

Informe N°9 Observatorio IPA

31 de agosto, 2024

RESUMEN EJECUTIVO

- El Observatorio IPA realizó una encuesta en el mes de agosto que fue contestada por 312 empresas PyMEs industriales argentinas, de la diversidad de los sectores de la manufactura.
- **4 de cada 10 empresas indicó estar endeudada**, lo cual es problemático dado que **el 43,3% de las empresas cree que en 6 meses su situación será peor** que la actual y **el 30,8% prevé despedir** empleados/as en ese mismo lapso de tiempo.
- La actividad económica cayó -3,9% i.a. en junio, y en particular **la Industria manufacturera se contrajo -20,4% i.a.**. Al interior de la industria manufacturera hay una clara y peligrosa homogeneidad: todos los sectores están en una peor situación que el año pasado, en tanto muestran desde el mes de marzo una variación interanual negativa.
- La buena noticia: ahora sí, **junio parecería haber marcado un piso para la actividad económica**. En junio, la construcción comenzó a rebotar; mientras que industria, comercio, intermediación financiera y varios otros sectores desaceleraron su depresión. Es probable que en julio comience, ahora sí, un amesetamiento generalizado; con algunos rebotes que se sumen a los tres sectores en verde (agro, Oil&Gas, minería) para que el EMAE en promedio marque una suba.
- El endeudamiento del sector privado efectivamente está elevándose, tanto bancario como el financiamiento proveniente del mercado de capitales. En un contexto recesivo, que las PyMEs prevén que continúe, **es poco probable que el endeudamiento sea con fines productivos**. Se trata ante todo de tácticas de supervivencia y del aprovechamiento de los instrumentos financieros disponibles ante los cambios en la estrategia de comercialización por parte de los bancos.
- Así, en gran medida las empresas **se están endeudando para el pago de sus gastos corrientes**, ante la caída de los ingresos por la recesión. Principalmente para sostener el empleo, es decir, para el pago de salarios. Pasada la primera etapa de despido de personal "prescindible", en muchos casos **el actual personal es el mínimo necesario para el funcionamiento de la empresa**. Si se tuviera que despedir más gente, prácticamente equivaldría a cerrar la empresa también.
- Esto abre cuestionantes sobre la sostenibilidad de los balances de las empresas, **¿cuánto podrán aguantar sin ventas y con mayores niveles de deuda?**

ENDEUDAMIENTO PYME: EVOLUCIÓN Y DESTINO

El Observatorio IPA realizó una encuesta en el mes de Agosto que fue respondida por 312 empresas PyMEs industriales Argentinas, de la diversidad de los sectores de la manufactura. Un dato llamativo que se refleja en los resultados es un amplio porcentaje de empresas endeudadas, junto con perspectivas a futuro pesimistas, tanto en términos de su desempeño (ventas) como del sostenimiento de su equipo de trabajo. En ese sentido, el **43,3% de las empresas consideró que en 6 meses su situación será peor que la actual**

(29,8% considera que estará mejor) y el 30,8% indicó que prevé despedir empleados/as en ese mismo lapso de tiempo (17,3% espera contratar). A su vez, el 38,5% considera que el RIGI tendrá un efecto negativo sobre su situación. Asimismo, el **42,3% de las empresas respondientes indicó tener deudas**, lo cual resulta llamativo en tanto la evolución prevista para el futuro es negativa.

En esa línea, en los informes anteriores hemos mostrado que la situación actual del empleo y nivel de actividad en la industria manufacturera es recesiva. En este informe abordamos, entonces, la evolución y destino de la deuda PyME en el año 2024, es decir, durante el gobierno de Milei. Las preguntas a las que respondemos en este estudio son: ¿Cómo evolucionó este año la deuda PyME? ¿Qué instrumentos de deuda utilizan las PyMEs predominantemente? ¿Es deuda para destino productivo o para gastos corrientes de funcionamiento, como por ejemplo, de salarios?

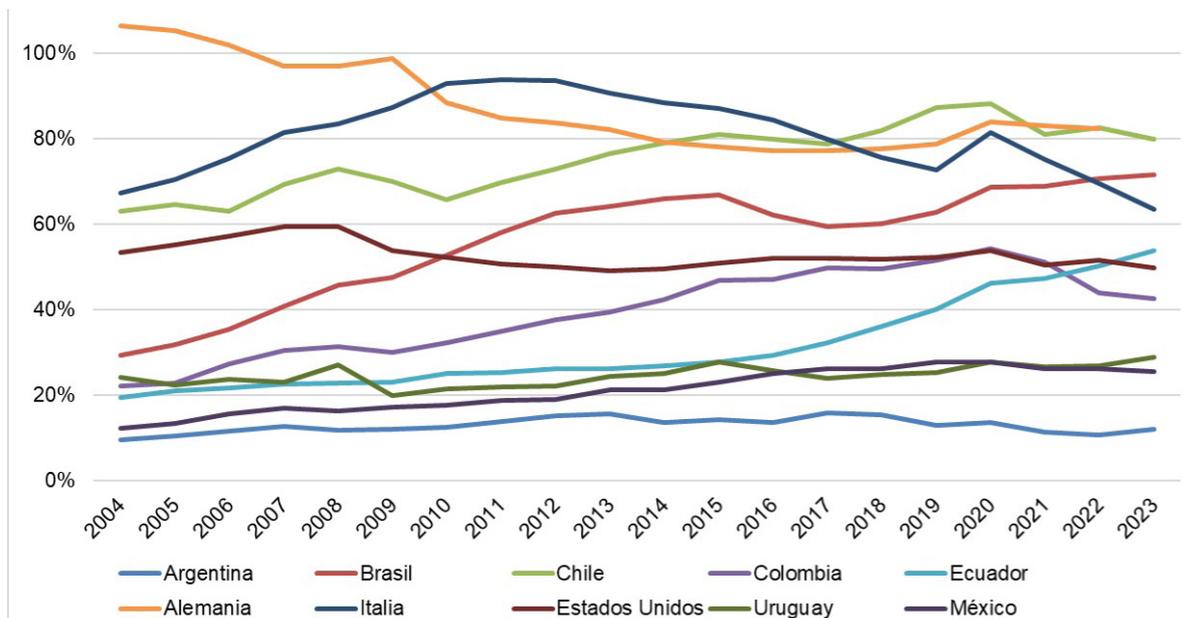
EL CRÉDITO BANCARIO EN ARGENTINA

Argentina se caracteriza por poseer un **sistema bancario poco desarrollado**, lo cual se refleja en gran parte en el bajo nivel y **baja disponibilidad de endeudamiento privado**, tanto para familias (como por ejemplo para hipotecas) como para empresas, para fines productivos. Esto deriva de dos grandes cuestiones. Por un lado, la escasa estabilidad macroeconómica dificulta el diseño de proyectos de inversión que puedan prever tasas de retorno posibles y al desalentar las inversiones también limita la adquisición de crédito con fin productivo. La segunda cuestión se vincula con un sistema bancario cambiante, acorde a una macroeconomía y política macroeconómica que pueden sufrir cambios muy abruptos en muy poco tiempo, lo cual también atenta contra las previsiones de los bancos. Es decir, **la escasez de crédito para el sector privado proviene de una baja oferta y también de una baja demanda**, que se retroalimentan entre sí. La política monetaria sobre la tasa de interés en Argentina se ha centrado mayormente en los últimos años en intentar fijar un techo a la tasa de inflación -cuestión en la que ha tenido poco éxito- y poco ha sido el incentivo público a la creación de instrumentos y políticas para la adquisición de créditos por parte del sector productivo para la realización de inversiones.

¿Esto es un problema? Desde luego que sí. La supervivencia empresarial depende del desarrollo de inversiones para la generación de bienes diferenciados y ganancias de productividad. Las empresas no operan en el vacío, sino en esquemas de competencia y deben adaptarse a las capacidades productivas del resto, o promover nuevos cambios (innovaciones) para proponer nuevos modelos y estrategias de producción, y así ganar una mayor cuota de mercado, tanto local como internacional. Para que ello ocurra, necesitan financiamiento, ya sea proveniente del mercado de capitales como del sistema bancario. Dicho de manera clara y concisa: sin financiamiento externo, difícilmente las empresas puedan realizar inversiones para mantener o adquirir nuevo capital, capacitar a su personal, desarrollar estrategias para la exportación, entre otros. Así, **un sistema de crédito acotado limita las inversiones y procesos de aumento de competitividad de las empresas.**

Argentina se destaca en un sentido negativo en ese aspecto. El Gráfico 1 a continuación muestra el crédito bancario destinado al sector privado, en porcentaje del PBI, para países seleccionados. En todo el período que va desde 2004 a 2024 **Argentina siempre está por debajo del resto**, es decir que el monto de ayuda monetaria bancaria para el sector privado representa una baja proporción de toda la riqueza que el país genera en un año. Y esto ocurre tanto en comparación con países desarrollados, como con otros países en vías de desarrollo de América Latina.

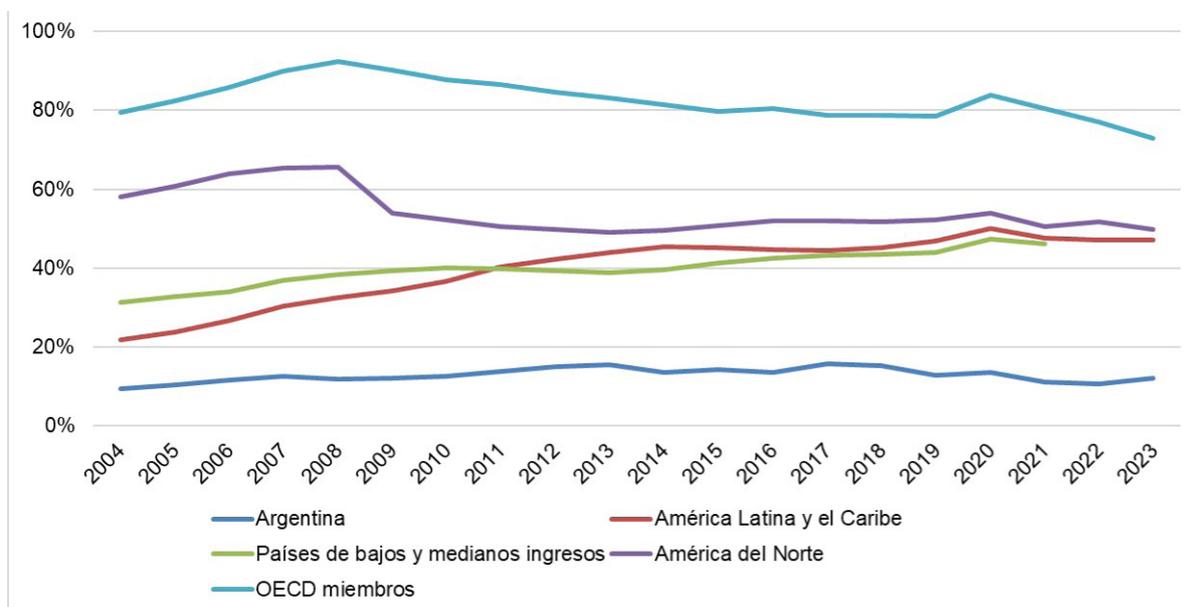
Gráfico 1. Crédito bancario del sector privado, en porcentaje del PBI (2004-2023). Países seleccionados.



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial.

En promedio, en todos esos años **la relación crédito bancario-PBI es de 12,9% para Argentina, mientras que para el resto de los países es cercana a 52%**. En Brasil, el promedio es de 56%, pero ha tenido una evolución muy creciente en todo el período, de manera que en 2023 el crédito bancario privado representaba casi el 72% del PBI. En Chile el promedio es 75%, en Colombia 39% y en Uruguay 24%. En los países desarrollados la proporción es también muy alta en comparación con Argentina, siempre teniendo en cuenta los valores promedio: cercana al 88% en Alemania, al 81% en Italia, y al 53% en Estados Unidos.

Gráfico 2. Crédito bancario del sector privado, en porcentaje del PBI (2004-2023). Regiones seleccionadas.



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial.

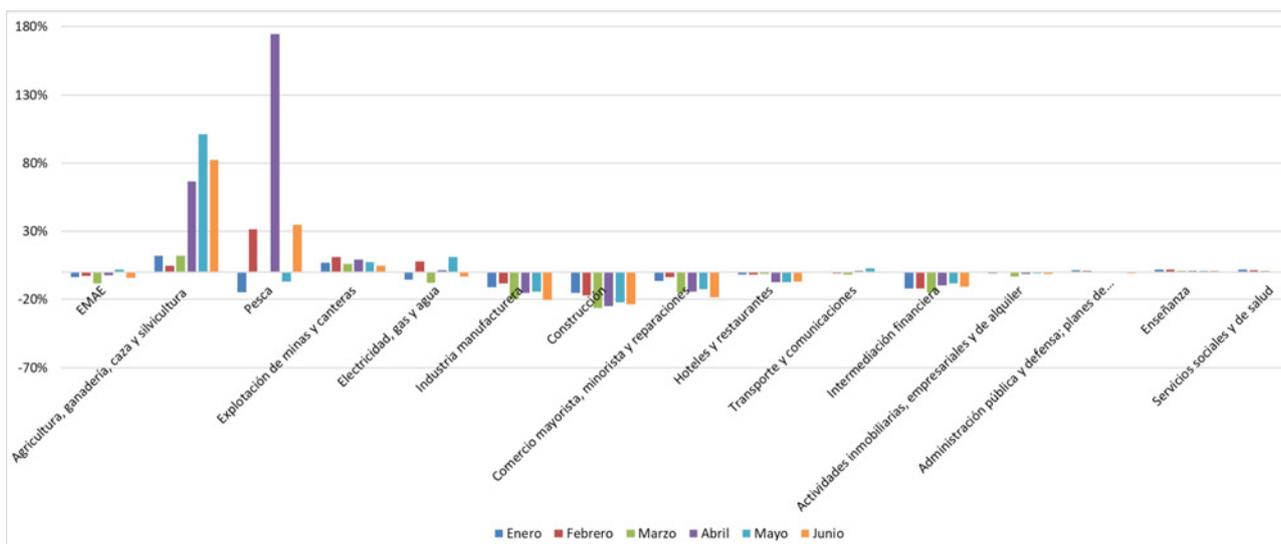
El Gráfico 2 permite confirmar que Argentina está lejos de los valores promedio de su región y otras en lo que refiere a la cantidad de crédito bancario destinado al sector privado. Entre los países de la OCDE (es decir, los países de mayores niveles de ingresos relativos), el crédito privado representó en el período analizado en promedio cerca del 83% del PBI. En América del Norte, el 54%. Más aún, en América Latina y el Caribe y en total en el grupo de países de bajos y medianos ingresos (según la clasificación del Banco Mundial), el crédito representa el 40% del PBI. Muy lejano del 12% de Argentina en 2023.

La conclusión es muy clara: **en Argentina el sistema bancario para el crédito productivo es escaso**. Desde luego, esto incluye otro tipo de créditos destinados al sector privado, como aquellos destinados a la familia, que también son históricamente escasos (como los créditos hipotecarios), pero que en términos relativos al crédito productivo implican en general menores montos, y por ello menor participación en el PBI.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PYME EN 2024. ¿TOMAR DEUDA PARA CRECER O PARA SUBSISTIR?

Según lo relevado por el Observatorio IPA, **4 de cada 10 empresas PyME de la industria manufacturera está endeudada**. En este contexto, la realidad productiva Argentina actual es recesiva; particularmente para los sectores mercado-internistas, entre los cuales los más afectados son el comercio, la construcción y la industria manufacturera. Como muestra el gráfico 3 más abajo, en el mes de junio el EMAE mostró una caída de -3,9% interanual (y -0,3% intermensual). Los sectores de mayor caída, que además incidieron fuertemente en el valor negativo del indicador, son los mercado-internistas ya mencionados: Construcción (-23,6% i.a.), Industria manufacturera (-20,4% i.a.) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (-18,6% i.a.). A la inversa, los de mayor crecimiento y de mayor incidencia positiva fueron Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (+82,4% i.a.) y Explotación de minas y canteras (+4,6% i.a.).

Gráfico 3. Estimador Mensual de la Actividad Económica, por sector (Enero a Junio de 2024). Variación interanual en %.



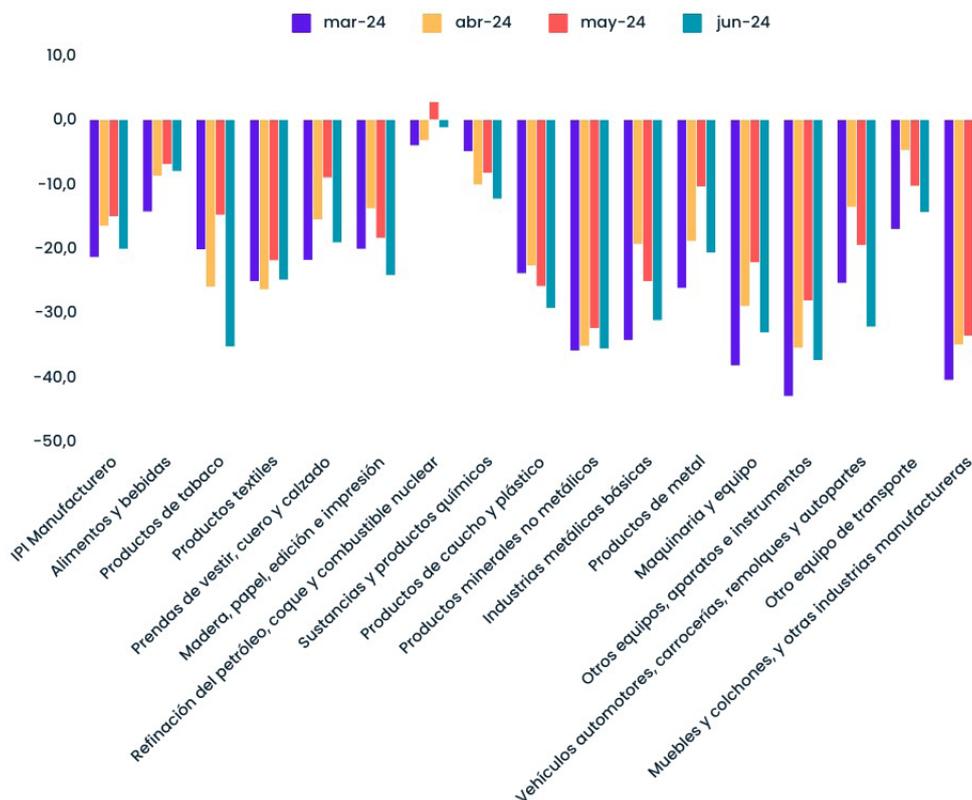
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Los sectores más profundamente afectados por la recesión y la política económica actual, que destinan su producción al mercado interno, son a la vez los que en mayor medida absorben mano de obra. Hemos explicado este círculo en informes anteriores: el nivel de actividad corriente

de estos sectores depende en gran parte de su desempeño pasado. Un bajo desempeño resulta en menores niveles de empleo, menor masa salarial y por lo tanto menor consumo interno. Lo mismo funciona a la inversa: un buen desempeño pasado contribuye a un buen desempeño futuro. La situación actual es la retroalimentación negativa de caída de las ventas, caída de los ingresos, caída del empleo y de la inversión.

Esta heterogeneidad sectorial del efecto de la recesión es, a su vez, homogénea al interior de toda la industria manufacturera. Como se muestra en el gráfico 4, existe una única excepción dentro de los sectores de la industria manufacturera de evolución interanual positiva en el período marzo-junio de este año. Esto quiere decir que todos los meses, excepto por ese caso (de refinación de petróleo, coque y combustible nuclear), toda la industria manufacturera está, desde marzo, en una situación peor que en 2023. En junio la caída interanual promedio de toda la industria manufacturera fue de -20,1% (mayor al -15% i.a. de mayo) y la variación intermensual fue también negativa, de -1,6%.

Gráfico 4. Índice de Producción Industrial Manufacturero, por sector (Marzo a Junio de 2024). Variación interanual en %.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Así, en un contexto tan recesivo es evidente que **el endeudamiento PyME no está destinado a la inversión productiva, sino al pago de gastos corrientes, principalmente a proveedores (mayormente por importaciones) y al pago de salarios.**

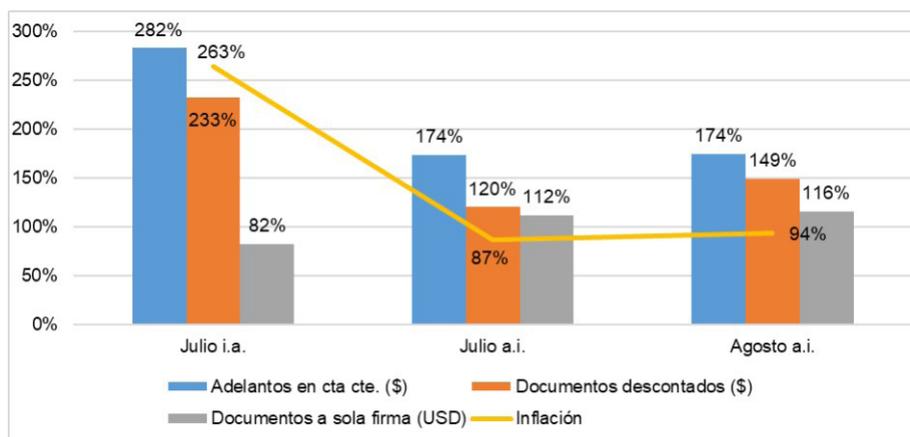
En lo que sigue del documento estudiamos la evolución de la deuda PyME bancaria y el financiamiento en el mercado de capitales.

DEUDA BANCARIA

La información estadística publicada por el BCRA respalda lo relevado por el Observatorio IPA en las encuestas: en efecto, el endeudamiento del sector privado ha aumentado durante

todo 2024. El gráfico 5 muestra la variación en el total de endeudamiento privado para los meses de julio y agosto a nivel interanual y acumulado (para julio) y acumulado para agosto, y también los niveles de inflación (para agosto, una inflación acumulada estimada de +94% a.i. al 23 de agosto, que es la fecha del último dato disponible para los datos del BCRA). Los instrumentos de endeudamiento seleccionados son **adelantos en cuenta corriente, documentos descontados (ambas en pesos) y documentos a sola firma (en dólares)**, que suelen ser los instrumentos para endeudamiento para gastos corrientes de las empresas. Los primeros pueden responder al pago de salarios y el último a proveedores importadores.

Gráfico 5. Endeudamiento del sector privado e inflación. Variaciones interanuales y acumuladas. Julio y agosto de 2024.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA. Nota: inflación acumulada estimada en agosto +94%. Agosto corresponde a la fecha 23, último dato disponible.

En 2024, el costo del financiamiento ha disminuido. En este sentido, **la tasa de interés efectiva anual dispuesta por el BCRA descendió de 171,46% en enero de este año a 49,45% en agosto**, mientras que la inflación anual fue de +263,4% en agosto, y en el año ya acumuló un incremento de +87% a.i.. Es decir, la tasa de interés nominal (y desde luego efectiva) ha descendido a medida que la inflación se incrementó, de manera que **disminuyó tanto en términos nominales como reales**. Desde luego, este puede ser uno de los motivos por los que ha aumentado la deuda de las PyMEs y del sector privado en general, y hasta puede ser el motivo de que **en lugar de cerrar, ante la baja de las ventas, realicen un último intento de sobrevivir en base a crédito bancario**.

En el gráfico 5, el primer grupo de barras muestra la evolución interanual de julio del volumen de endeudamiento en comparación con la inflación. El crédito por **adelantos en cuenta corriente se incrementó en julio de este año en relación con el mismo mes de 2023 en +19 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la inflación**, es decir que se incrementó en términos reales. No obstante, el crédito a través de documentos descontados compensó dicho crecimiento, en tanto se incrementó -30 p.p. por debajo de la inflación, de manera que cayó en términos reales. **En dólares, los documentos a sola firma se incrementaron +82% i.a., coherente con la necesidad de crédito para pago a importadores por las restricciones en el acceso del mercado cambiario durante todo el año**.

Ahora bien, los otros dos grupos de barras muestran la evolución del crédito privado -comparado con la inflación- en todo 2024. Estos datos son consistentes con lo que mencionamos al principio: **en términos reales, el crédito de las empresas se incrementó durante 2024, como consecuencia de la necesidad de liquidez ante la caída de las ventas**. Dada la política de sostenimiento del empleo de las empresas (para el sostenimiento de la empresa en sí misma) y la caída en la producción, el gasto corriente que predomina son los salarios. Por lo tanto, el motivo de la mayor obtención de crédito probablemente responde a esa necesidad.

En todo el año, hasta julio, los adelantos por cuenta corriente subieron +87 p.p. por encima de la inflación y los documentos descontados +33 p.p.. Esto muestra un aumento en la necesidad de financiamiento de las empresas, por encima de la evolución de los precios. Esto indica probablemente **más cantidad de empresas endeudadas y una mayor cantidad de deuda en cada una de esas empresas; y a su vez, dada la caída en la facturación, una mayor proporción de la deuda en relación con las ventas.** Es decir, **un balance cada vez menos sostenible**, con cada vez mayor protagonismo relativo de las deudas en comparación con los ingresos.

A lo anterior se adiciona el incremento de la deuda en dólares, por documentos a sola firma: subieron acumulado 116% en agosto, en un contexto en el que los ingresos por exportaciones no han aumentado (en julio, se mantuvieron igual que en el mismo mes de 2023 las exportaciones de manufacturas de origen industrial). Probablemente, este aumento se deba principalmente a la necesidad de financiación de importaciones, en un contexto en el que la restricción al mercado de cambios se mantiene en gran medida. **Otra gran parte puede haber sido absorbida por el sector agropecuario, para el prefinanciamiento de exportaciones.**

FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES

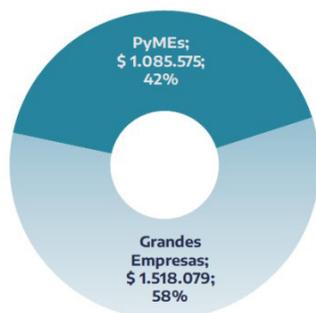
Desde luego, el crédito bancario no es la única fuente de financiamiento de las empresas. En ese sentido, **el mercado de capitales funciona como una fuente alternativa o complementaria** para la adquisición de deuda por parte de las empresas, sin perjuicio de su tamaño.

Según la Comisión Nacional de Valores (CNV), **en julio de este año las empresas PyMEs lograron adquirir \$1.085.575 millones de pesos en este mercado**, lo que equivale al 42% del total (el restante, desde luego, fue absorbido por grandes empresas). Del total de \$1.085.575 millones que las PyMEs obtuvieron en el mercado de capitales local, el pagaré representó el mayor porcentaje de financiamiento para estas empresas, alcanzando un monto negociado de \$713.682 millones, lo que equivale al 66% del total. El cheque de pago diferido (CPD), el segundo instrumento en relevancia, registró \$290.464 millones, desglosados en \$100.035 millones para CPD avalados y \$190.429 millones para directos. Además, se emitieron siete obligaciones negociables por un valor de \$63.589 millones; de estas, cuatro se colocaron bajo el régimen de obligaciones negociables garantizadas, mientras que las otras tres se hicieron mediante el régimen general. También se emitieron fideicomisos financieros por un total de \$7.967 millones. Por otro lado, las facturas de crédito electrónicas representaron el 1% del financiamiento total para las PyMEs, con \$9.873 millones.

Gráfico 6. Financiamiento PyME en el mercado de capitales.

Financiamiento total según tamaño de empresa - Julio 2024

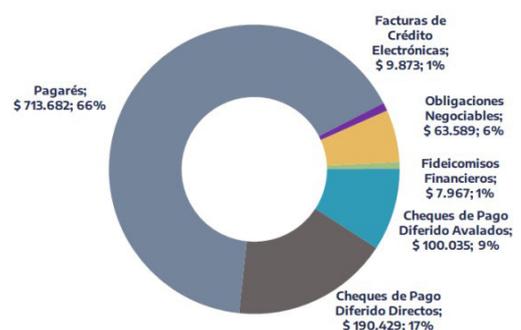
En millones de pesos y porcentajes



Fuente: CNV

Financiamiento PyME por instrumento - Julio 2024

En millones de pesos y porcentajes



Fuente: CNV

Financiamiento total PyME acumulado a Julio

Años 2015 – 2024

En millones de dólares MEP



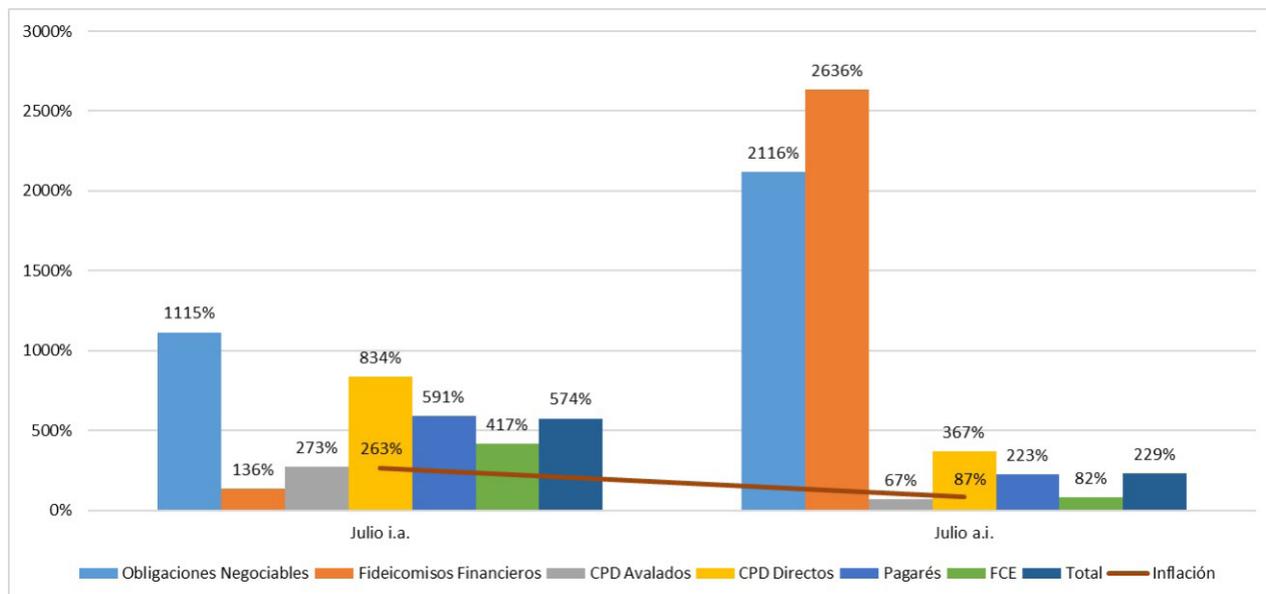
Fuente: CNV en base a datos de Bolsar

Medido en dólares, el financiamiento PyME en el mercado de capitales se incrementó +85% i.a. en julio de este año, alcanzando **en estos primeros meses un total acumulado de USD 4.004 millones (teniendo en cuenta como cotización de referencia el dólar MEP).**

En este caso, ocurre una cuestión similar a la estudiada en el análisis del crédito bancario, que tiene que ver con un aumento del acceso a financiamiento en parte derivado del abaratamiento. Al igual de lo que mencionamos en el caso del crédito bancario, **las tasas de descuento de los instrumentos del mercado de capitales han experimentado una notable reducción en comparación con diciembre de 2023**, con una caída cercana a los 80 puntos porcentuales en los pagarés en pesos y de 55 puntos porcentuales en los cheques de pago diferido (CPD) avalados. En promedio, **ambas tasas de descuento son más bajas que las tasas del giro en descubierto bancario**, que es la opción de financiamiento más costosa para las PyMEs. En particular, el CPD avalado en pesos se posicionó como el instrumento de mercado más competitivo para este segmento de empresas.

El gráfico 7 muestra la evolución del financiamiento PyME por instrumento y en relación con la inflación. El primer grupo de barras muestra la variación interanual de julio de este año, y el segundo grupo (de la derecha) la evolución acumulada hasta julio de este año en relación con los primeros 7 meses de 2023. En ambos casos se compara la tasa de inflación interanual y acumulada, respectivamente. De esta manera, **el financiamiento PyME se incrementó +574% i.a. en julio, una variación que representa más del doble del incremento de la inflación**, en tanto se encuentra +311 p.p. por encima del incremento de los precios. A nivel acumulado queda claro que gran parte del incremento del financiamiento se concentró en los primeros 7 meses de este año: en julio, el total subió +229% a.i., +142 p.p. por encima del IPC acumulado para el mismo período.

Gráfico 7. Financiamiento PyME en el mercado de capitales por instrumento e inflación. Variaciones interanuales y acumuladas. Julio y agosto de 2024.



Fuente: elaboración propia en base a Comisión Nacional de Valores.

Al comparar la evolución interanual y acumulada es claro que los instrumentos que han utilizado en mayor medida en este año las PyMEs son **las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros, que crecieron +2.116% a.i. y +2.636% a.i., respectivamente**. Respecto de la distribución sectorial, en julio de este año **el 45% de las obligaciones negociables emitidas por empresas PyME fueron de empresas provenientes del sector energético, y el 38% de servicios no financieros**. La **industria emitió apenas el 9%**, lo cual podría indicar que en este sector se prioriza el acceso a deuda bancaria para el pago de gastos corrientes, en lugar de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales.

De esta manera, está claro que ha habido un incremento del endeudamiento de las empresas PyMEs, en parte derivado de la caída en los costos del acceso a financiamiento, pero también como necesidad para cubrir los gastos corrientes por la caída de los ingresos por el menor nivel de actividad. En ese sentido, el incremento del endeudamiento es quizás un último intento, o hasta una acción desesperada, para evitar el cierre de las empresas, lo cual es posible precisamente porque ha caído el costo del endeudamiento en términos reales. **Sí es seguro que una muy baja proporción de ese endeudamiento se dirige a inversiones productivas. En ese sentido, es muy probable que este endeudamiento para gastos corrientes perjudique en el mediano plazo la sustentabilidad de las PyMEs industriales argentinas.**