



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1225 – 12 de Septiembre de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

Control de cambios, economías regionales y la experiencia 2011-2015
¿Qué podemos rescatar para el futuro post-elecciones?

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

La menor volatilidad cambiaria permite atenuar la salida de depósitos en dólares

En Foco 2 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El antes y el después de las PASO en las búsquedas de Internet

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**3*****Control de cambios, economías regionales y la experiencia 2011-2015 ¿Qué podemos rescatar para el futuro post-elecciones?***

- El periodo del “cepo”, que se verificó entre fin de 2011 y 2015, se caracterizó por el estancamiento de la economía y del empleo privado. Hubo un leve incremento en el consumo pero cayeron la inversión y, en mayor porcentaje, las exportaciones. Esto en el contexto de un fuerte aumento del gasto público
- En aquella etapa las exportaciones se vieron muy perjudicadas porque el tipo de cambio oficial se atrasó, pero los costos para producir adquirieron dinámica propia. Por ejemplo, los costos de logística subieron un 15% en dólares en el período y los laborales lo hicieron un 25%
- Durante aquel período, las provincias del NEA y del NOA tuvieron una performance superior al promedio por la incidencia del gasto público. Sin embargo, la región Pampeana y Cuyo atravesaron un período de estancamiento. La Patagonia, hacia el fin de la etapa, se vio beneficiada por la actualización del precio de petróleo en el mercado interno
- El régimen de control de cambios actual es menos restrictivo que el de 2011 y el precio del dólar se encuentra en un nivel más realista. Por ende, es clave lo que ocurra después del 10 de diciembre. Al margen de las modificaciones que puedan hacerse al régimen cambiario, todo indica que esta vez no será factible financiar una expansión del gasto público como la observada entre 2011 y 2015

En Foco 1:**9*****La menor volatilidad cambiaria permite atenuar la salida de depósitos en dólares***

- Mientras que los depósitos en pesos se contrajeron 1% entre el 9 de agosto y el 9 de septiembre, las colocaciones en dólares cayeron 29,2% en idéntico lapso
- Sin embargo, después del pico del 30 de agosto, los últimos datos muestran una marcada desaceleración en el retiro de depósitos en dólares
- Por su parte, los créditos en pesos muestran un incremento de 2,9% m/m; mientras que las financiaciones en dólares se contraen 9,8% m/m

En Foco 2:**14*****El antes y el después de las PASO en las búsquedas de Internet***

- Las búsquedas vinculadas con la compra y depósitos de dólares fueron las que presentaron cambios más significativos, aumentando un 40% entre el 11 de agosto y el 02 de septiembre, y un 250% si se compara con el promedio de los meses previos
- Desde el 2 de septiembre se amplió el horario bancario, como una forma de transmitir confianza en el mercado. Esta medida también su correlato en las búsquedas por internet, que aumentaron sustancialmente en las últimas semanas
- También se consideró como evolucionó la búsqueda vinculada a compras de inmuebles. Si bien hubo un repunte en los últimos días, el fenómeno es todavía muy acotado

Editorial

Control de cambios, economías regionales y la experiencia 2011-2015

¿Qué podemos rescatar para el futuro post-elecciones?

Jorge Day

- El periodo del “cepo”, que se verificó entre fin de 2011 y 2015, se caracterizó por el estancamiento de la economía y del empleo privado. Hubo un leve incremento en el consumo pero cayeron la inversión y, en mayor porcentaje, las exportaciones. Esto en el contexto de un fuerte aumento del gasto público
- En aquella etapa las exportaciones se vieron muy perjudicadas porque el tipo de cambio oficial se atrasó, pero los costos para producir adquirieron dinámica propia. Por ejemplo, los costos de logística subieron un 15% en dólares en el período y los laborales lo hicieron un 25%
- Durante aquel período, las provincias del NEA y del NOA tuvieron una performance superior al promedio por la incidencia del gasto público. Sin embargo, la región Pampeana y Cuyo atravesaron un período de estancamiento. La Patagonia, hacia el fin de la etapa, se vio beneficiada por la actualización del precio de petróleo en el mercado interno
- El régimen de control de cambios actual es menos restrictivo que el de 2011 y el precio del dólar se encuentra en un nivel más realista. Por ende, es clave lo que ocurra después del 10 de diciembre. Al margen de las modificaciones que puedan hacerse al régimen cambiario, todo indica que esta vez no será factible financiar una expansión del gasto público como la observada entre 2011 y 2015

Desde el 2 de septiembre tiene vigencia un régimen de control de cambios, que restringe la compra de dólares. La pregunta es cómo terminará impactando sobre la actividad económica, especialmente sobre las regiones argentinas. Para responder, tomaremos como referencia una experiencia reciente, la del cepo cambiario, implementado a fin de 2011. Aunque hay diferencias (el cepo fue más restrictivo), nos resultará útil para pensar el escenario post-elecciones.

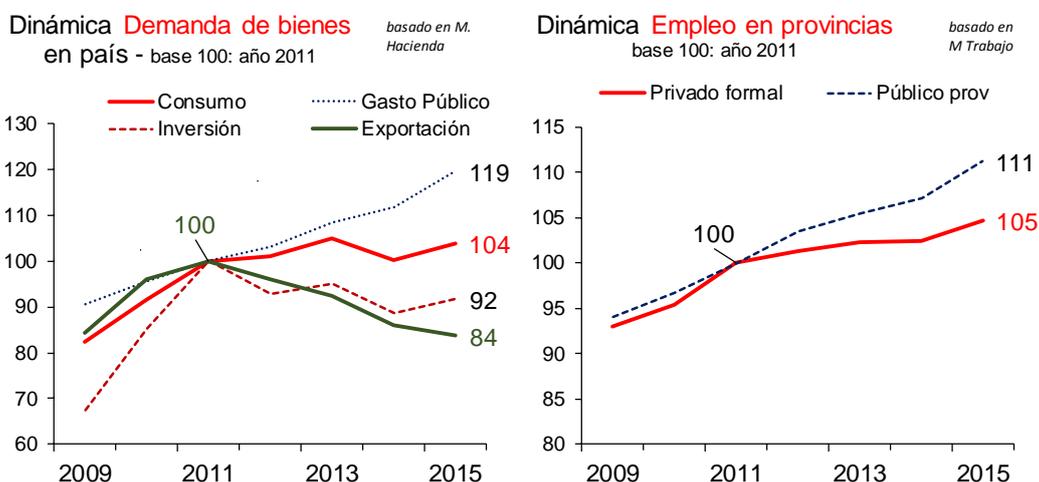
Experiencia cepo cambiario 2012-2015

Los controles de cambio aparecen en situaciones con alta demanda por dólares, y como se quiere evitar una devaluación y una sangría de dólares del Banco Central, se recurre a fijar restricciones a la compra de dólares.

De esta manera, surgen al menos dos tipos de cambio. Uno para los exportadores, que es más bajo, al excluir del mercado oficial a una parte de los compradores de divisas, y otro dólar más caro que se adquiere en el mercado secundario.

Impacto sobre la actividad económica en el país: debiera ser heterogéneo. Los exportadores se ven perjudicados al recibir un dólar más barato (al cambiarlos reciben menos pesos). Como los precios dolarizados se mantienen relativamente estables, el consumo se ve menos afectado. En el control de cambio, generalmente está la restricción de no girar dólares hacia el exterior, en concepto de utilidades. Esta medida desalienta a las inversiones, especialmente las extranjeras (¿para qué invertir si luego no se puede recuperar lo invertido?).

Los datos observados durante el periodo del cepo (años 2012-2015) confirman esos impactos recién comentados. Fue un periodo en que la economía, con sus oscilaciones, se estancó. Aun así, hubo un leve incremento en el consumo. Sí cayó la inversión, y en mayor porcentaje las exportaciones. Esto en el contexto de un fuerte aumento del gasto público.



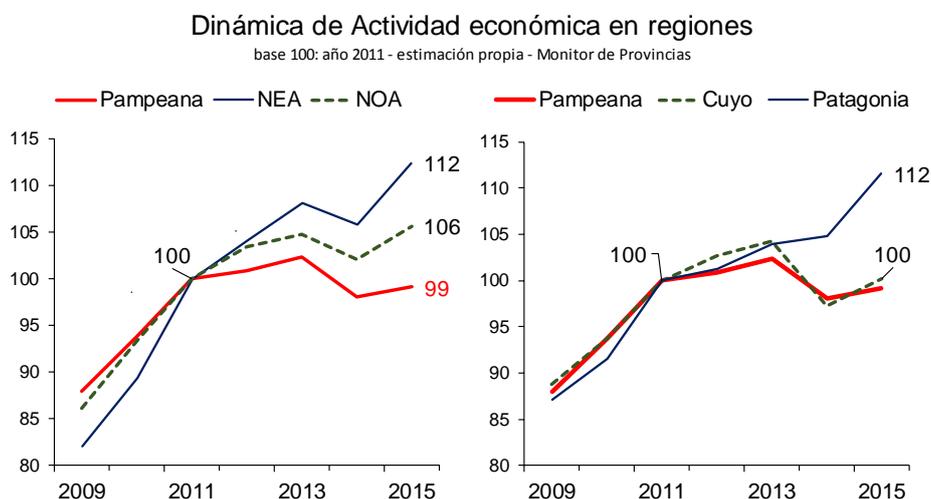
Desde una perspectiva regional, en materia de empleo, el privado formal creció lentamente, mientras que el empleo público en las provincias se incrementó llamativamente, compatible con los datos de la evolución del gasto gubernamental.

Impacto regional: un par de comentarios previos. En Argentina, las diferencias regionales se explican principalmente por sus distintas estructuras productivas. La región

Pampeana, en la que se hallan las tres economías provinciales más grandes del país, es la más exportadora, y dada la relevancia de su sector privado, es menos dependiente de los fondos nacionales (en neto aportan más de lo que reciben).

En cambio, las regiones del Norte son menos exportadoras (NEA principalmente) y son más dependientes del sector público. La región patagónica tiene características similares a las norteñas, pero con la gran diferencia de contar con petróleo, que genera altos ingresos.

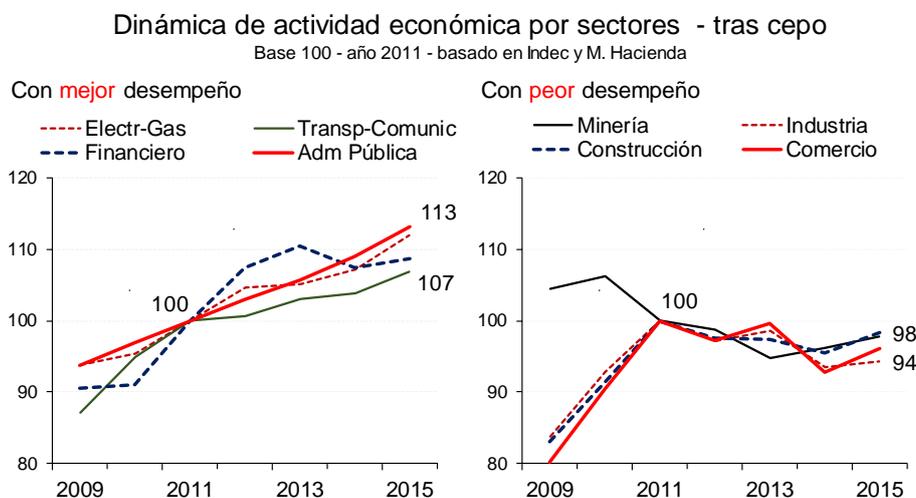
Con esa descripción muy general, se puede pensar que en el periodo del cepo cambiario, 2012-2015, fue más beneficioso para provincias más dependientes del sector público, mientras que no fue así con las más exportadoras.



Los datos de actividad económica regional (Monitor de Provincias) ratifican ese argumento. Las provincias norteñas presentaron mejor desempeño que la región pampeana. Sorprende las patagónicas, que debieran estar más vinculadas a las exportaciones. Una explicación es que durante el periodo analizado las empresas petroleras tuvieron una mejora en su precio pagado por el crudo (antes era u\$s 42 por barril y lo elevaron a u\$s 70). En Cuyo, se observa una fuerte caída en 2014, en parte explicada por una menor actividad minera en San Juan.

Impacto por sectores: a no todos les fue mal durante el periodo del cepo cambiario. La Administración Pública fue el sector con mejor desempeño (mayor gasto público). Sorprende que también lo fuese el suministro de Electricidad, Gas y Agua. Aumentó su demanda, no tanto porque la economía crecía, sino porque seguía rezagándose sus tarifas con respecto a la inflación (por ser más baratas, se consumió más energía).

También sorprende un impulso en el sector financiero hasta 2013. Hubo más préstamos y depósitos, netos de inflación, pero luego cayeron en 2014 vinculado con la devaluación.



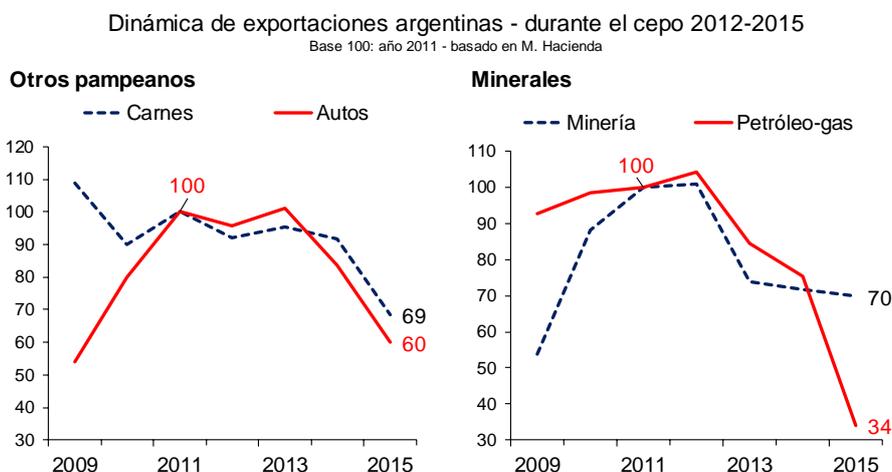
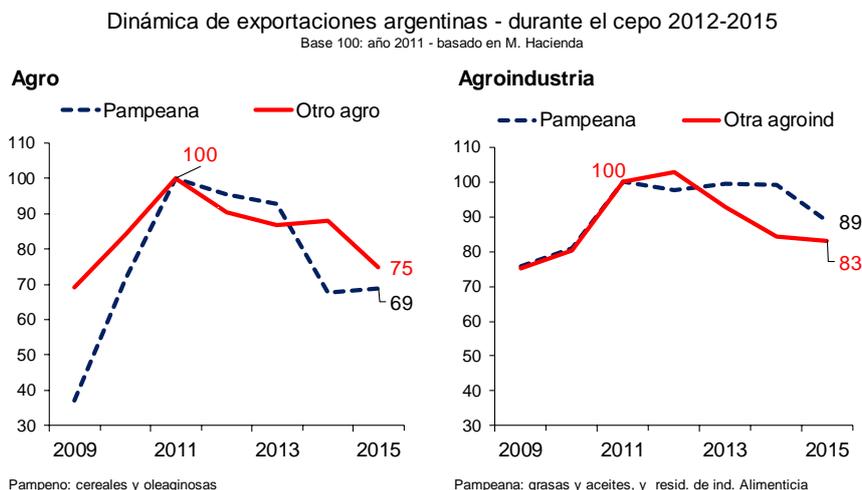
Entre los más afectados, estaba la industria (principalmente autos), y luego comercio (especialmente luego de la devaluación 2014). Construcción se estancó con sus vaivenes. Y minería tenía tendencia decreciente (por petróleo).

Desempeño exportador: por el cepo, el exportador se vio perjudicado al recibir un dólar más barato, o sea, ha sufrido un incremento en los costos para exportar. Por ej. los de logística aumentaron un 15% en dólares, mientras que el costo laboral lo hizo en un 25%. Salvo excepciones, en la mayoría de los productos exportados desde Argentina no se observó que sus precios internacionales aumentasen en esos porcentajes, lo cual perjudicó la dinámica de las ventas al exterior.



Por tal razón, se desalentaron las ventas externas. Desde una perspectiva regional, presentaremos gráficamente la evolución de exportaciones argentinas de rubros claves,

como el agro (desagregado en pampeano y no)¹, agroindustria (idem), carnes, autos, minerales y petróleo. Todos empeoraron sus ventas al exterior en el periodo en que rigió el cepo. El peor sector fue el petróleo, especialmente en 2015, luego de una fuerte caída en su precio internacional (se redujo a un tercio en dólares).



Resumiendo, el cepo cambiario pretende estabilizar el precio del dólar, a pesar de su gran demanda. En una economía inflacionaria, se perjudica la actividad exportadora, intentando proteger al consumo, es decir, no se resienten tanto las ventas en el mercado interno. En el periodo analizado también se registra un fuerte incremento del gasto público.

¹ Las exportaciones catalogadas como "Pampeanas" se refieren a productos netamente exportados por esa región, como cereales, aunque también pueden ser vendidos por otras regiones. Idem con las catalogadas como "Otros", que pueden ser exportadas por provincias pampeanas, aunque en menor magnitud. Nos sirve para tener una referencia de lo que ocurre en materia de exportaciones.

Control de cambios: actualidad y futuro post-electoral

En estos días se ha implementado un control de cambios que, por ahora, es menos restrictivo que el cepo cambiario 2012-2015. A fin de 2011 al gobierno en ejercicio le quedaba cuatro años de mandato, y el dólar estaba barato (a fecha de hoy, equivalía a un dólar de \$ 35). Para mantener las reservas del Banco Central, debieron implementar restricciones más estrechas, y aun así cayeron esas reservas.

Actualmente, el dólar está más caro, el control de cambios es menos restrictivo, pero la dinámica de las reservas del Banco Central determinará si se agudizarán o no esas restricciones.

¿Qué esperamos para el futuro? La próxima administración, con un mandato de cuatro años, comenzará con un dólar más caro, pero las reservas del Banco Central estarán en un mínimo. ¿Mantendrá el control cambiario? Es probable que perdure esa ansiedad de la población por los dólares, por lo cual es difícil creer que en el inicio se libere la cotización del dólar.

Si así fuese, ¿qué podría esperarse en materia de actividad económica? Es necesario tener en cuenta que en estas últimas semanas ha habido un par de hechos impactantes. La economía venía de un fuerte proceso recesivo y se venía recuperando muy lentamente (más en agro, y poco en comercio). Pero el resultado de las Paso cambió el escenario, con una fuerte devaluación que contribuirán a contraer nuevamente las ventas en el mercado interno. Y puede agudizarse si hay un reacomodamiento post-electoral en la cotización del dólar.

Posteriormente, si el control se mantiene o se intensifica, podría pensarse en impactos similares a los observados durante el periodo del cepo cambiario. Una diferencia es que el dólar estará más caro, lo cual no necesariamente afectarán tanto a las exportaciones en el inicio. Otra diferencia es que las finanzas del gobierno continuarán complicadas, y con poca probabilidad de conseguir financiamiento ¿Se recurrirá a la emisión monetaria? Deberán ser cuidadosos con la inflación, por lo que es una decisión muy difícil. Todo esto adelanta que la expansión del gasto público debería ser mucho más moderada que la observada en el periodo del cepo.

Desde una perspectiva regional, en la actualidad es más notoria la contracción del mercado interno, con gobiernos con problemas financieros, por lo cual es esperable que en estos meses las regiones norteñas se vean más afectadas. Posteriormente, si se mantiene el control cambiario, el impacto negativo lo afrontarían las regiones más exportadoras, aunque por el dólar alto, inicialmente a un nivel más leve que lo observado durante el cepo.

En Foco 1

La menor volatilidad cambiaria permite atenuar la salida de depósitos en dólares

Joaquín Berro Madero

- Mientras que los depósitos en pesos se contrajeron 1% entre el 9 de agosto y el 9 de septiembre, las colocaciones en dólares cayeron 29,2% en idéntico lapso
- Sin embargo, después del pico del 30 de agosto, los últimos datos muestran una marcada desaceleración en el retiro de depósitos en dólares
- Por su parte, los créditos en pesos muestran un incremento de 2,9% m/m; mientras que las financiaciones en dólares se contraen 9,8% m/m

Con datos disponibles hasta el lunes 9 de septiembre, se tiene que la salida de depósitos en moneda extranjera se ha suavizado paulatinamente desde la introducción del control de capitales. La relativa estabilidad cambiaria permitió esta mejoría. Sin embargo, cabe aclarar que la merma acumulada en las colocaciones en dólares de los privados, representa cerca de un tercio de los depósitos existentes antes de las elecciones PASO. En detalle, se trata de una salida prácticamente exclusiva de los depósitos en Cajas de Ahorro. Por su parte, los créditos al sector privado en pesos aceleran su ritmo de expansión motorizados por las líneas comerciales, mientras que se estancan las vinculadas a consumo y/o con garantía real. Asimismo, los créditos en dólares se contraen significativamente. Todo esto en un contexto de tasas de interés elevadas.

El resultado de las elecciones PASO del 11 de agosto pasado produjo una fuerte depreciación de la moneda que pasó de 45,4 \$/US\$ el 9 de agosto a 57 \$/US\$ ahora. Esta presión sobre el tipo de cambio se vio reflejada en el mercado de depósitos en dólares del sector privado. En este sentido, los depósitos en moneda extranjera pasaron de US\$32,6 MM el 9 de agosto a US\$23,1 MM el 9 de septiembre, cayendo 29,2% en ese lapso. Esta variación total de -US\$9,5 MM se explica en un 85% por una salida de las colocaciones en Cajas de Ahorro (-US\$8,1 MM) y el 15% restante, por la merma en los depósitos en dólares a Plazo Fijo (-US\$1,4 MM).

Sin embargo, si se observa la dinámica de la salida de colocaciones en dólares, se tienen dos ciclos: una importante salida luego de las elecciones, que se recortó

significativamente hacia fines de la segunda semana post-PASO. Después, la mayor incertidumbre combinada con la imposición del control de cambios volvió a impactar en los depósitos. Sin embargo, los últimos días reflejan una nueva merma en la salida de depósitos en dólares, producto de una mayor estabilidad cambiaria.

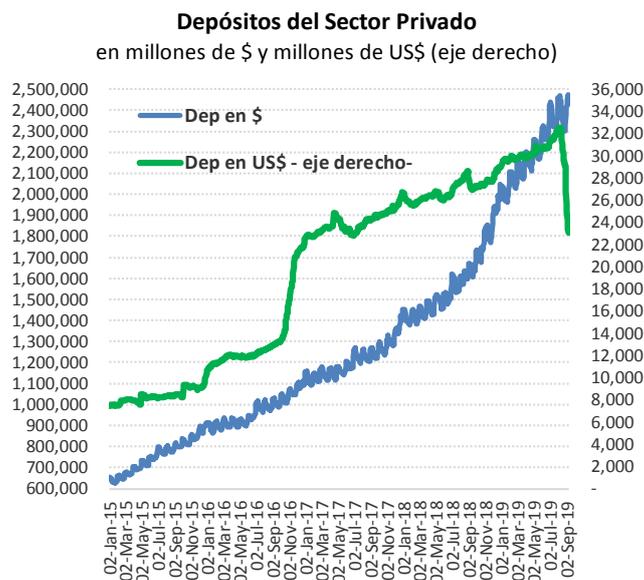
Como refleja el grafico de mas abajo, el martes 13 de agosto luego de las elecciones primarias la salida de depósitos en dólares alcanzo un pico de -US\$522 millones; para luego reacomodarse en -US\$150 millones el viernes 23 de agosto. Sin embargo, ciertas declaraciones políticas agregaron mayor incertidumbre política y económica a la coyuntura, reavivando el ritmo de salida; fenómeno que termino con cambios en el gabinete económico y nuevas disposiciones sobre el mercado de capitales el 1 de septiembre pasado. De esta forma se alcanzó un nivel de salida récord de -US\$1.092 millones a fin del mes pasado. Afortunadamente, los datos de septiembre reflejan una merma paulatina en el ritmo de salida de depósitos en dólares, que se ubicó en -US\$287 millones el lunes pasado.

Variacion intra-dia de depósitos en USD del Sector Privado
en millones de US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Asimismo, los depósitos del sector privado en pesos, apenas decrecieron -1% (-\$12,4 MM) entre las elecciones PASO y el lunes 9 de septiembre pasado; con un importante reacomodamiento en la composición de la cartera. En este sentido, los depósitos a Plazo Fijo en pesos disminuyeron -7% (-\$93,3 MM) en este periodo, mientras que las colocaciones en moneda local en Cajas de Ahorro crecieron +1% (+\$6 MM) y en Cuenta Corriente +23% (+\$99,4 MM); un comportamiento asociado a la mayor volatilidad cambiaria.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Por el lado de los activos de los bancos, las financiaciones pautadas en pesos crecen impulsadas por las líneas comerciales; mientras que las en moneda extranjera se desploman por el recupero por parte de los bancos de líneas preexistentes.

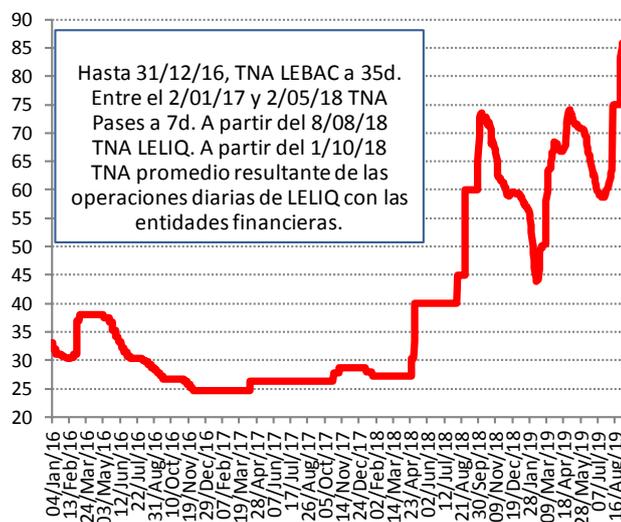
En este sentido, con datos hasta el 9 de septiembre, los créditos en pesos al sector privado registraron un aumento de 2,9% desde el 9 de agosto. Dicho incremento, se explica principalmente por un aumento de 9,8% m/m en las líneas comerciales en pesos (Adelantos en Cuenta Corriente, Documentos a sola firma, Documentos Comprados y descontados, etc.) impulsada principalmente por los Adelantos en Cta. Cte. (+17,8%) y Documento a sola firma (+13,8%); combinado con un estancamiento en las financiaciones al consumo (Personales y con Tarjeta de Crédito) y de los préstamos con garantía real en pesos (Hipotecarios y Prendarios), que reflejaron una variación 0,1% y 0,0% intermensual, respectivamente.

Como se mencionara anteriormente, los créditos en dólares vienen acelerando su contracción desde las elecciones PASO, explicados principalmente por una merma de -42,3% en las líneas vinculadas al consumo en dólares (por el abrupto recorte en el consumo con tarjeta en moneda extranjera) y de las líneas comerciales, que disminuyeron -9,7% en el mismo lapso.

Todo esto, se produce en un contexto en el cual las tasas de interés -tanto activas, como pasivas- continúan subiendo. En este sentido, la tasa de política monetaria se ubica casi en 86% nominal anual, un máximo para la serie desde donde se tienen datos.

TASA DE POLITICA MONETARIA

t.n.a. (%) - valores diarios

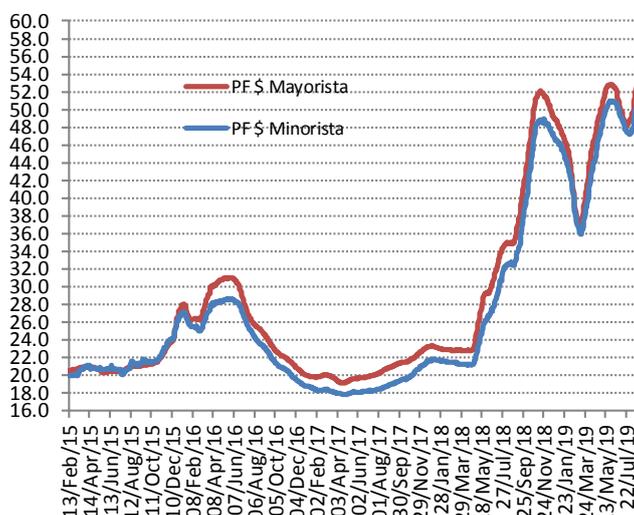


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En línea con la tasa de referencia, las tasas activas y pasivas también reflejan este comportamiento. Por un lado, la tasa pasiva mayorista (BADLAR Bancos Privados) ya se ubica en torno a 60% anual; mientras que la tasa de interés por depósitos a plazo minorista se ubica en torno a 57% anual ahora. Asimismo, las tasas de interés activas, tanto para préstamos personales como para acuerdos por adelantos en cuenta corriente a empresas medianas y grandes, reflejan un comportamiento similar, marcando niveles máximos para ambas series.

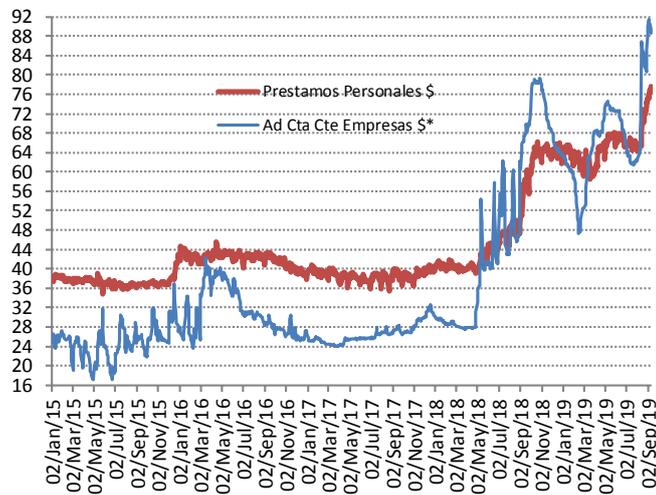
Tasas de Interés Pasivas

t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Tasas de Interés Activas
t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



(*) Con acuerdo de 1-7 días y > \$10M, a empresas del SPnNF
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En Foco 2

El antes y el después de las PASO en las búsquedas de Internet

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- Las búsquedas vinculadas con la compra y depósitos de dólares fueron las que presentaron cambios más significativos, aumentando un 40% entre el 11 de agosto y el 02 de septiembre, y un 250% si se compara con el promedio de los meses previos
- Desde el 2 de septiembre se amplió el horario bancario, como una forma de transmitir confianza en el mercado. Esta medida también su correlato en las búsquedas por internet, que aumentaron sustancialmente en las últimas semanas
- También se consideró como evolucionó la búsqueda vinculada a compras de inmuebles. Si bien hubo un repunte en los últimos días, el fenómeno es todavía muy acotado

Las pasadas elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO) que tuvieron lugar el pasado 11 de agosto, dejaron en evidencia una posición desfavorable para el oficialismo actual, y pusieron la mira en el posible rumbo económico de la próxima gestión de gobierno. Si bien los resultados no implican un resultado electoral, la diferencia obtenida entre los dos principales candidatos (de más de 15 puntos porcentuales) repercutió tanto en las variables macroeconómicas como en las tendencias de los mercados.

Días después de los comicios, desde el oficialismo se lanzó un paquete de medidas, que busca aminorar el impacto sobre el poder de compra de los asalariados (aumento de los MNI del Impuesto a las Ganancias, reducción impositiva a monotributistas y cuentapropistas, transferencias monetarias a beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo, entre otras). Acompañando a estas medidas, unas semanas más tarde, se anunciaron controles de cambios, cuyo objeto es limitar la fuga de capitales, principalmente por atesoramiento.

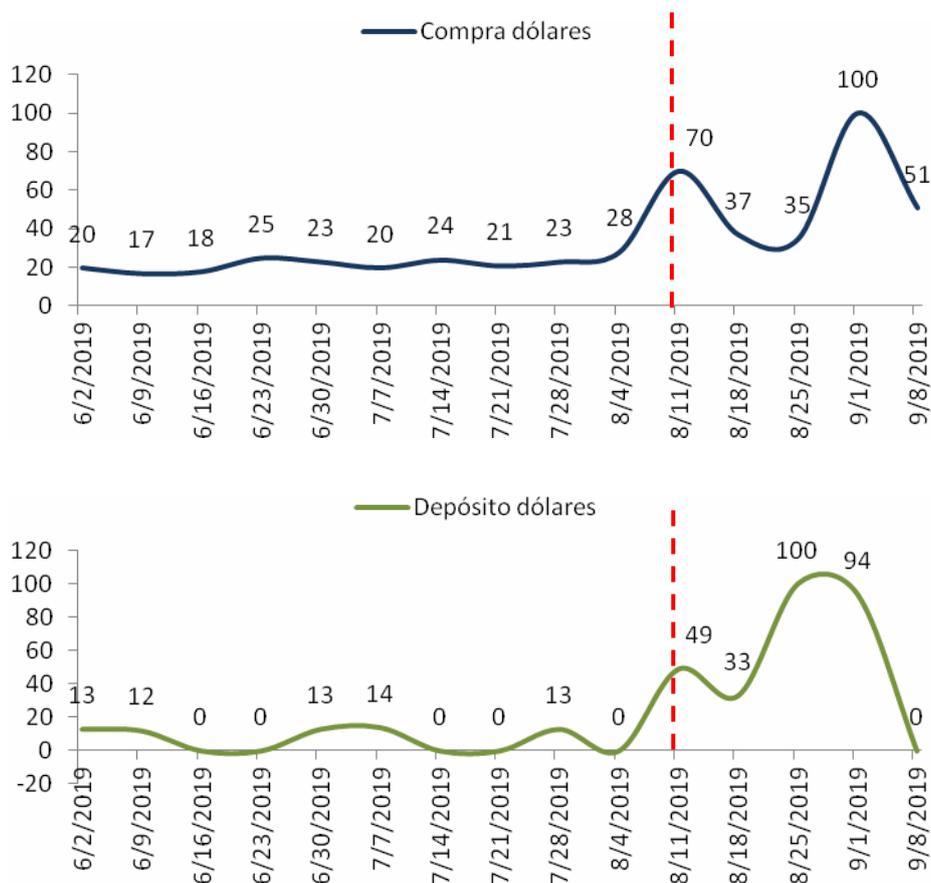
Si se analizan las búsquedas realizadas para diversas variables macroeconómicas relacionadas con estas medidas previamente mencionadas, se observa un ligero cambio en la tendencia desde comienzos del mes de agosto (semanas previas a las elecciones) que se acrecentó sustancialmente en las últimas semanas.

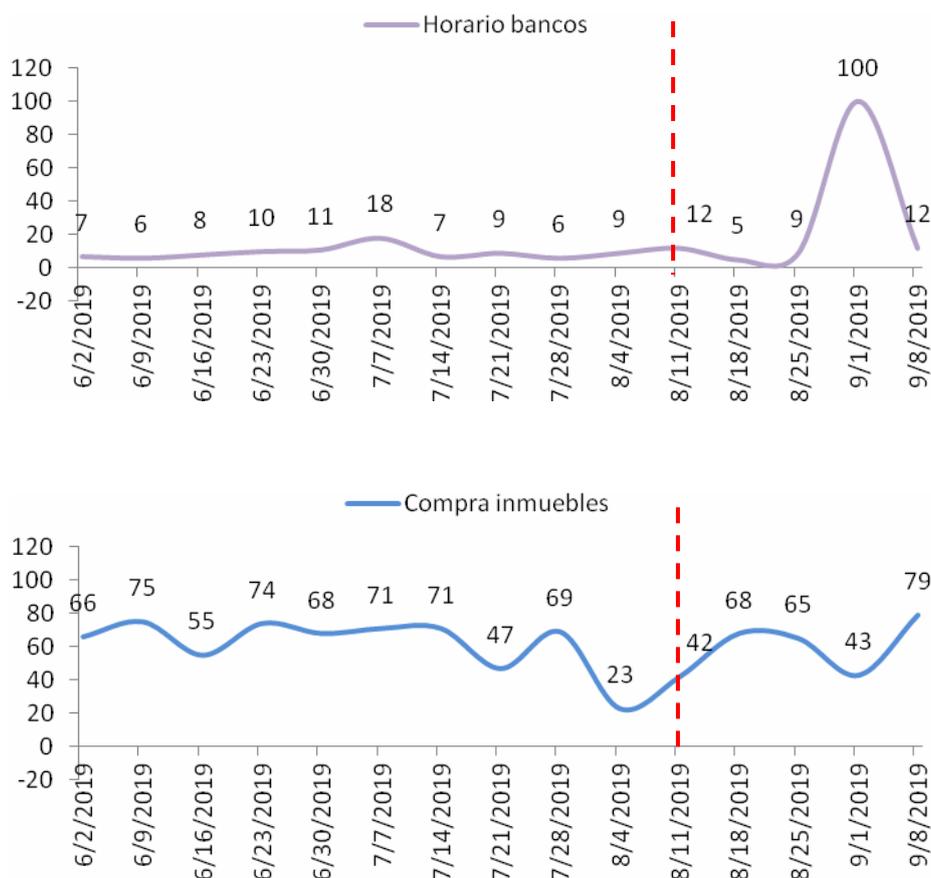
Las búsquedas vinculadas con la compra y depósitos de dólares fueron las que presentaron cambios más significativos, aumentando un 40% entre el 11 de agosto y el 02 de septiembre, y un 250% si se compara con el promedio de los meses previos, en el primer caso, y un 100% y 400% en el segundo.

Dentro de las medidas anunciadas el pasado 2 de septiembre, se amplió el horario de cobertura bancaria, como una forma de transmitir confianza en el mercado. Como puede observarse en la gráfica, dicha medida presentó también su correlato en las búsquedas por internet, que aumentaron sustancialmente en las últimas semanas respecto a esa variable.

Por último, puede considerarse como evolucionó la búsqueda vinculada a la compra de inmuebles, que suele ser otro destino frecuente de los ahorros nacionales, principalmente en períodos de inestabilidad económica. Así, también se percibe una tendencia positiva, aunque menos significativa que en los otros casos, lo que podría significar, que – al menos en el corto plazo – aún no se ha re direccionado la demanda de inversión a ese sector.

Evolución de las búsquedas por internet. Variables seleccionadas.





Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Google Trends.

Los números reflejan el interés de búsqueda en relación con el valor máximo de un gráfico en una región y un periodo determinados. Un valor de 100 indica la popularidad máxima de un término, mientras que 50 y 0 indican que un término es la mitad de popular en relación con el valor máximo o que no había suficientes datos del término, respectivamente.