

Determinantes del crédito en Argentina

Por José Pablo Dapena

"No se puede producir riqueza descorazonando el ahorro.

No se puede favorecer al pobre destruyendo al rico.

No se pueden solucionar los problemas económicos si se gasta más de lo que se tiene."

Abraham Lincoln

Nos encontramos con una economía que arrastra de manera crónica y a partir de la década del '70 un problema de restricción al crédito. Porque es tan relevante el mismo y cual es la agenda para su restablecimiento pleno?

Aún en las mejores épocas de la década del '90 nuestro país pagaba a nivel internacional un spread por sobre la tasa de referencia internacional, reflejando el premio que había que conceder a todos aquellos que confiaran sus ahorros a nuestra economía. Ese premio en esa tasa de referencia provoca que el nivel de inversión se encuentra por debajo del óptimo. Durante épocas de liquidez abundante a nivel internacional y con nuestra economía en crecimiento, esto no representó un problema; los mismos surgieron cuando la economía mundial (y por ende los movimientos de capital) comenzó a retraerse y la confianza en nuestro sistema político comenzó a resquebrajarse. Los resultados están a la vista.

Nuestra economía se ha financiado con ahorros o crédito externos, reflejados en los abundantes déficits de cuenta corriente incurridos. Esto es perfectamente posible para una economía en crecimiento, como el experimentado durante los '90. La insuficiencia de ahorro interno frente a las posibilidades de consumo e inversión es satisfecha con financiamiento o ahorro externo en la forma de préstamos o inversión directa. El escenario mundial y mas aún, el escenario local, han cambiado, permitiendo arriesgar que el crédito o ahorro externo será escaso. La inversión externa se encuentra un 86% por debajo que hace dos años, cayendo mas que el promedio de caída a nivel internacional. Esto se conjuga con una situación social extremadamente débil que requiere de manera urgente de la restitución de una senda de crecimiento económico y su generación de empleo asociada. Tanto el crecimiento como el empleo requieren de inversión, cuyos niveles deberán ser significativamente altos durante los próximos años, por lo que la mayor necesidad de crédito es para financiamiento de inversión (incluyendo bienes durables tales como automóviles e inmuebles), y no de consumo (nuestra economía ha consumido en el pasado como consecuencia del tipo de cambio real bajo y por ende salarios altos en términos internacionales gran parte de lo que debiera haber consumido en el futuro, estando sujeta ahora a un ajuste en el crédito para posibilidades de consumo). Este crédito para inversión es por su naturaleza de mediano o largo plazo. Por otro lado la posibilidad de aprovechar un tipo de cambio favorable está íntimamente ligada a la existencia de crédito para exportaciones; sin el mismo, es difícil explotar estas oportunidades.

Seguridad jurídica y estabilidad de leyes

Un primer punto de la agenda de restauración del crédito es la plena existencia de seguridad jurídica y el respeto por las leyes y normas. El crédito tiene naturaleza de contrato de cumplimiento diferido en el tiempo; por dicha naturaleza no puede estar sujeto a la interpretación con la ley de turno, dado que de ser así, nadie tendría incentivos en primera instancia para entrar en un contrato tan incierto. Por ello los derechos de los acreedores debe ser respetados por la justicia, dado que si actúa en beneficio de los deudores, permite una ganancia de corto plazo al costo de la no celebración de nuevos contratos para todos en el futuro. Esta seguridad jurídica requiere de jueces imparciales e instruidos y educados debidamente en los fenómenos económicos y financieros, de manera que sus sentencias, aún impopulares, sean consistentes con objetivos económicos de desarrollo de largo plazo.

Moneda de cambio y medio de pago diferido

El crédito es respaldado por dos elementos: el principal es el flujo de fondos futuros que permite repagar el crédito; el segundo son las garantías que se ofrecen (o la posibilidad de reclamar judicialmente). En este contexto, el segundo punto a tratar en la agenda de restauración del crédito es la definición de la moneda en la que los mismos se contratan. Hemos visto los resultados desastrosos de conceder masivamente créditos en una moneda a clientes que perciben sus ingresos en otra moneda frente a una corrida cambiaria y bancaria, en la que el crédito se encuentra pactado en una moneda mientras que los flujos de fondos que permiten repagarlo se encuentran en otra, con la tremenda redistribución de renta que ello aparea antes cambios en los precios relativos. Dado que la mayor parte de la población y las empresas recibe sus ingresos en moneda local, y que se descarta la adopción de una moneda externa como medio de cambio, el crédito debe estar denominado en la moneda local. El gran inconveniente que se presenta es la confianza en dicha moneda. Como resultados de décadas de déficit fiscal financiados por emisión monetaria, la moneda argentina se ha hecho acreedora de una poco envidiada reputación (convalidada por los trece ceros que se le han sacado en mas de 40 años). Instituciones respetadas e independientes de los hombres públicos, mas un presupuesto consolidado a nivel federal en equilibrio o con superávit, permite despejar incertidumbre sobre potenciales conductas oportunistas. Se pudo hacer con el marco, no hay motivos para que no se haga con el peso; llevará tiempo, pero soluciones fáciles no son creíbles ni duraderas. Un instrumento que puede facilitar la tarea de restitución de confianza en la moneda frente a manejos discrecionales que pueda hacer el Gobierno de turno son: un Banco Central realmente independiente, y la elaboración de una presupuesto quinquenal (actualmente es anual) que condicione el gasto presente y futuro de gobierno con respecto a sus ingresos, generando ahorro público, sujeto a revisión todos los años cuando se vota la ley en el Congreso. Este instrumento también sería de muchísima utilidad en el proceso de reestructuración de la deuda. Este tipo de medidas permitiría lentamente ir restaurando la confianza en nuestra moneda, y reconstruyendo su reputación, a la vez que brindaría un marco de previsibilidad a la política de gobierno. En ello ha sido de mucha utilidad que los tenedores de dólares hayan tenido que registrar una pérdida por la reciente apreciación del peso, lo que enseña que no siempre tener pesos es un mal negocio.

Madurez del crédito

El tercer aspecto a trabajar es el calce de plazos entre inversión y crédito. El crédito para la inversión tiene la particularidad que debe ser de mediano o de largo plazo, es decir que el sistema financiero no puede captar ahorros del público en la forma de plazos fijos de corto plazo para financiar inversiones de mediano o largo plazo, que son las necesarias. Para ello la solución apropiada es el desarrollo de los mercados de capitales como alternativa de financiamiento. Esto no significa que el ahorrista deba necesariamente inmovilizar sus ahorros en el mediano o largo plazo, dado que con suficiente liquidez en el mercado, siempre puede liquidar sus inversiones al precio de mercado. El mercado de capitales complementa al sistema de intermediación bancaria en el proceso de canalización de ahorros hacia inversión y proporciona liquidez a instrumentos de inversión, desarrollando instrumentos adecuados.

Incentivos al ahorro interno

Hemos detallado en la introducción los problemas que enfrentará nuestra economía en el acceso al ahorro externo durante muchos años. Un cuarto aspecto que se debe trabajar en la agenda es la regeneración del ahorro interno como base de financiamiento. Nuestro país ha financiado de manera continua su exceso de consumo por sobre su ingreso a través de pedir prestado en el exterior (tanto a nivel privado como público), Esto hace a la economía extremadamente vulnerable frente a cambios de las variables financieras, y mas aún si el instrumento elegido es de deuda, ya que implica compromisos fijos de erogación de fondos frente a escenarios volátiles de demanda; en presencia de economías inciertas como la propia, es mucho mas preferible propiciar inversiones que se muevan de acuerdo a la economía, en contratos de participación de

ganancias y pérdidas. Se deben crear incentivos al ahorro interno. En ese sentido la constitución del sistema de jubilaciones y pensiones privadas ha sido un acierto, mal utilizado al continuar financiando excesos del gasto de gobierno a través de compra de títulos públicos (lo que iguala la asignación a cuando existía el sistema de reparto). La restitución de conductas de ahorro comienza con el ejemplo gubernamental, propiciando ahorro público. El Estado con su déficit absorbe ahorros de la economía frente a situaciones de restricción de crédito, agravando la crisis de financiamiento. Una conducta de ahorro público proporciona certidumbre hacia el futuro, lo que incentiva conductas de ahorro por parte de la población. Asimismo debe ser complementado con una política activa de educación y difusión de la virtudes del ahorro, sobretodo en escuela y universidades.

Una alternativa planteada como incentivo del ahorro de mucha atracción es que los impuestos tiendan a gravar el consumo en lugar de gravar el ingreso, de virtud que todo lo que se ahorra y reinvierte se encuentre exento de impuestos. Otra alternativa pasa por la regionalización de ahorros, de manera que los ahorros que se generan en una región económica del país (por ejemplo los aportes a las AFJP) sean reinvertidos en proyectos de la misma región.

El nivel de ahorro interno privado se encuentra en un promedio del 16% (un poco menor ahora por la recesión) del PBI, a lo que hay que restarle el desahorro público. Un objetivo razonable de mediano plazo sería llevar este nivel de ahorro al 25% del PBI.

Instrumentos de ahorro alternativos y mercado de capitales

Finalmente, un punto de nuestra agenda pasa por propiciar la creación de instrumentos de inversión alternativos al contrato de plazo fijo que le permitan al ahorrista diversificarse en sus tenencias. Por mucho de los motivos mencionados, la inversión natural del ahorrista doméstico ha sido el plazo fijo (de hecho el ahorrista se encuentra "domesticado" en dicho instrumento) lo que hace el ahorro agregado extremadamente vulnerable a corridas bancarias. Si en Noviembre de 2001 los ahorristas hubiesen estado mas diversificados, el impacto del "corralito" y sobretodo del "corralón" sobre la capacidad de consumo no hubiese sido tan dramática; pero no era así, y las estadísticas lo demuestran: 52% de la riqueza privada estaba en el sistema financiero, mientras que 37% estaba en el exterior, solo 10% se encontraba en instrumentos de ahorro no bancarios locales.

Para ello el desarrollo de los mercados de capitales es fundamental, ya que le permite al ahorrista acceder de manera fácil y barata a instrumentos de ahorro diferentes. Hemos tratado en otras ocasiones ciertas acciones que debieran propiciarse para su desarrollo. También hemos mencionado previamente que economías con expectativas volátiles debieran elegir como principal instrumento de financiamiento los contratos de participación (acciones de empresas o "equities") respecto de deuda. Mas aún, propiciar nuevos instrumentos de ahorro al alcance del público en general permite restarle presión al precio del dólar frente a crisis de confianza, actuando como válvula de escape, dado que por lo general la alternativa que se le presenta al ahorrista es huir hacia dicho activo por desconocimiento de otros. En este sentido un excelente instrumento que resuelve mucho de los problemas asociados a la restricción de crédito es el contrato de fideicomiso o securitización, que está siendo difundido cada vez con mayor fuerza.

El problema del crédito y de la falta de ahorro en nuestro país tiene larga data, y ha sido la reacción natural a expropiaciones y licuaciones de valor de activos por un lado, y a desmanejos y conductas oportunistas de gobernantes por el otro. Los niveles de restricción al crédito se van a acentuar con el tiempo, y los niveles de inversión necesarios no podrán ser financiados, por lo que la reconstrucción del crédito es una urgencia en nuestra economía. Solamente a través de los ahorros se logra niveles de independencia económica y soberanía política, propiciando movilidad social en los ciudadanos.