

Informe de coyuntura económica. Septiembre de 2016

En el presente informe se evalúan dos aspectos significativos de la realidad económica del país, con el objetivo de analizar su situación actual y sus implicancias a futuro. El primero se vincula con la situación del tipo de cambio real y sus consecuencias para la economía argentina. Se comienza por contextualizar el presente de dicho indicador en el marco de su evolución histórica, para luego analizar las expectativas futuras respecto a su comportamiento. En segundo lugar, se estudia como la estabilidad que presenta actualmente el tipo de cambio real afecta a la economía. Con dicho objetivo, se presenta un análisis de la balanza de pagos y la balanza comercial de Argentina en el año 2015. Posteriormente, se puntualiza en el intercambio comercial con la República Popular China. En particular, se busca saber cómo evolucionó el intercambio comercial argentino-chino, tratando de identificar que inferencia tiene el tipo de cambio real como variable explicativa de esta evolución. Finalmente, se procede a detallar las implicancias que dicha evolución tuvo en la economía de la provincia de Córdoba.

El segundo eje temático se refiere al financiamiento y crédito. Se comienza con una descripción del comportamiento de préstamos en moneda extranjera, segmento que presentó un fuerte dinamismo durante los primeros meses del año 2016, identificando las posibles causas de dicho comportamiento. Luego, se amplía el análisis focalizando sobre cada uno de los diferentes instrumentos de financiamiento en dólares y sus potenciales consecuencias sobre la economía argentina. Posteriormente, se continúa con una breve reflexión de las asimetrías de oportunidades que se presentan entre los diferentes agentes de la economía al momento de acceder al financiamiento de sus actividades, finalizando con una comparación internacional de las condiciones crediticias de nuestro país respecto a países vecinos.

La estructura del presente informe se compone por dos apartados diferentes, que analizan por separado los dos tópicos antes descriptos. La primera sección se denomina “Tipo de cambio real, una amenaza”; y la segunda sección se titula “Financiamiento y crédito, una oportunidad”.

- **Tipo de cambio real, una amenaza**

En el presente apartado se hará énfasis en la evolución reciente del tipo de cambio real y sus implicancias para la economía argentina. Para ello, primero es necesario definir a qué refiere el concepto de tipo de cambio real.

El tipo de cambio real multilateral mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de nuestros principales socios comerciales. De esta manera, constituye una medida amplia de la competitividad (de tipo precio) de una economía. A lo largo de este informe, para medir la evolución de este indicador, se recurre al índice de tipo de cambio real multilateral mensual (ITCRM) elaborado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

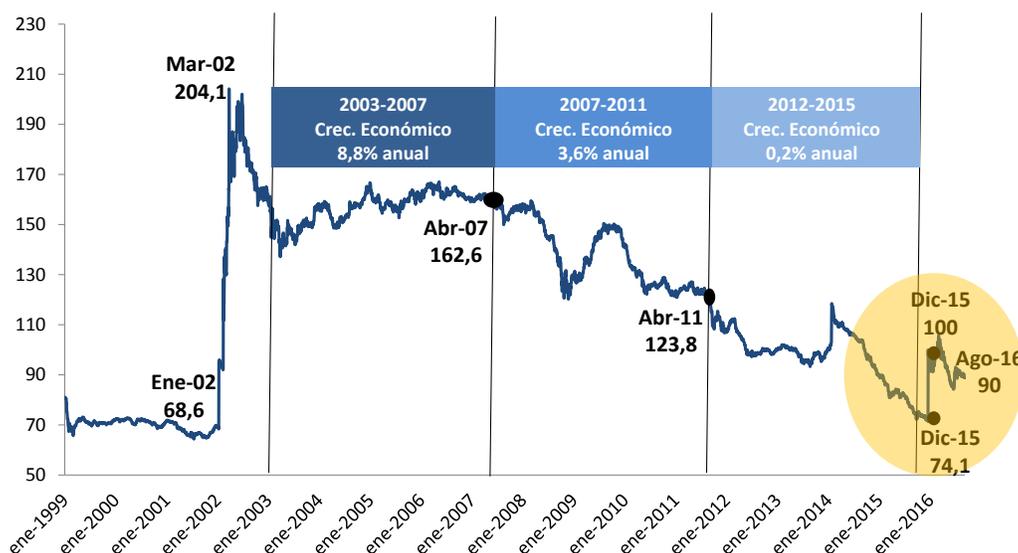
A fines de 2015, luego de la eliminación de los controles cambiarios, el tipo de cambio real multilateral se depreció alrededor de un 39% en términos reales. Sin embargo, la elevada inflación que caracterizó a la economía argentina del primer semestre, erosionó parte de la ganancia en competitividad que se había obtenido con la devaluación. Como consecuencia, el ITCRM sufrió una caída en sus valores. Para fines de



agosto, con una inflación en descenso y un tipo de cambio nominal estable, el valor del índice se ha estabilizado, ubicándose un 29% por encima del valor previo a la devaluación.

En el presente informe, el Instituto de Investigaciones Económicas busca puntualizar que la evolución reciente del tipo de cambio real multilateral posa un llamado de atención a la economía argentina. Esto se debe a que el valor actual del índice continúa ubicándose significativamente por debajo del promedio histórico de la última década, señalando un encarecimiento relativo de los bienes argentinos con respecto al de nuestros principales socios comerciales.

Gráfico 1: Evolución del tipo de cambio real multilateral.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Dicho llamado de atención se torna aún más significativo cuando se consideran las expectativas existentes en torno a la evolución futura de los precios y del tipo de cambio nominal, tanto de la Argentina como de nuestros principales socios comerciales. En base a datos del BCRA, de los bancos centrales de los principales socios comerciales y de la cotización de los futuros de divisas en el mercado de futuros de Chicago, se verificó que el mercado no espera un cambio significativo en el valor del tipo de cambio real de la Argentina. En particular, estimaciones del Instituto dan como resultado un tipo de cambio real multilateral para agosto del 2017, un 4% por debajo del valor actual.

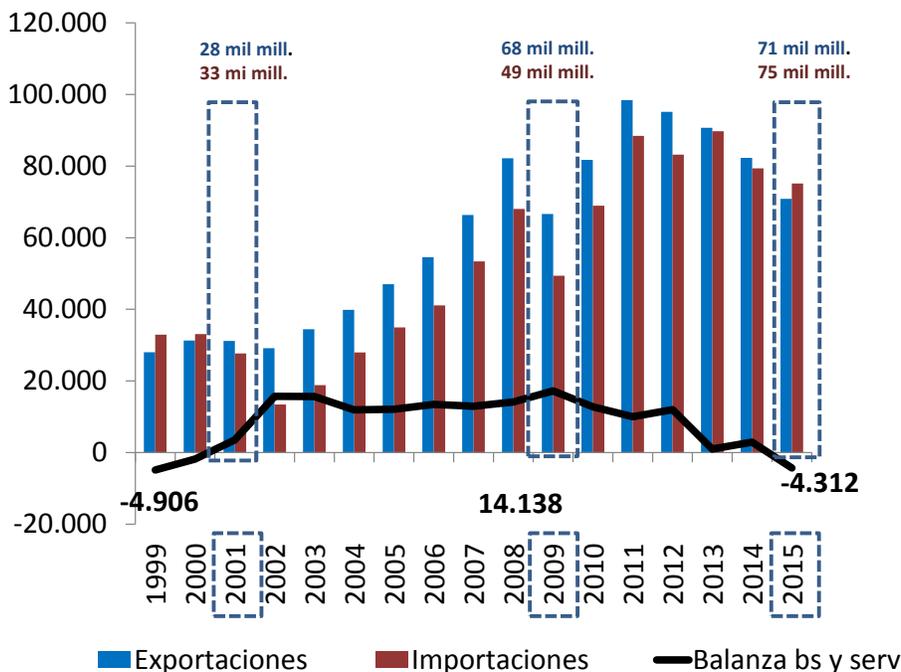
Para expresar porqué la evolución del tipo de cambio real implica una luz de alerta para la economía, se procedió a evaluar cómo impacta en determinadas variables reales, puntualizando sobre el sector externo.

En este sentido, en el año 2015, Argentina tuvo una balanza de pagos negativa de 4.871 millones de dólares. Este resultado se debe principalmente a que el déficit comercial del país alcanzó un nivel de 4.312 millones de dólares. En relación al rol que jugó el tipo de cambio real multilateral como factor explicativo de esta situación, es necesario resaltar que el mismo se ubicó durante el año 2015 en valores mínimos históricos. En particular, hacia finales del año el ITCRM se encontraba solo un 5% por encima del valor que el mismo índice presentaba a fines del año 2001.



Para contextualizar estos resultados, en el Gráfico 2 se indica el desempeño de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de Argentina en los últimos 16 años.

Gráfico 2: Evolución de la balanza comercial y del intercambio de servicios de Argentina. Periodo 1999/2015.



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

Si se analizan conjuntamente los gráficos 1 y 2 puede observarse como a medida que el tipo de cambio real fue perdiendo valor, las importaciones fueron ganando en importancia, cerrando el período con un déficit comercial tanto en términos de bienes como de servicios.

Dentro de la evolución de la balanza comercial de Argentina, un caso representativo lo constituyen las relaciones comerciales con la República Popular China. A lo largo del periodo analizado, China se estableció como el segundo socio comercial del país, solo por debajo de Brasil. En este sentido, mientras que en el año 2002 la principal economía del continente asiático fue el destino de solo el 4,6% de las exportaciones argentinas, y el origen del 3,8% de las importaciones, para el año 2015 representaba el destino de 9,5% de las exportaciones, y el origen de 19,7% de las importaciones.

Este crecimiento en la importancia de China dentro de los socios comerciales de Argentina se vio acompañado por un importante deterioro en el resultado del intercambio comercial para el país. Mientras Argentina poseía un superávit comercial en torno a los 1.000 millones de dólares para el año 2002, en el año 2015 el intercambio arrojó como resultado un déficit de 6.388 millones de dólares. Si bien el valor de las exportaciones se incrementó en un 358%, el valor de las importaciones de origen chino aumentó en un 3.342%.

Los datos antes presentados adquieren mayor relevancia si se considera los productos que forman parte del intercambio. Mientras que las exportaciones argentinas están compuestas por 610 productos, donde un solo



producto, el poroto de soja, explica el 66% del valor total; Argentina importó en 2015 5.464 productos chinos, donde el conjunto de máquinas y aparatos eléctricos constituyeron un 29%, los productos químicos y farmacéuticos un 20%, y materias textiles y manufacturas un 12%.

Por último, es importante analizar las implicancias que tiene para la provincia de Córdoba la evolución antes descripta del intercambio comercial con China. Un primer dato a considerar es que, en el año 2015, Córdoba fue el origen de un 24% de las exportaciones del país a China, cifra superior al valor que representa la provincia en total de exportaciones del país (15%). Esto enfatiza la importancia que tiene el intercambio con China para la provincia.

Si se analiza la composición de dichas exportaciones, se obtiene que el 85% del valor exportado lo constituyeron productos primarios, mientras que un 11% provenía de manufacturas de origen agropecuario y solo un 4% de manufacturas de origen industrial. Si comparamos estas cifras con sus equivalentes para años anteriores, se observa un notable cambio a lo largo del periodo analizado. Como ejemplo, en el año 2008, 75% del valor exportado eran productos primarios, mientras que un 24% provenía de manufacturas de origen agropecuario y solo un 1% de manufacturas de origen industrial. Este análisis deja en evidencia una creciente primarización de las exportaciones cordobesas al país asiático. A manera de ejercicio contra fáctico puede verse que si se volvieran a exportar un 24% de manufacturas de origen agropecuario en reemplazo de productos primarios se generarían 182 millones de dólares de valor agregado directo y 82 millones de dólares de manera indirecta. Esta mayor generación demandaría 7 mil nuevos empleos en la economía de Córdoba.

Por último, al no existir datos relativos a la importación por provincia, es imposible determinar con exactitud la evolución que experimentaron las importaciones cordobesas con origen chino. Sin embargo, como un ejercicio teórico, si se extrapola el incremento que experimentaron las importaciones chinas a nivel nacional a la provincia de Córdoba, asumiendo una participación de las importaciones cordobesas del 8% sobre el total nacional (equivalente a la participación que tiene la provincia en el valor agregado bruto del país), es factible suponer que, entre los años 2008 y 2015, la provincia de Córdoba importó 250 millones de dólares más desde la República Popular China. Al igual que antes, si se realiza el ejercicio contrafactual puede verse que de producir localmente los 250 millones de dólares importados, se agregaría además valor por 100 millones de dólares de manera indirecta y se demandarían 31 mil nuevos puestos de trabajo en total.

• **Financiamiento y crédito**

Los préstamos en dólares al sector privado mostraron en los primeros 8 meses del año un importante crecimiento, impulsados principalmente por aquellas líneas crediticias asociadas al comercio exterior. En este apartado se presenta una descripción de la situación en la que se encuentra el mercado crediticio argentino, haciendo principal hincapié en el financiamiento en moneda extranjera dirigido al sector privado.

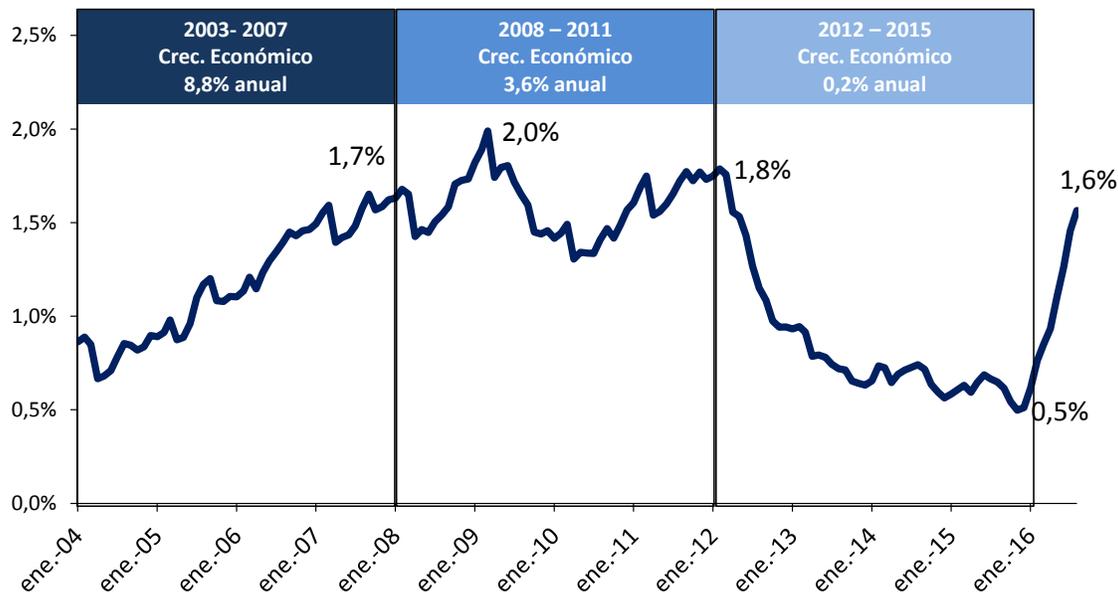
Considerando el stock total de préstamos en moneda extranjera en porcentaje del PBI, como se exhibe en el Gráfico 2, puede apreciarse que existe relación entre el crecimiento de la economía argentina y el volumen de préstamos en dólares.

Después de la caída en el volumen del financiamiento en moneda extranjera al Sector Privado en los últimos años como consecuencia del cepo cambiario establecido a fines del año 2011, desde principios del año 2016



se presenta un importante dinamismo en el mismo, totalizando en lo que va del año un incremento del 148%, lo que significaría un adicional de US\$4.310 millones en el stock de dichos préstamos.

Gráfico 2: Préstamos en dólares al Sector Privado en % PBI.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA e Indec.

Dentro de las causas que incentivaron dicho incremento, se encuentran:

- La mayor disponibilidad de dólares debido al crecimiento de los depósitos en moneda extranjera (36%);
- Una reducción en los encajes mínimos de los depósitos en moneda extranjera del 30% al 20%;
- La flexibilización de normativas impuesta por el BCRA a través de la Comunicación A5893, en la que se amplió el rango de empresas con acceso a tales préstamos, permitiéndose la solicitud para prefinanciación de exportaciones, proveedores de exportadores, proveedores de servicios, etc.
- El incentivo vías tasas, las cuales para préstamos en pesos son mayores al 40% anual, y para préstamos en dólares van desde el 4,5% anual al 8,5% dependiendo plazos y condiciones.
- Las expectativas de estabilidad cambiaria, con un tipo de cambio promedio pronosticado por el BCRA en su Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de \$16 por dólar en diciembre del corriente año.

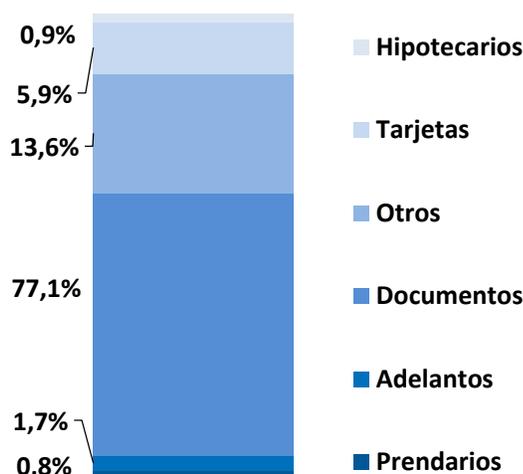
Sin embargo, es importante destacar que el stock de préstamos en dólares al sector privado, se encuentra a un nivel similar al promedio del año 2011 (antes del cepo cambiario), y con una participación sobre el total de préstamos otorgados al sector privado del 11%. Por otro lado, este impulso en el financiamiento, tiene su correlato en el nivel de actividad, donde los sectores conectados con este tipo de líneas en



moneda extranjera, empiezan a mostrar ciertos indicios de recuperación (exportadores, agropecuario, etc.).

Desagregando los préstamos en los diferentes instrumentos que ofrecen los bancos al sector privado, los principales incrementos en lo que va del 2016 se dieron en prendarios (702%), seguidos por adelantos (477%) y documentos (199%), mientras que hipotecarios y tarjetas presentaron una caída del 33% y 3% respectivamente. Como se observa en el Gráfico 3, al analizar la participación de cada uno de los instrumentos sobre el total de préstamos en moneda extranjera, se trasluce una importante concentración en documentos a sola firma representan el 77% del stock total, estos son documentos de corto plazo (180 días) relacionados al sector exportador. Le siguen a estos las tarjetas con una participación del 13,6%, mientras que los demás tipos de préstamos tienen participaciones menores al 1%.

Gráfico 3: Composición de préstamos en dólares. Agosto 2016.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Esto demuestra, de cierta manera, que los estímulos para tomar deuda en moneda extranjera son aprovechados por aquellas empresas que generan suficientes ingresos de divisas. Esto junto a la sobranza liquidez en dólares que tienen los bancos lleva a plantearse el interrogante de cuál podría ser el impacto sobre determinados sectores, como por ejemplo los de maquinarias agrícolas y automotores o de la construcción, si los demás préstamos en moneda dura crecieran a tasas similares a la de sus equivalentes en pesos o a la tasa que lo hicieron durante el periodo enero- agosto del 2016. En el caso de los préstamos con garantía prendaria en dólares, si los mismos crecieran durante dos años a la tasa mensual mínima de este año, la de febrero (4%), podrían pasar de US\$57 millones a US\$146 millones, lo que permitiría adquirir a los tomadores de préstamos 2.900 camionetas o 1.850 tractores. En cambio, si se crearan líneas dirigidas al sector de la construcción, y los hipotecarios en dólares crecieran a la misma tasa a la que lo hicieron sus equivalentes en pesos en los últimos años, 2%, pasarían de US\$65 millones a US\$104 millones, esto equivaldría a 2.300 viviendas básicas.

El anterior ejercicio presenta solo un indicio del impacto sobre la economía real que produciría un entorno de estabilidad cambiaria de largo plazo, que junto a la creación de nuevas líneas de financiamiento,



podrían permitir a las personas y empresas endeudarse en moneda dura sin asumir un importante riesgo cambiario.

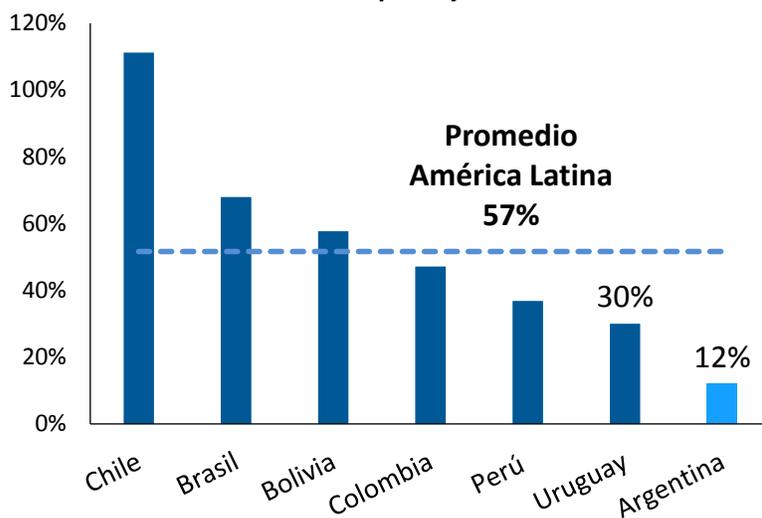
El fuerte crecimiento de los documentos a sola firma en dólares desde enero del año 2016, viene acompañado de una caída en el segmento en pesos. Este trasluce una sustitución de financiamiento comercial en pesos por préstamos en moneda extranjera, instrumentados mediante estos documentos. Los documentos a sola firma, en pesos presentaron una caída en el stock del 4%, estimulado por un aumento del 5% en la tasa de interés; por el contrario, en dólares aumentaron su stock un 177%, con una caída en la tasa de interés del 30%. Al tipo de cambio oficial, esto equivaldría a una sustitución de \$15 millones de préstamos en pesos por \$54 millones en dólares. De esto podrían concluirse dos cosas: por un lado, no solo hubo una sustitución sino que también aumento el endeudamiento en dólares por casi \$40 millones y por otro, la reacción ante una disminución del costo del endeudamiento en dólares fue mucho mayor que la reacción ante un aumento de la tasa en pesos (la variación de los préstamos tomados frente a cambios de la tasa en dólares fue -5,9 y en pesos -0,8).

Finalizando con este apartado, es importante destacar que a pesar de la evolución del financiamiento de los préstamos en dólares, las oportunidades de acceso al crédito en el país son muy asimétricas dependiendo del agente tomador de la deuda. En el caso de personas físicas, los plazos máximos de los préstamos en pesos a los que pueden acceder son de 6 años a altas tasas de interés nominales, cercanas al 47%; por otro lado, las empresas pueden acceder tanto a financiamiento en pesos como en dólares, a un plazo máximo de 5 años con tasas de interés cercanas al 30% en pesos y 8% en dólares. Cuando se observan las emisiones de deuda realizadas durante el año 2016 por los estados provinciales y por el estado nacional, se encuentra una importante asimetría en los plazos y tasas con respecto a las anteriores. Los estados provinciales, emitieron deuda en moneda extranjera a plazos que van de los 8 a los 10 años, con tasas que van del 7,8% al 9,4%. En cambio, el estado nacional emitió deuda en moneda extranjera a un plazo máximo de 30 años con una tasa del 7,6%, y en moneda nacional lo hizo a un plazo de 2 años con una tasa del 22,7%.

Al comparar el tamaño del mercado crediticio del país con otros de la región, se observa un bajo apalancamiento del país respecto a los demás. Como se presenta en el Gráfico 4, los préstamos al sector privado en porcentaje del PBI son el 12%, el nivel más bajo de la región. Debido a esto, los incentivos introducidos de ahora en más, deberían apuntar a la expansión del sistema crediticio y a que los plazos se alarguen. El reducido tamaño y sesgo al corto plazo del sistema financiero son en gran parte resultado del entorno de alta volatilidad macroeconómica y de la desconfianza de los agentes económicos.



Gráfico 4: Préstamos en moneda nacional y extranjera al Sector Privado en % del PBI.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA y FMI.