

## Newsletter INSECAP UCES

### Facultad de Ciencias Económicas

#### RESUMEN EJECUTIVO

En el presente *newsletter* se analizarán los cambios realizados en la metodología de cálculo del PIB. El Indec presentó el nuevo dato, con base 2004, que es inferior que el que se estimaba mediante el EMAE. Los beneficios son muchos, pero los problemas que se vislumbran también. Dado que la modificación en las cuentas nacionales surge como una necesidad, el registro de números poco transparentes complica el panorama.

Por otro lado, los depósitos vienen demostrando un espectacular crecimiento, tanto anual como mensualmente. Todos sus segmentos crecen, lo que genera facilidades de liquidez para los bancos. Sin embargo, esta gran cantidad de dinero disponible para volver a inyectar en el mercado no se ve reflejada en un aumento de los préstamos. De hecho, los mismos están presentando caídas en todas sus líneas, sobre todo en las de más largo plazo.

Finalmente, en el panorama internacional se analizará la situación de Brasil. La economía de este gigante latinoamericano está presentando datos poco beneficiosos en los últimos meses, lo que genera que la perspectiva tampoco sea muy buena. La inflación aún se mantiene dentro de la banda objetivo, pero se está acercando a su techo, en un contexto de apreciación cambiaria. Mientras tanto, la industria automotriz y el sector energético se encuentran en una situación difícil.

#### Temas del presente

##### newsletter

- **Panorama local.** Cambio de base de las cuentas nacionales. Nueva metodología del cálculo del PIB.
- **Análisis del mes:** depósitos y préstamos al SPNF en los primeros cuatro meses del año. Volúmenes que no llegan a los créditos.
- **Panorama internacional.** Situación Brasil.

#### PANORAMA LOCAL

##### Cambio de base de las cuentas nacionales. Nueva metodología del cálculo del PIB

Durante los primeros días de mayo, el Indec publicó los nuevos datos de actividad con el cambio de base a 2004. De esta manera, se actualizaron todos los rubros y se realizó el cálculo de los valores correspondientes para todos los períodos posteriores a esa fecha.

El cambio de base de las cuentas nacionales es una modificación fundamental, ya que con la utilización de la base vieja, de 1993, había muchos rubros que no tenían un precio determinado. Todos los avances en tecnologías y telecomunicaciones que se dieron en los últimos 20 años eran difíciles de valorar y eso llevó a que el PIB se encontrara subestimado en el rubro comunicaciones, por ejemplo. Sin embargo, como la estructura de ponderaciones resultaba diferente, en el total, se registró una sobrestimación del producto y con esta nueva base se armó también una nueva estructura de ponderaciones asignadas a cada industria que busca resolver ese problema.

Existen divergencias que llaman la atención del observador cuando se comparan

las dos bases utilizadas. A partir de 2007, muchos economistas comenzaron a desconfiar de los datos que publicaba el Indec y un tiempo después se hizo evidente que ya no se podrían tomar como una foto de la economía argentina y aquel que quisiera saber cómo evolucionaba nuestro país debía arreglársela buscando información privada, que suele tener mayores defectos, ya que cuenta con una escala muy inferior para el procesamiento de datos. La diferencia es notoriamente importante. En principio, se abre un debate para la discusión: el país debería haberse ahorrado de pagar el cupón PIB por aproximadamente USD 2.000 M. en el año 2009. Además de la crisis internacional que se vivió en ese momento, la cosecha agrícola fue muy mala, lo que indicaría que los números en ese momento no pueden haber sido demasiado optimistas.

Siguiendo esa línea, no solo estaría mal calculado el pago correspondiente al bono atado al Producto Bruto Interno, sino que también el crecimiento correspondiente a la era K estaría sobrestimado. El acumulado de crecimiento de 2004 a 2012, según la base vieja, es de 67,8%, mientras que, si se calcula utilizando la base nueva, ese valor desciende a 57,7%. La diferencia en el crecimiento asciende al 10%.

Crecimiento anual del PIB en base 1993 y 2004



Fuente: Indec

Con la base nueva, existe cierta desconfianza con respecto al crecimiento de 2008 y 2009. Según lo explicado anteriormente, la diferencia no debería ser tan notoria. Sin embargo, se podría suponer que existió una “ayudita” a la hora del cálculo de los datos para que el crecimiento en 2009 no fuera negativo. Esto podría ser, por ejemplo, una subestimación del crecimiento para 2008, que con la nueva base, dio 3,1%, mientras que según el cálculo viejo el incremento era de 6,8%, lo que representa una divergencia más que significativa, que en principio sería difícil de explicar desde la metodología de cálculo. De este modo, queda margen para compensar un dato desalentador en 2009. El crecimiento publicado para ese año fue de 0,05%, que, si bien es muy bajo, no llega a ser negativo.

Toda esta información arroja datos fundamentales: el crecimiento entre 2004 y 2013 fue de 224% para la intermediación financiera, 99% para comercio y 84,7% para transportes y comunicaciones. El primero de los rubros aumentó en casi todos los años mucho más que la variación que presentó la industria, mostrando un signo más de la composición estructural de la economía.

Con respecto a los ratios más descriptivos, el crédito destinado al sector privado no financiero como proporción del PIB para 2012 con la nueva base es de 11,6%. Las reservas internacionales disponibles solo representan el 7,6%, cuando con la base anterior llegaban casi al 10%. Finalmente, la base monetaria que existe en la economía representa ahora el 8,9% del Producto, mientras que antes era el 11,3%.

**Análisis del mes: depósitos y préstamos al SPNF en los primeros cuatro meses del año. Volúmenes que no llegan a los créditos**

#### Depósitos a plazo fijo: ¿qué hacen los argentinos con el excedente de liquidez?

Una característica no menor de muchos de los países subdesarrollados es la poca profundidad del sistema financiero. En los países centrales, por ejemplo en Estados

Unidos, la búsqueda de fondeo de las empresas, así como el aporte de los pequeños inversores al mercado de capitales es de una gran magnitud.

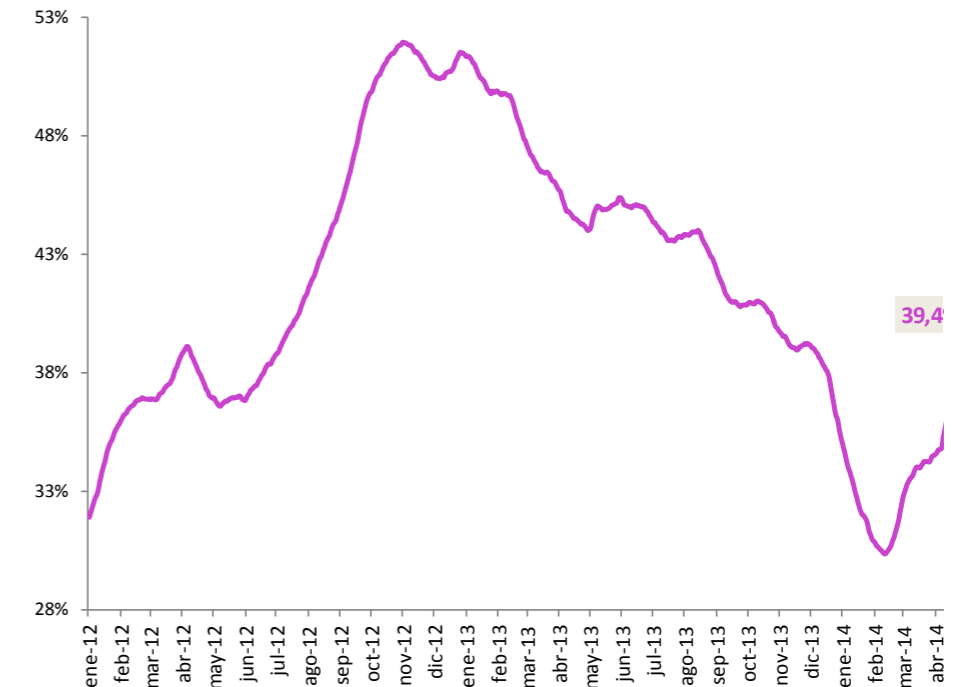
En nuestro país los volúmenes negociados son muy chicos en relación con lo que podrían ser si los pequeños inversores se involucraran más en esta actividad. Los ahorristas suelen derivar su dinero a la compra de moneda extranjera (sea para dólar tenencia, *blue*, etc.) o a los depósitos a plazo fijo. Recién cuando se habilitó la opción de lo que se conoce como dólar MEP o argendólar, en un contexto en el que era imposible acceder al mercado cambiario de manera directa y legal, los argentinos comenzaron a interesarse en los pocos bonos que permitían esta operatoria.

La ignorancia acerca del funcionamiento o la falta de interés en el mercado de capitales por parte de la población genera que las opciones de inversión sean mucho más acotadas, pero, por otro lado, les permite a los bancos captar mayor volumen de depósitos destinados al ahorro. El siguiente gráfico muestra la evolución interanual de los depósitos en plazo fijo del sector privado no financiero.

Hasta noviembre de 2012 los depósitos a plazo fijo crecieron y llegaron a una variación interanual de más del 50%. Sin embargo, a partir del año siguiente comenzaron una senda descendente, con algunas breves oscilaciones, que tocó su piso mínimo de 30,4% a mediados de febrero de 2014. A partir de ese momento rebotó y volvió a crecer hasta posicionarse en 39,4% el 30 de abril. Aún no se han llegado a los valores anteriores, pero el incremento que se obtuvo en dos meses fue considerable.

Por otra parte, la evolución mensual también fue favorable. Con datos de abril cerrados, se puede ver que la variación a 30 días fue de 4,7%, notoriamente superior que la registrada en el mismo período en años anteriores. Además, tanto las colocaciones minoristas como las mayoristas siguieron una tendencia positiva. Todo esto llevaría

Variación anual de los depósitos en plazo fijo del SPNF



Fuente: BCRA

a pensar que los bancos se encuentran líquidos a la hora de otorgar créditos.

El alto dinamismo está explicado por un aumento de pesos en plaza, debido a la expansión del sector público y al sector externo, dado que el BCRA, al comprar dólares en el MULC, inyecta pesos.

#### Préstamos: ¿la otra cara de la misma moneda?

Ahora vamos a ver qué fue lo que pasó, mientras tanto, con los créditos.

Partiendo en 2012, la variación interanual rondaba el 50%, pero comenzó una senda descendente durante ese año hasta generar un repunte a partir de 2013.

El segmento comercial, que fue el que presentó mayor dinamismo, llegó a su pico máximo en abril, cuando creció 54,4% i.a. El segmento de consumo, que se mantuvo más estable durante ese año, se movió dentro del intervalo 33%-37%. Finalmente, el de garantía real que llegó a desacelerar su crecimiento hasta 29,1% a principios de 2012, logró subir a 36,3% el 11 de agosto de 2013. Luego, irrevocablemente todos los

segmentos volvieron a presentar desaceleraciones importantes. El 30 de abril de este año las variaciones interanuales de los mismos fueron de 27,3%, 32,6% y 25,4%.

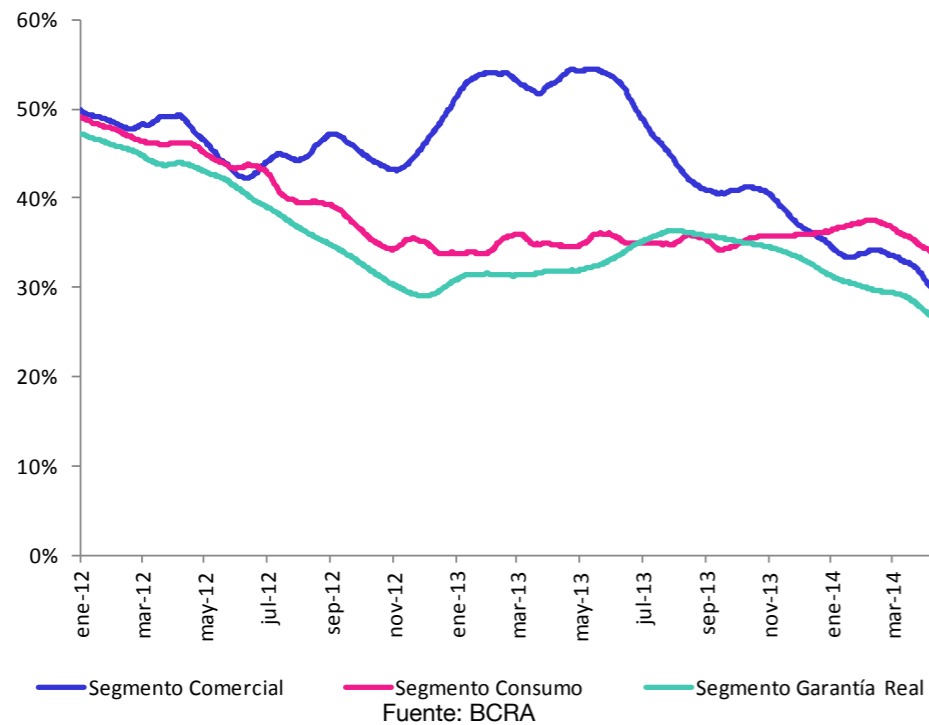
Mensualmente, esto no mejoró y el total de préstamos llegó a variaciones inferiores que las que obtuvo en abril de otros años.

La liquidez amplia de los bancos (tomando en cuenta las tenencias de lebac y nobac) se agranda cada vez más con esta divergencia generada entre una mayor cantidad de dinero disponible para prestar y un menor flujo de créditos.

Principalmente, esta caída en la tendencia de los préstamos se la puede atribuir a dos variables: la menor actividad y las altas tasas de interés. Sin embargo, se ha demostrado que, aun con tasas altas, cuando la inversión continuaba siendo rentable, los préstamos se concedían. De modo que, sin quitarle peso a las dificultades para conseguir financiamiento, la caída en la actividad surge como la principal causa de la baja de los créditos.

**Último recurso: ¿qué hace el gobierno ante este panorama?**

Variación interanual de los distintos segmentos de préstamos



Los programas de crédito inducido han aparecido como alternativa en el último tiempo. Si se suman los totales de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (Fondear), el Programa de Financiamiento Productivo Bicentenario (PFPB) y el Programa de Crédito Argentino (Procrear), se llega a un monto mayor que \$100.000 M. Sin embargo, lejos de funcionar como sería deseado, existen problemas que complejizan el panorama. El PFPB se frenó luego de su implementación y el Fondear nunca terminó de reglamentarse.

La herramienta de otorgamiento de préstamos por parte del Estado, utilizando al Banco Nación como principal instrumento, permitiría mejorar la situación de las empresas en un contexto de suba de tasas, si estos créditos efectivamente funcionaran. Varios economistas sostienen que los préstamos subsidiados son la opción superadora para los empresarios, que se enfrentarían ante la posibilidad de elegir el crédito caro de una entidad bancaria contra intereses reales negativos, en muchos casos, del financiamiento del Estado.

En el escenario de hoy, existen expectativas inflacionarias muy altas, por lo que se dificulta el financiamiento a largo plazo. El consumo y el capital de trabajo consiguen préstamos con más facilidad porque conllevan menor riesgo para el banco que los otorgan. Por lo tanto, el financiamiento estatal juega un rol fundamental. Sin embargo, el impacto macroeconómico del mismo no está tan definido. No se vislumbran aumentos considerables de la inversión. Será, por lo tanto, tarea del Estado redireccionar aún más, o ejercer mayor control, para que efectivamente esta oportunidad financiera tenga sus frutos.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### Situación Brasil

A pocos días del comienzo de la Copa del Mundo, la situación en Brasil es complicada. La inflación se está acercando al techo propuesto por el Banco Central de 6,5% en su plan de *inflation targeting*, la situación en la industria automotriz es preocupante y existen problemas en materia energética. Pero vamos por partes.

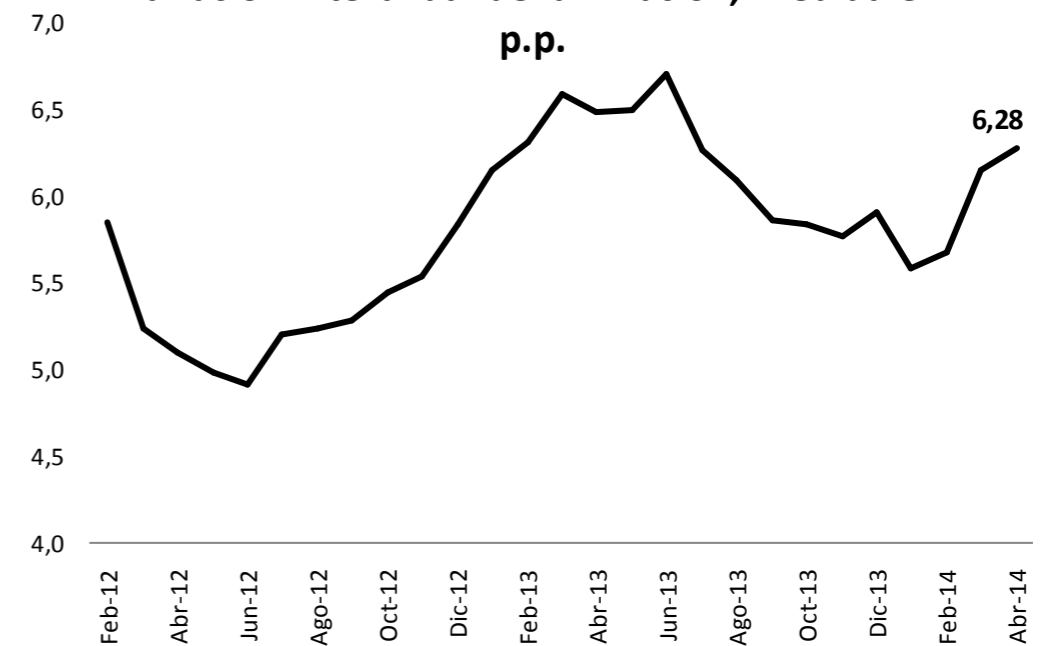
Primero, teniendo un evento deportivo de la magnitud de un Mundial de Fútbol en el presente mes, se podría esperar que los precios se aceleren. Si bien eso constituiría un factor totalmente estacional y aislado, lo cierto es que suelen ser inflexibles a la baja, por lo tanto, una vez que lleguen a un determinado nivel, sería muy difícil que bajen de ahí.

Durante el mes de marzo, el índice de precios al consumidor que calcula el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE)

llegó al 6,15% interanual, lo que significa una aceleración con respecto al mes pasado, que fue de 5,68%. El Banco Central estableció la meta de inflación en 4,5%, con un intervalo de +/- 2p.p.

Las mayores subas se debieron a Alimentos, con una variación interanual de 7,1%, y a Transportes, sobre todo por pasajes aéreos y boletos de colectivos en algunas regiones, con una modificación de 3,1%. Sin embargo, mensualmente el incremento fue de 0,67%, inferior que la observada en febrero.

Variación interanual de la inflación, medida en p.p.



Fuente: IBGE

Por otra parte, tanto las proyecciones privadas como la oficial, a través de su indicador IAE, que se utiliza como una anticipación del PIB, arrojan resultados bajos. Todos consideran que el aumento trimestral no llegaría a 2%. El boletín Focus, que publica regularmente el Banco Central de Brasil con datos y proyecciones privadas, sostiene que el crecimiento para 2014 será de 1,6%.

Con respecto a la industria, la producción manufacturera creció durante el bimestre enero-febrero en 1,5%, en comparación con el mismo período del año pasado. Los sectores que produjeron un aporte positivo

fueron principalmente Maquinaria y equipos, y Material electrónico y de comunicación.

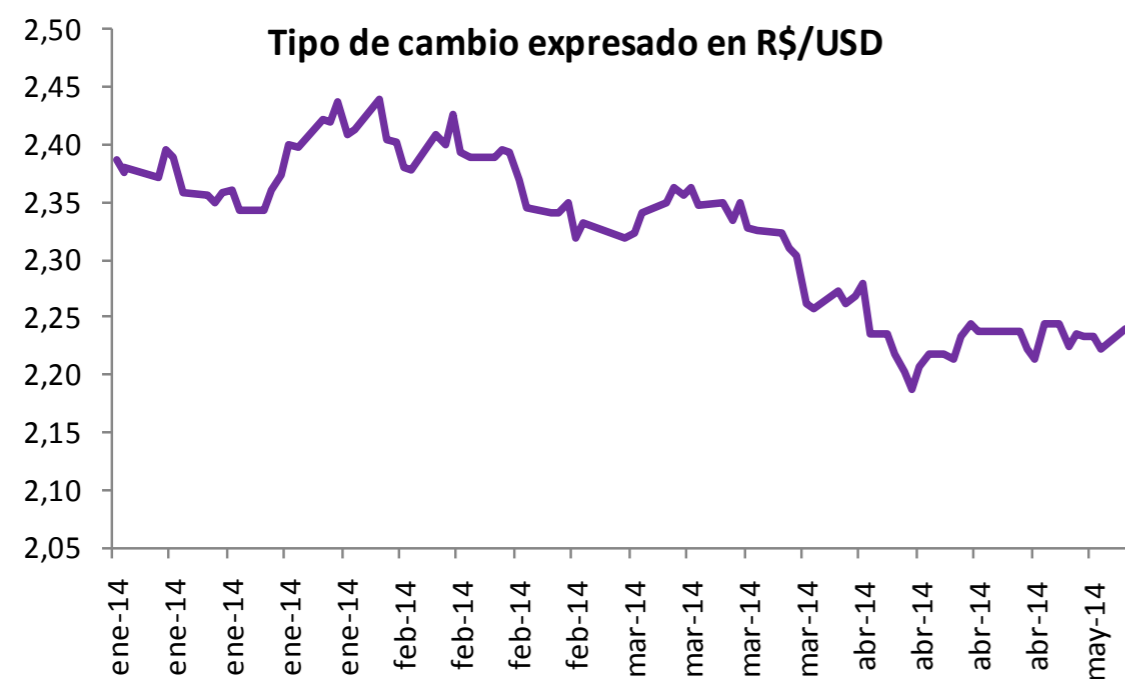
Los aportes negativos, en cambio, fueron por Productos de metal, químicos y de papel. Cabe resaltar, además, la difícil situación en la que se encuentra la industria automotriz. La fabricación de vehículos descendió 8,4% i.a. en el primer trimestre. Las ventas en el mercado interno lo hicieron en 2,1% y la exportación en más del 32% i.a. Hay que tener en cuenta que más de la mitad de las exportaciones automotrices brasileñas están destinadas a nuestro país, por lo tanto ambos países se

comprometieron a otorgar posibilidades de financiamiento a importadores de este rubro.

En materia energética, Brasil atraviesa una situación crítica. Durante el verano, gracias a los récords de máximas temperaturas y sequías, se perjudicó el nivel de reservas hídricas. El sector se encuentra en una situación extraordinaria debido al aumento en el costo de la energía. Las mayores reservas, que se encuentran en la región sudeste y

centro-oeste, están a un mínimo de 35% de su capacidad, nivel aun inferior que el correspondiente a 2001, cuando el gobierno brasileño decidió aplicar racionamiento.

Finalmente, el tipo de cambio continúa apreciándose, luego de la depreciación que sufrió a principios de febrero. El promedio de los últimos 30 días lo ubican en R\$/USD 2,23. En el acumulado del año, presenta una caída del tipo de cambio (o sea una apreciación nominal) de -6%.



Fuente: Bloomberg

*Editor Reponsable*  
**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Mariano de Miguel

**Economista Coordinador**  
Diego Coatz

**RESPONSABLES BOLETÍN**  
Gustavo Ludmer, Julián Hecker

**Economistas**  
Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

**Asistente de Investigación**  
Joaquín Escardó

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144  
<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*