales negativas respecto de su propio comportamiento en el período inmediato anterior (2003 vs. 2002 y 2004 vs. 2003). Por el otro, el saldo comercial positivo implica que las exportaciones netas continúan siendo un factor expansivo del PBI en la postcrisis.

Gráfico N°8. Contribución al crecimiento del PBI



(*) Corresponde al promedio de los primeros nueve meses.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon.

La baja sensibilidad de la actividad económica a los cambios en el crédito bancario (la evolución de los préstamos al sector privado fue revisada en la sección 3.1.) nos lleva a pensar que el canal del crédito no operó en la postcrisis de manera significativa como postula la literatura tradicional. En este sentido, a partir de los resultados de su estudio, Bebczuk (2004) señala que la visión del crédito donde el principal efecto perjudicial de las crisis financieras se da a través de la reducción del gasto y la inversión agregados como consecuencia de las restricciones crediticias soportadas por las firmas, es corroborada por los datos en forma parcial y sólo en el corto plazo. En

irreversibilidad y la naturaleza sendero dependiente de los procesos de inversión en activos físicos”.

contraste, pareciera que las crisis financieras son dañinas debido al “ruido” que provocan en el normal funcionamiento de la economía, a través de mayor incertidumbre y problemas de información asimétrica.

La experiencia reciente nos permite pensar que los recursos ociosos –mano de obra desempleada y capacidad instalada en la década pasada- le permitieron a las empresas argentinas, una vez resuelto el problema de la distorsión de precios relativos de la macroeconomía de la Convertibilidad, aumentar su producción sin necesidad de realizar inversiones adicionales de gran envergadura. Asimismo, las restricciones financieras se vieron relajadas en el corto plazo gracias a la mayor disponibilidad de fondos propios con que contaron las firmas en la postcrisis³², a la revalorización de los activos externos acumulados a lo largo de los años `90 (medidos en pesos) motivada por la depreciación cambiaria y, en menor medida, la utilización de algunos instrumentos del mercado de capitales. Sin embargo existen cuestiones de largo plazo que aún no han sido resueltas. Un modelo de crecimiento sustentable necesita de inversiones que involucren una cuantía significativa de capital y requiere mayores plazos de maduración. Para ello, es fundamental aumentar la intermediación del ahorro interno para poder recuperar el crédito bancario de largo plazo y diseñar una activa participación del Estado –a través de la banca pública y de la banca de desarrollo- que apoye el proceso de crecimiento económico.

En relación a este último punto, pensamos que el caso de Brasil constituye un buen marco de referencia. En aquel país, una importante red de bancos públicos actúan en el mercado competitivo, sus principales exponentes son el Banco do Brasil y una serie de instituciones que administran fondos públicos específicos hacia la producción como el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES creado en 1952) y la Caja Económica Federal (creada en 1861), son los canales que utiliza el Gobierno brasileño para hacer llegar al sector productivo sus programas específicos de financiación y apoyo a sectores de la actividad privada previamente seleccionados. Esta misma función, pero a nivel regional, es desempeñada por los tres grandes bancos de desarrollo estatales, el Banco de Desarrollo de Minas Gerais, el Banco

³² Elosegui et al. (2005) para una muestra de 62 empresas no financieras con oferta pública de acciones encuentran que la disponibilidad de fondos propios (flujo de fondos) muestra una alta recuperación en los dos años posteriores a la crisis, alcanzando niveles superiores al promedio registrado en el período precrisis (este efecto no es homogéneo para todas las empresas ya que observan diferencias cuando realizan divisiones de la muestra por tamaño de firma y sector productivo).

del Nordeste de Brasil S.A. y el Banco de Desarrollo del Extremo Sur S.A. (Todesca et. al 2005).

En el caso argentino, si bien los bancos públicos tradicionales poseen una importante participación dentro del sector financiero, la banca de desarrollo no ha logrado alcanzar las dimensiones observadas en otros países. Un antecedente lo constituye el Banco Nacional de Desarrollo (BANADE) que en sus inicios cumplió una función importante hasta que fue disuelto en el año 1993. En la actualidad, el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE, creado en 1992) es la institución de segundo grado encargada de proveer crédito de mediano y largo plazo destinados a la inversión productiva y el comercio exterior. En la misma dirección, en septiembre de 2005 se creó la Unidad de Financiamiento del Desarrollo (Ufide) con el objetivo de hacer más eficiente y rápido el financiamiento del Estado para aquellos proyectos destinados al desarrollo productivo –esta Unidad se encargará de cuestiones operativas y los préstamos estarán a cargo del Banco de la Nación Argentina y/o del BICE-.

5. Reflexiones Finales

La crisis que comenzó con la recesión del año 1998 generó, entre otras cosas, una recomposición de cartera hacia activos en el exterior y una reducción de las colocaciones bancarias. Si bien a medida que nos alejamos de la crisis el valor de los activos que componen el portafolio del sector privado no financiero argentino comienzan a recuperarse, aún queda un largo camino por recorrer. En tal sentido, pensamos que hacia adelante, algunos de los desafíos serán recuperar la confianza en la moneda local para morigerar la volatilidad que los cambios abruptos generan en la cartera de activos financieros privados como así también modificar la lógica de acumulación en mercados externos, que surgió durante la segunda mitad de los años `70 y que en los `90 se volvió más compleja. Se trata de encontrar el modo – seguramente nada fácil- de romper con el círculo vicioso que para nuestra economía implican los ciclos de fuga de capitales–reingreso–nueva fuga.

En la primera fase de la postcrisis se verificó una reducción del stock de crédito bancario, explicado básicamente por la menor captación de depósitos, la caída del financiamiento externo, el deterioro de los indicadores del sector y la cancelación de préstamos que realizó el sector privado, utilizando parte de los activos denominados

en moneda extranjera, valorizados luego de la devaluación del peso argentino. En consecuencia, las empresas con posibilidades de hacerlo reemplazaron esta fuente de financiamiento tradicional por fondos propios, de proveedores y en menor medida por otros instrumentos de mercado. En la actualidad el crédito al sector privado se encuentra en una etapa de recuperación.

A pesar de los trastornos generados por la crisis en el sector financiero, cuando se analiza el comportamiento del sector real, esto es, la evolución del Producto Bruto Interno y la Inversión, se ve que si bien en el corto plazo ambos se resintieron de manera significativa –en particular la inversión por su comportamiento más volátil-, en línea con otras crisis recientes se recuperan con rapidez. La disponibilidad de recursos ociosos sumada a las oportunidades de negocios que se generaron con la modificación de precios relativos provocada por la devaluación, les permitió a algunas empresas autofinanciarse a partir de un incremento en las ventas y una caída en los costos laborales y de los servicios públicos.

Sin embargo, como menciona Laspina (2005) el autofinanciamiento de la inversión no es la panacea. En primer lugar, implica un comportamiento sumamente procíclico de la inversión. En segundo lugar, la inversión se canaliza hacia aquellos proyectos cuyas empresas ejecutoras se encuentran suficientemente líquidas pero que no necesariamente cuentan con los mejores proyectos. El modelo de crecimiento y su sustentabilidad siguen siendo el eje del debate económico. La política que ayude a definir el rol de los bancos en el nuevo modelo todavía debe ser definida y apropiadamente ejecutada. El autofinanciamiento ha permitido la mejora de la tasa de inversión, pero es una solución de corto plazo incompatible con los requerimientos de alta inversión y alto ahorro interno que se requieren para poner en marcha un proceso de crecimiento con baja vulnerabilidad externa. La definitiva recuperación del sistema bancario es condición necesaria para estos objetivos.

Como señala Fanelli (2004), toda relación financiera supone realizar una promesa de pago diferido. Aceptar una promesa como parte de pago implica un acto de confianza entre las partes pues supone separar la *propiedad* del *control* que el agente que presta tiene sobre la cosa. En este contexto, se podrían encontrar las bases para el buen funcionamiento del sistema financiero en una macroeconomía consistente que, a diferencia del período de Convertibilidad, evite las tensiones internas insalvables. En este mismo marco también serán necesarias reglas de juego sustentables y bien

definidas e instituciones que guarden coherencia con la macroeconomía y permitan arbitrar los conflictos de interés que aparecerán de manera natural.

Asimismo, un modelo de crecimiento y desarrollo con menor vulnerabilidad externa requiere (entre otras cosas) un aumento de la intermediación del ahorro interno y una reducción en la formación de activos externos (para reducir la dependencia del financiamiento de la inversión a través del ahorro del resto del mundo), en conjunto con una estrategia de desarrollo del sistema financiero integrando al sector bancario privado, el mercado de capitales y las instituciones financieras públicas para explotar la sinergia que surge de la interacción entre los mismos en el proceso de intermediación financiera. La discusión puntual del diseño y la forma de implementación de las cuestiones reseñadas en los dos últimos párrafos excede el objetivo de este trabajo y deja la agenda abierta para futuras investigaciones.

Referencias Bibliográficas

Abeles M. y Borzel M., (2004). "Metas de Inflación: Implicancias para el Desarrollo". *CEFID-AR – Documento de Trabajo N°1*.

Banco Central de la República Argentina, (2004). "La Deuda Externa del Sector Privado 2001–2003".

Basualdo E. M. y Kulfas M., (2002). "Fuga de Capitales en la Argentina". La Globalización Económico-Financiera. Su impacto en América Latina. *CLACSO*.

Bebczuk R. N., (2004). "Real Effects of Financial Crises". *Inter-American Development Bank, Research Department Background Paper for the 2005 IPES*.

Bebczuk R. N., (2000). Información Asimétrica en Mercados Financieros. *Cambridge University Press*.

Bleger L. y Rozenwurcel G., (2000). "Financiamiento a las Pymes y Cambio Estructural en la Argentina. Un Estudio de Caso sobre Fallas de Mercado y Problemas de Información". *Desarrollo Económico, vol. 40, No. 157*.

CEFID-AR, (2004). "Informe Mensual de Préstamos al Sector Privado No Financiero". Año 1, N° 5.

Crespo R. F., (2004). "La Epistemología de las Ciencias y de la Economía según John Maynard Keynes". *Trabajo presentado en las reuniones de la Asociación Argentina de Economía Política*.

Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., y Goopta P., (2000). "Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress", *IMF Working Paper*.

Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. "La Posición de Inversión Internacional de Argentina". Varios informes.

Elosegui P., Pozzo H., y Sangiácomo M., (2005). "Argentina: El Efecto de la Crisis sobre la Estructura de Financiamiento de Empresas de Oferta Pública". *Centro para la Estabilidad Financiera. Documento de Trabajo N° 9*.

Fanelli J. M., (2004). "Desarrollo Financiero, Volatilidad e Instituciones. Reflexiones sobre la Experiencia Argentina". *Fundación PENT, Documento de Trabajo Nro. 2004-003*.

Frenkel R., (2004). "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico". *Paper prepared for the G24*.

Frenkel R., Damill M. y Rapetti M., (2005). "La Deuda Argentina: Historia, Default y Reestructuración". *Nuevos documentos CEDES N°16*.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales, (2002). "La Capitalización Bursátil Luego de la Devaluación".

Kampel D. y Rojze A., (2004). "Algunas Reflexiones sobre el Rol de la Banca Pública". *CEFID-AR – Documento de Trabajo N°2*.

Laspina L., (2005). "El Papel de los Bancos en el Crecimiento". *Semanario El Economista*.

Mishkin F. S., (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". *NBER Working Paper N° 5600*.

Todesca J., Kesselman R., Tresca G., Mórdolo C., Prieto F., Besmedrisnik P., Bernat G., Castro C., (2005). "Financiamiento de las Actividades Productivas. Experiencias Internacionales y Perspectivas". *Fundación para el Autodesarrollo. mimeo*.

Todesca J. y Ormaechea S., (2003). "Componente D: "Las Perspectivas de Financiamiento de Mediano y Largo Plazo". *Ministerio de Economía de la Nación*.

Wierzba G. y Golla J., (2005). "Regulación de La Banca Pública en Argentina Durante la Década del Noventa". *CEFID-AR – Documento de Trabajo N°3*.

ANEXO I – Metodología para la Elaboración de los Gráficos sobre Portafolio del Sector Privado no Financiero Argentino

Los gráficos N°1 y N°3 sobre los activos y pasivos del sector privado no financiero estiman la tenencia de activos financieros y la deuda externa e interna del mencionado sector. No se computan las inversiones en activos físicos. Los datos se exponen a diciembre de cada año en miles de millones de dólares corrientes.

Los gráficos utilizan información pública tomada de distintas fuentes que, mostrada de manera esquemática, permiten analizar la estructura del portafolio agregado del sector privado no financiero argentino. De aquí, entendemos que el presente trabajo representa una primera aproximación dado que no existen estimaciones oficiales sistemáticas sobre la composición de cartera del mencionado sector.

Al analizar los gráficos hay que considerar que se tratan de estimaciones con márgenes de error. Si bien varían con las fuentes utilizadas, existen limitaciones importantes relacionadas con la cobertura y desagregación de los datos publicados. Las distintas normas de valuación adoptadas por los entes reguladores correspondientes imponen, en algunos casos, la necesidad de trabajar con supuestos para transformar la información disponible en la información necesaria para la estimación requerida.

A continuación se brinda un detalle sobre las fuentes utilizadas para obtener los datos:

Intermediación del Sistema Financiero:

1. Depósitos bancarios

Se toman del balance consolidado de los bancos (presentado en el CD de la Información de Entidades Financieras de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias) y se computan los depósitos de residentes (en pesos y dólares) netos de los depósitos de no residentes en el sistema bancario argentino y de las colocaciones de los inversores institucionales en este tipo de activos.

2. Inversores Institucionales

- Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones: Muestra el valor de la cartera de inversión consolidada de las AFJPs publicada por la Superintendencia de AFJP.
- Fondos Comunes de Inversión: Se muestra el valor de la cartera agregada administrada por las Sociedades Gerentes asociadas a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.
- Compañías de Seguros: El dato surge de la cartera de inversión consolidada de las compañías de seguros publicada por la Superintendencia de Seguros de la Nación.

3. Tenencias individuales de Activos Financieros:

- Circulante: Circulante en poder del público – Fuente: Banco Central de la República Argentina.
- Valores negociables:
 - *Acciones*: Se tomó la Capitalización empresaria ajustada por *free float* –es decir aquellas acciones que realmente se encuentran libremente disponibles para los inversores- a la que se le deduce las tenencias de los bancos, los inversores institucionales y las tenencias de no residentes de acciones argentinas, como saldo quedan las tenencias individuales del sector privado.
 - *Títulos Públicos*: Se expone el total de títulos públicos mantenido por residentes (estimado a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales y el Ministerio de Economía y Producción) neto de las tenencias de los bancos, los inversores institucionales y del sector público no financiero y BCRA. Como saldo se obtienen las tenencias individuales del sector privado.
 - *Obligaciones Negociables*: Al total de ONs emitidas (estimado con datos de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales) se le restan las tenencias de

los bancos, los inversores institucionales y las tenencias de no residentes de ONs argentinas y como saldo quedan las tenencias individuales del sector privado.

4. Activos en el exterior

Este dato se calcula en base a la suma de los tres ítems detallados más abajo presentados en la Posición de Inversión Internacional de Argentina para el sector privado no financiero (PII, que mide la diferencia entre los activos y los pasivos externos del país a valor de mercado a diciembre de cada año) elaborada por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales a la que se le deducen los títulos emitidos por no residentes en poder de los inversores institucionales:

- Activos sin devengamiento de renta
- Acciones y títulos emitidos por no residentes
- Depósitos en el exterior

5. Deuda interna del Sector Privado

Muestra el dato del stock de crédito otorgado al sector privado a diciembre de cada año publicados en los balances consolidados del sistema financiero por el BCRA.

6. Deuda externa del Sector Privado No Financiero

Los datos provienen de las estimaciones del balance de pagos publicadas por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales³³ que, a partir de diciembre de 2001, fueron revisadas en base al relevamiento de deuda externa privada que implementó el Banco Central de la República Argentina. El antedicho procedimiento produjo un aumento en los valores estimados por las diferentes metodologías que imposibilita tomar los años anteriores a 2001 de una fuente homogénea. Es decir nos enfrentamos al siguiente problema: si se toman como fuente los datos provenientes del BCRA no existen estimaciones para el período anterior a 2001 y si se utiliza la información publicada por la DNCI el cambio en la metodología de estimación en 2001 hace que los períodos no sean comparables.

³³ Se optó por utilizar esta fuente de información dado que los datos incluyen la deuda financiera, la deuda comercial y las deudas con empresas vinculadas (que se expone neta de los activos con las mismas). Estas últimas no se encuentran desagregadas en la PII.

Dado que para el año 2001 la DNCI presenta las estimaciones de la deuda externa con ambas metodologías, para solucionar el problema mencionado en el párrafo anterior se procedió al empalme de las series corrigiendo hacia atrás los montos publicados por la DNCI en el período 1997-2000. El dato de 2001 revisado fue descontado por las tasas de variación de los años anteriores. De esta forma se elaboró una serie que abarca el período 1997-2004 y que permite analizar la tendencia del endeudamiento del sector privado no financiero hasta diciembre de 2001 y, con mayor detalle, las variaciones y sus causas en la postcrisis.