

## Newsletter INSECAP UCES

### Facultad de Ciencias Económicas

#### RESUMEN EJECUTIVO

El presente *newsletter* trata brevemente y da un pantallazo acerca de un tema que, si bien ha sido muy abordado, no ha perdido vigencia: las políticas de financiamiento al sector privado. Los últimos años han mostrado crecimiento prácticamente sostenido en el producto interno y en la inversión, pero el financiamiento, ya sea a través del crédito o el mercado de capitales no ha podido acompañar este proceso. Esto implica que una de las patas tradicionales del desarrollo económico siga siendo corta y trunque las posibilidades de apropiarse de las condiciones internacionales positivas para la economía argentina.

La otra parte del *newsletter* pone en duda, precisamente, el futuro de dichas condiciones positivas en el mediano plazo. Los últimos datos del comercio exterior correspondientes al mes de septiembre muestran una caída interanual en el precio de las *commodities* primarias exportables de nuestro país. Al mismo tiempo, el Presupuesto 2014 elevado por el Ejecutivo al Congreso toma en consideración una disminución importante del superávit comercial –única entrada actual de divisas. Esta disminución esperada del superávit parece ser atinada, si se toma en consideración la reversión en el sentido de los flujos de capital globales a partir de la recuperación de la economía de los Estados Unidos y la revaluación del dólar. A este aspecto

#### Temas del presente

#### n e w s l e t t e r

- Análisis del mes: el desafío pendiente del financiamiento.
- Las expectativas en el frente comercial externo.
- Las medidas frente a la nueva caída de reservas.

se suman algunos problemas estructurales que comienzan a mostrar las economías de algunos de los socios de nuestro país.

Por otro lado, si bien el gobierno tomó nota durante el último año de la necesidad de incrementar el ritmo de devaluación respecto del dólar –actualmente alcanza el 25% anual–, esto no alcanza para frenar la constante salida de divisas de la economía. Por esta razón, es esperable la toma de medidas de corto plazo que permitan allanar el terreno para la toma de deuda externa, aunque algunos rumores hablan de la posibilidad de una suba en la tasa cobrada al turismo externo, buscando frenar el creciente déficit del balance turístico. Durante el último mes, el Banco Central dispuso una reglamentación que busca que las cerealeras se financien en dólares en el exterior, ingresando alrededor de u\$s 2.000 millones durante los próximos meses.

# INSECAP

### Análisis del mes: el desafío pendiente del financiamiento

El apalancamiento mediante crédito bancario o la capitalización bursátil estuvieron en la historia y están actualmente fuertemente relacionados con las economías desarrolladas. En el mundo existe una relación clara entre mayor profundidad del sistema financiero y mayor desarrollo económico. Hay diferentes teorías respecto del sentido de la causalidad entre ambos aspectos, pero la existencia de una correlación entre ambos está bastante aceptada. En general, el uso de servicios financieros otorga a las empresas mayores posibilidades de inversión e innovación.

Sin embargo, tal como en tantas ocasiones se reflexionó, escribió y discutió el tema, Argentina es un país reticente al uso del sistema financiero, lo cual queda reflejado en la baja participación del crédito en la inversión y el tamaño reducido del mercado bursátil. En este análisis del mes del *newsletter* de INSECAP se busca hacer un resumen de la relación pobre entre estos dos elementos de la economía.

Nuestro país tuvo en el pasado no muy lejano distintas experiencias de financiamiento dirigido hacia la inversión productiva, mediante instrumentos centralizados por el Estado. Por lo general estas iniciativas tuvieron corta duración y escaso peso en el desarrollo económico nacional. La fuerte volatilidad macroeconómica fue uno de los factores fundamentales en este camino errático, aunque los giros en la política pública de crédito y la falta de definiciones claras sobre los objetivos a perseguir fueron otros elementos concurrentes de importancia.

Un primer intento tuvo lugar en 1946, cuando el primer gobierno de Perón estableció que el Banco Central regularía los destinos

de los depósitos en manos de los bancos y sus tasas, con la intención de redireccionar el crédito según las necesidades que observara la administración central, hacia el consumo o hacia las empresas, para la ampliación productiva o la inversión de corto plazo. Desde las iniciativas privadas, más allá del crédito comercial de corto plazo (para capital de trabajo), era muy escaso el crédito dirigido a empresas. Esta medida buscó modificar el patrón de oferta de créditos y actuó en conjunto con la conformación del Banco de Crédito Industrial (BCI) en 1944. El financiamiento durante estos años contribuyó al desarrollo de algunas industrias, por lo general pymes, algunas de las cuales han subsistido hasta hoy<sup>1</sup>.

Otros intentos para financiar a la inversión productiva incluyeron a los actores privados como elementos activos en la política de desarrollo y tuvieron lugar a partir de la provisión de liquidez al sistema financiero, la creación de bancos industriales, como el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE)<sup>2</sup> en 1992, y la creación de bancos de desarrollo, como el Banco Nacional de Desarrollo (BANADE) en 1970.

Sin embargo, más allá de que algunos de estos intentos han tenido cierto éxito en un principio, han sido truncados y no derivaron en un sistema perdurable y claro de oferta de crédito a las empresas. Por otra parte, existe un aspecto estructural por el lado de la demanda que ha limitado los resultados de las acciones estatales. Por un lado, la existencia de una parte importante de la actividad operando por fuera del circuito legal registrado excluye a una parte del aparato productivo de la posibilidad de tomar crédito bancario o participar de programas estatales. Por otro lado, vinculado con las condiciones de la oferta bancaria (los precios, los plazos y los requisitos) y a condiciones estructurales de muchas empresas, existe una fuerte tendencia al autofinanciamiento,

<sup>1</sup> Un caso importante de una empresa financiada por BCI que actualmente juega un rol importante es el de la fabricante de maquinaria agrícola Roque Vassalli.

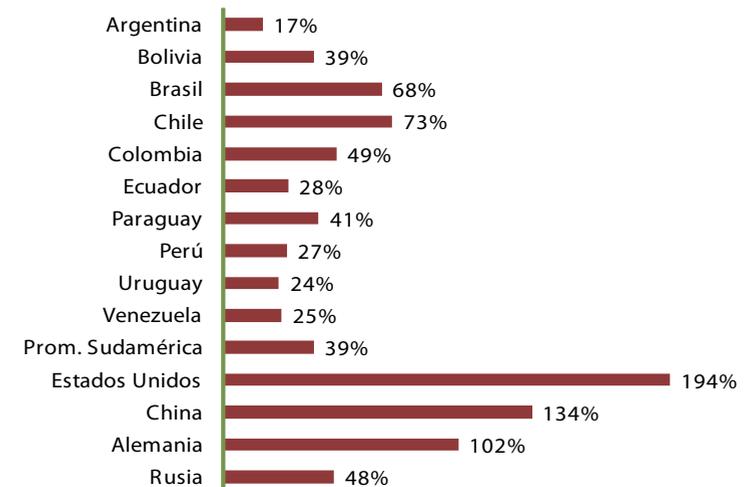
<sup>2</sup> En sus comienzos el BICE solo actuaba como prestatario a entidades financieras, actuando como banco público de segundo grado. A partir de 2003 se amplía su función permitiéndose otorgar créditos a empresas.

por lo que la demanda de crédito parece muchas veces ser inferior que las iniciativas puestas en marcha por el Estado. En este sentido, cabe considerar algunos datos de los primeros años posconvertibilidad: entre 2002 y 2007 el PBI creció 156% y la inversión fija lo hizo en 418%, mientras que el crédito bancario solo avanzó 95%. Muchas empresas recurrieron al autofinanciamiento para poner en marcha sus inversiones<sup>3</sup>.

Esta baja relación entre inversión y financiamiento bancario determina actualmente en la Argentina un porcentaje especialmente bajo de endeudamiento de las firmas y las personas. Hacia 2012 el *stock* de crédito bancario como porcentaje del PBI alcanza-

ba un 17% en Argentina, frente a un 68% de Brasil o 49% de Colombia. Los últimos años vieron un incremento importante del financiamiento hacia el consumo en detrimento del financiamiento hacia la inversión, tanto en la Argentina como en otros países de la región. Sin embargo, en otros de los países que lograron un crecimiento sostenido en la última década se verifica un aumento en la capitalización bursátil de las empresas, aspecto que no tuvo lugar en nuestro país. Pese a la continuidad en el crecimiento y la inversión las empresas de capital nacional no han logrado, en su conjunto, resolver un esquema que las acerque al apalancamiento a través de las diversas fuentes disponibles en el sistema financiero.

### Crédito bancario como porcentaje del PBI



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos del Banco Mundial (para 2012)

En este sentido, hay una ausencia en cuanto a la política estatal, ya que no ha logrado jugar un rol activo a través de diferentes instrumentos para facilitar el apalancamiento de las empresas, con el objetivo de aprovechar más eficientemente las bondades de

la coyuntura internacional positiva. Tanto la ausencia de un banco de inversiones, como el escaso rol que juega el mercado de capitales son aspectos deficitarios de la política nacional de desarrollo. Por otro lado, la información acerca del mercado de capitales

<sup>3</sup> Al respecto, existe un análisis de Claudio Golombek publicado por CEFIDAR en su Documento de Trabajo n° 21.

es difícil de conseguir para empresas pyme e inversores particulares.

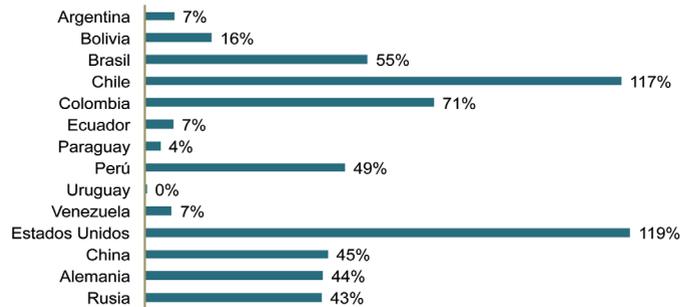
Estos aspectos se hacen visibles al echar una mirada a los datos regionales sobre el uso del mercado de capitales. En la Argentina la capitalización de las compañías que cotizan en Bolsa ronda el 10% del PBI; mientras que en Chile alcanza el 181%; en Colombia, el 61% y en Brasil, el 60%.

La ausencia actual de una política activa para el desarrollo sectorial va de la mano con la inexistencia de una política que acerque al sector privado no financiero al uso de los instrumentos mencionados. Si bien los fondos destinados son bajos, el Estado dispone de diversos programas destinados al apoyo mediante créditos a tasa subsidiada u otros instrumentos<sup>4</sup> a los diversos sectores económicos nacionales. Estos programas conforman una telaraña donde se mezclan instrumentos verticales y horizontales, destinados a subsectores puntuales o al conjunto de un sector (toda la industria, toda la agricultura)

u otros que poseen una visión de aglomeración productiva. La importante experiencia que poseen los técnicos que operan en estos programas contrasta con la falta de una articulación estatal que no solo planifique los diversos programas de apoyo sino que también los establezca sobre la base de un esquema de incentivos y objetivos para las empresas, un estudio estratégico sobre el uso de fondos públicos y el seguimiento posterior de los efectos producidos por las inversiones realizadas.

Algunos de los aspectos rezagados requieren el trabajo, por ejemplo, en cuanto a una mejora en la información y el acercamiento del mercado de capitales, la creación de un banco de desarrollo o de un programa consistente para inversiones fijas relacionado con metas, la creación de un programa que abastezca con un fondo nacional (más allá de las ayudas externas actuales, muchas veces sesgadas e insuficientes) a la innovación, la difusión de las sociedades de garantía recíproca, entre otros.

#### Capitalización de las empresas que cotizan en bolsa como % del PBI



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de Banco Mundial (para 2012)

#### Las expectativas en el frente comercial externo

El superávit comercial volvió a caer durante el último mes y acumuló una baja de 30% en los nueve meses con datos. La razón de

la baja en septiembre no se debió, como en otros momentos, al valor de los insumos importados por una industria creciente sino, fundamentalmente, a la caída en los precios internacionales de los productos que exporta nuestro país. Esta tendencia al dete-

<sup>4</sup> Por ejemplo subsidios directos, asistencia técnica, capacitación.

rioro de los términos del intercambio de la Argentina (y la región) está relacionada con la salida de la crisis de los países centrales (Estados Unidos y Japón, aunque se verificaron algunos buenos datos de Europa durante el último mes), la desaceleración china y el cambio de sentido de los flujos internacionales de capital, que vuelven a buscar al mercado estadounidense y se retiran de los países periféricos. Tal situación deja un marco de expectativas tibias a mediano plazo, las cuales fueron notadas no solo desde diversos ámbitos de análisis económico sino también en el proyecto del presupuesto nacional que elevó el ejecutivo al Congreso.

En septiembre se encendió una luz de alerta ante la posibilidad de que las *commodities* primarias entren en un proceso de reducción de sus precios, con vistas a que –actualmente– el superávit comercial es la única fuente de entrada de divisas de la Argentina. La revaluación del dólar a nivel global, junto con la recuperación que comienza a mostrar la economía de los Estados Unidos, provocaron una reversión en el sentido de los flujos internacionales de capital, que ahora ven más jugoso al mercado norteamericano y abandonan posiciones en los mercados periféricos. Este hecho comenzó a evidenciarse con fuerza en la mayor parte de los mercados de la región –con la excepción de la Argentina–, los cuales habían recibido un importante flujo de divisas por inversiones de cartera durante los últimos años, originados en el exceso de liquidez global, y sufrieron una fuerte salida de capitales durante los últimos meses.

En este contexto, el Ejecutivo elevó un proyecto de Presupuesto 2014 en el cual espera la obtención de un saldo de u\$s 4.700 millones, menos de la mitad del proyectado para 2013.

Durante el mes de septiembre los precios internacionales de los productos primarios que exporta el país cayeron 2% de forma anual, en contraste con la suba de 11% que habían mostrado durante los ocho primeros meses. Esto fue determinante en la caída de 5% que tuvo el valor de las exporta-

ciones primarias respecto de septiembre de 2012. Sin embargo, durante el mes se registró un fuerte incremento en las ventas de manufacturas de origen agropecuario (+ 22% a/a) –fundamentalmente derivados de soja (+ 29% a/a), carnes (+ 23% a/a) y aceites (+ 17% a/a)– que permitieron mantener a flote la entrada de divisas por exportaciones.

Por su parte, la tasa de expansión de las importaciones volvió a ubicarse por encima de la correspondiente a las exportaciones, mostrando un incremento anual de 4%. Tras varios años de expansión del producto no se ha podido revertir la fuerte dependencia de las importaciones que poseen los principales complejos industriales. La recuperación de las ventas internas y externas de automóviles durante 2013 determinó un nuevo crecimiento de las compras al exterior, presionando a la baja del superávit comercial.

En contraste con lo que venía sucediendo a lo largo del año, en septiembre se verificó una caída en las importaciones de combustibles, luego del fuerte salto que habían mostrado en agosto –habían crecido + 103% a/a–. En cambio, se incrementaron las importaciones de vehículos de pasajeros (+ 48% a/a), y de piezas y accesorios para bienes de capital (+7% a/a) –fundamentalmente partes de teléfonos celulares y *chips*.

A la posible reversión en la suba que tuvieron durante los últimos años los precios de las *commodities* primarias, se suman luces de alerta en la situación económica que viven algunos de los principales socios comerciales de la Argentina. Brasil muestra debilidades estructurales y una elevada conflictividad política, dentro de su historia de prácticamente ausencia de levantamientos populares. Entre las debilidades estructurales se hallan las dificultades fiscales de los Estados, la caída sostenida en la industria y un déficit de cuenta corriente que llegó al 3% del PBI. Por su parte, China tuvo una desaceleración en su tasa de crecimiento durante 2013, que motivó la aplicación de políticas correctivas por parte de las autoridades.

Hacia 2014 es esperable una merma en la demanda de parte de los principales compradores del país –Latinoamérica, Medio Oriente y el MAGREB. Por otra parte, es posible que tenga lugar un incremento de las compras desde Estados Unidos y Canadá.

Aun así, la tendencia actual marca que el resultado final más probablemente tienda a una menor holgura en la entrada de divisas por comercio exterior, que deberá ser compensada con un refuerzo en las medidas restrictivas o mediante toma de deuda externa.

Evolución del comercio exterior de bienes, 2010- 2013



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC

### Las medidas frente a la nueva caída de reservas

Durante este último mes las reservas en poder del Banco Central volvieron a caer fuertemente y acumularon una retracción de u\$s 10.000 millones en el año<sup>5</sup>. Las reservas de esta forma alcanzaron el nivel de 8,1% del PBI, frente al 18% que lograban en el primer trimestre de 2008 y cercano al 7,6% que alcanzaron en el peor momento de la crisis en 2002. Tomando nota del problema, el gobierno comenzó a acelerar la tasa de devaluación del dólar a partir del último año, luego de un largo período de apreciación real del peso. Actualmente, la tasa de devaluación alcanzó un ritmo superior al 25%, por encima de la inflación que se maneja en diversos ámbitos, rondando el 20%-22%.

Sin embargo, las medidas aplicadas hasta el momento no tocaron los problemas de fondo y, actualmente, tampoco sirven para paliar la enfermedad. Por esta razón, es factible que se pongan en marcha distintas

acciones, algunas de las cuales ya comienzan a generar rumores. La primera medida realizada buscó mediante una reglamentación del Banco Central que las cerealeras vuelvan a tomar dólares en el exterior. Por otra parte, hace ya algunos meses se habla de la posible implementación de un aumento en la tasa cobrada al turismo externo, lo cual fue desmentido por funcionarios del gobierno. Finalmente, una tercera opción pasa por la reconciliación con los mercados internacionales, en la búsqueda de disminuir las tasas de interés de los créditos externos que se ofrecen al gobierno nacional.

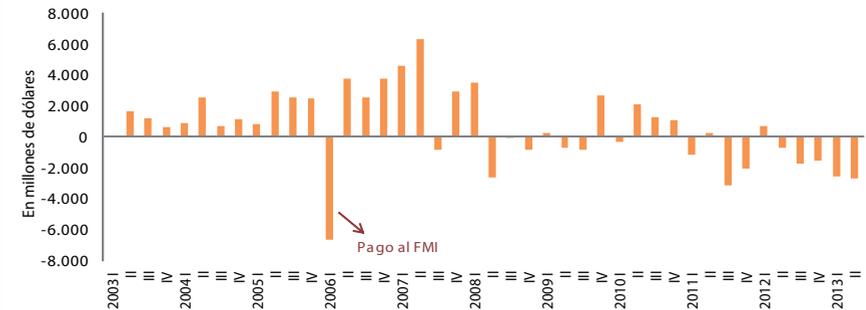
El Banco Central dispuso que el financiamiento en pesos que los bancos pueden otorgar a las grandes exportadoras no supere el 0,3% de la capacidad prestable de las entidades, frente al 15% que regía anteriormente. Paralelamente, estableció que las grandes exportadoras son aquellas que exportan más del 75% de su producción y poseen un stock de deuda de 200 millones de pesos. Esta reglamentación busca

<sup>5</sup> Las reservas alcanzaron en el segundo semestre de 2013 un nivel de u\$s 37 mil millones, u\$s 19 mil millones por debajo del máximo alcanzado en 2011.

frenar la tendencia de los últimos meses, por la cual las firmas exportadoras se habían comenzado a financiar en pesos en el mercado local, aprovechando una mejor tasa el actual ritmo de devaluación del dólar. De esta forma, la medida apunta, por un lado, a que las cerealeras ingresen u\$s 2.000 millones en los próximos meses y, por otro, a relajar la demanda de crédito local, que actualmente crece por sobre la constitución de depósitos en pesos, presionando sobre la tasa.

Sin embargo, es de esperar que se tomen medidas adicionales ante la continua salida de dólares de la economía (y la menor entrada prevista para 2014, tratada en el tema anterior). Una de las salidas más factibles en el corto plazo puede pasar por la vuelta al endeudamiento externo, para lo cual el gobierno deberá previamente mejorar las relaciones con la oferta financiera internacional, solucionando entre otros aspectos los conflictos pendientes de la deuda y las disputas atrasadas en el CIADI.

Variación trimestral de reservas internacionales del BCRA



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos del BCRA

*Editor Responsable*

**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*