THOMSON REUTERS
CHECKPOINT

Los efectos de las políticas económicas aplicadas durante los años 2004-2016 en el sector privado de Argentina

Fano, Diego G.
Lucero, Víctor
Marín, Antonio

Abstract: El presente estudio describe los efectos de las políticas llevadas a cabo por la Argentina en lo fiscal y lo monetario, desde el año 2004 hasta 2016, analizando el comportamiento de los principales sectores empresariales de la economía argentina, en lo referido a sus niveles de rentabilidad, liquidez, capacidad de pago e inversión, y cómo dichas variables se vieron afectadas por las principales políticas fiscales y monetarias.

Resumen

El presente estudio describe los efectos de las políticas heterodoxas llevadas a cabo por la Argentina en lo fiscal y lo monetario, desde el año 2004 hasta 2016. La política fiscal argentina se caracterizó por el incremento del gasto público y de la presión fiscal. La mayor expansión del gasto dio lugar a déficits fiscales que fueron financiados mediante emisión monetaria, desencadenando ello un proceso inflacionario que, hasta la fecha, no pudo ser controlado. A su vez, la pérdida del valor de la moneda local dio lugar a un proceso de fuga de capitales, que intentó ser contenido mediante un régimen de control de cambios, denominado autóctonamente "cepo cambiario". El efecto secundario de este proceso fue un importante atraso del tipo de cambio real. A fin de estudiar los efectos de estas medidas en las empresas privadas, se analizaron los estados contables de 148 empresas que realizan oferta pública de acciones y publican sus estados contables en la bolsa de valores, pertenecientes a los sectores de la construcción, agropecuario, alimenticio y petrolero, como también 25 entidades financieras. Fue posible observar que, en general, las medidas gubernamentales adoptadas afectaron significativamente los niveles de rentabilidad e inversión de las empresas productoras, deteriorando sus márgenes y desincentivando la inversión. A su vez, el sistema financiero acompañó el aumento de la inflación con la suba de las tasas de interés y la disminución de préstamos al sector productivo y a la inversión inmobiliaria, desplazando su cartera de créditos a la financiación del consumo a corto plazo.

Los resultados del presente estudio permiten confirmar los nocivos efectos que las medidas económicas generaron en la economía real, en especial, en los efectos a largo plazo asociados al deterioro de la inversión.

I. Introducción

Desde el año 2005, Argentina ha experimentado la implementación de políticas económicas heterodoxas. Por más de diez años, se llevaron adelante programas de redistribución de la renta basados en el gran aumento del gasto público (en especial, en lo referido a transferencias a sectores de menores ingresos como también subsidios a diversos consumos), incrementándose la participación del Estado en la economía en un 60%. Tanto es así que en el período 2000-2006, las actividades del estado representaban el 26,5% de la economía argentina (1), mientras que, en 2015, dicha participación representó un 46,2% (2).

La expansión del gasto público fue financiada de diversas maneras. Por un lado, existió un notable incremento de la presión tributaria mediante la imposición de nuevos tributos y derechos de exportación, el incremento de alícuotas de impuestos como también la reducción de los montos de las deducciones impositivas, si bien a la postre todo ello resultó insuficiente. En segundo lugar, hacia fines del año 2008 la Argentina nacionalizó los fondos de jubilaciones y pensiones, traspasando los activos existentes en estos a la administración nacional de seguridad social, permitiendo ello oxigenar temporalmente las arcas de un estado abocado al incremento del gasto público. Pero agotados los recursos tributarios genuinos y los stocks de activos en poder del Estado, debió apelarse a la emisión monetaria, forzando al Banco Central a tomar títulos del tesoro intransferibles, a cambio de pesos que eran utilizados para cubrir el creciente déficit fiscal. Todo ello condujo a un proceso inflacionario creciente con presión devaluatoria sobre el tipo de cambio, lo que motivó la creación de un heterodoxo sistema de control de cambios (denominado autóctonamente como "cepo al dólar"), fundado en la errónea creencia de poder controlarse la inflación

mediante el atraso cambiario.

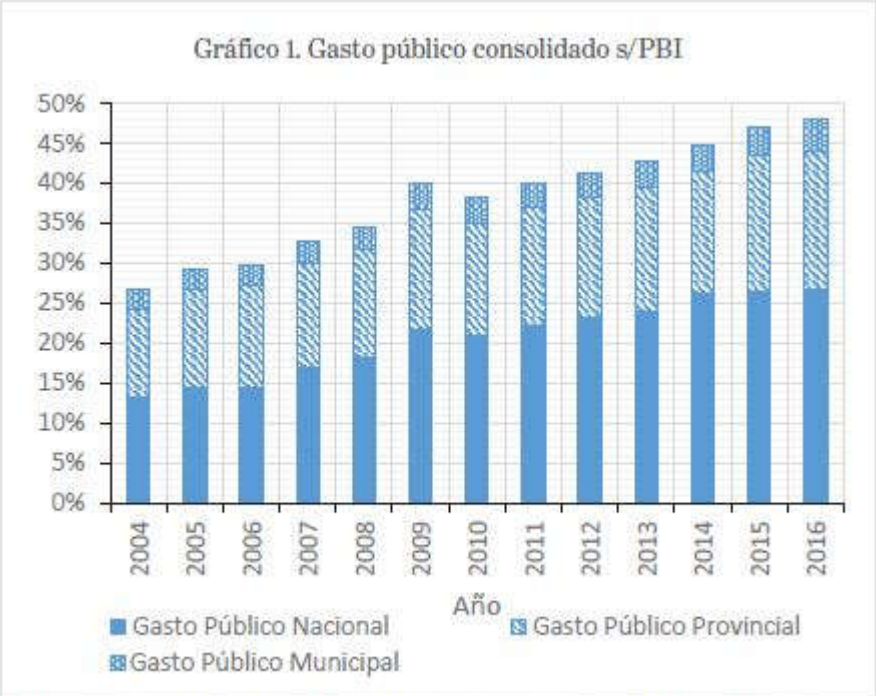
Las consecuencias del régimen de control de cambios no fueron las deseadas. No solo no fue posible controlar los niveles de inflación sino que, y para peor, el flujo de capitales se vio interrumpido (se limitó el ingreso de divisas a lo generado por las exportaciones) y así los niveles de inversión.

Si bien el gobierno del partido justicialista finalizó en diciembre del año 2015, la gestión de la alianza "Cambiemos" no logró resolver los problemas estructurales de la pasada administración, observándose mayores niveles de déficit fiscal y de inflación. A inicios del año 2016 fue posible suprimir el régimen de control de cambios, sin embargo, en el año 2016, el intento de un plan gradual de ajuste fiscal fracasó y hacia fines del año 2017 tras dos años de gobierno, debió recurrir al FMI como prestamista de última instancia, encontrándose actualmente la Argentina frente a un panorama sombrío e incierto.

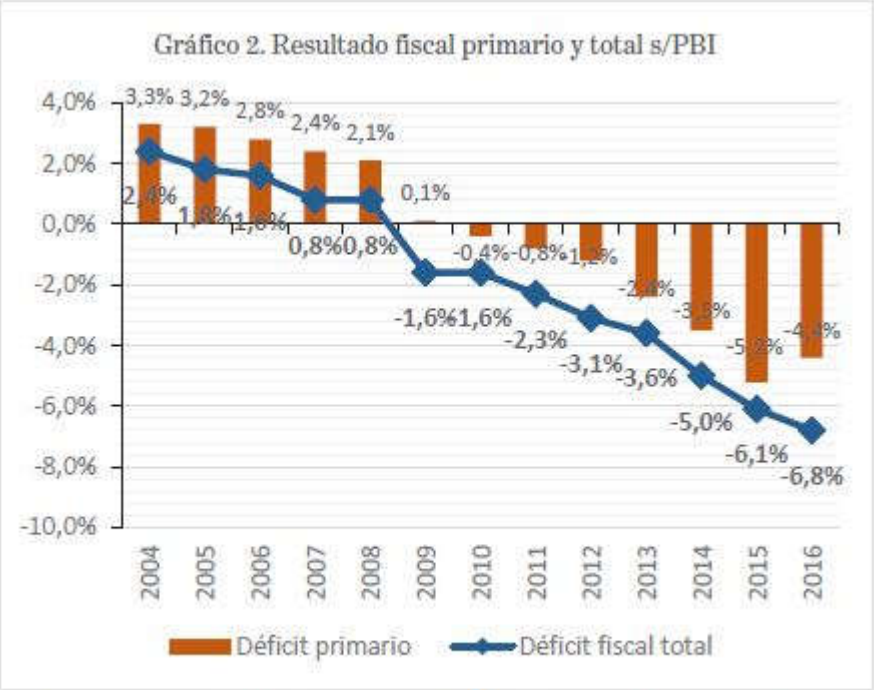
Todas estas medidas gubernamentales generaron poderosos efectos sobre las empresas participantes en la economía argentina, incidiendo en sus niveles de rentabilidad y capacidad de pago, dando lugar a ganadores y perdedores. El objetivo del presente trabajo de investigación es describir y analizar el comportamiento de los principales sectores empresariales de la economía argentina, en lo referido a sus niveles de rentabilidad, liquidez, capacidad de pago e inversión, y cómo dichas variables se vieron afectadas por las principales políticas fiscales y monetarias existentes en Argentina entre los años 2005 y 2016.

II. La política fiscal y monetaria argentina entre los años 2005 y 2016

La política fiscal argentina entre los años 2005 y 2016 se caracterizó por presentar un incremento significativo y sostenido del gasto público consolidado que, en términos relativos, respecto del PBI evolucionó desde un 26,9% en el año 2004 hasta alcanzar el 47,3 en 2016. La notable expansión del gasto público mermó el superávit fiscal (del 2,1% sobre el PBI) que Argentina mantenía en el año 2004, iniciando en el 2009 un ciclo de déficit fiscal que llegó a su máximo del 7,2% sobre el PBI en el año 2015. Las evoluciones del gasto público consolidado y del resultado fiscal se exhiben en los Gráficos 1 y 2.

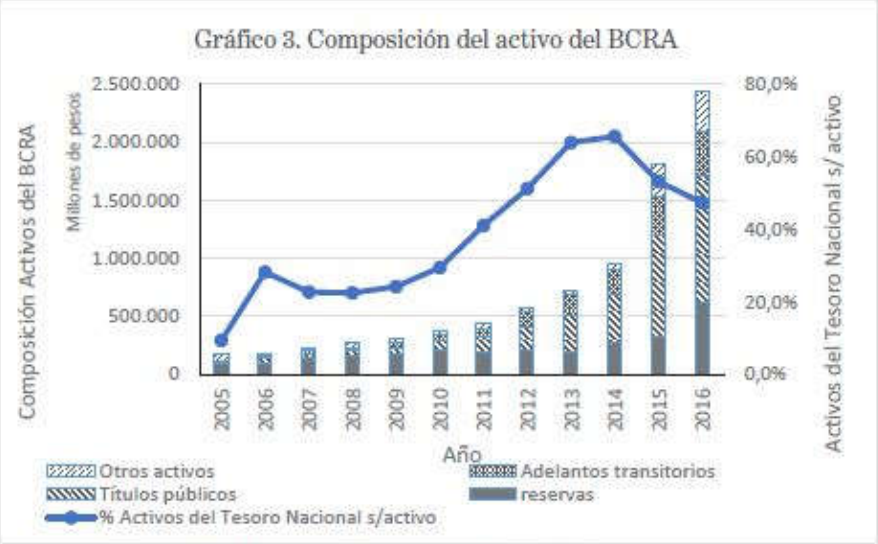


Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda e INDEC



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda e INDEC.

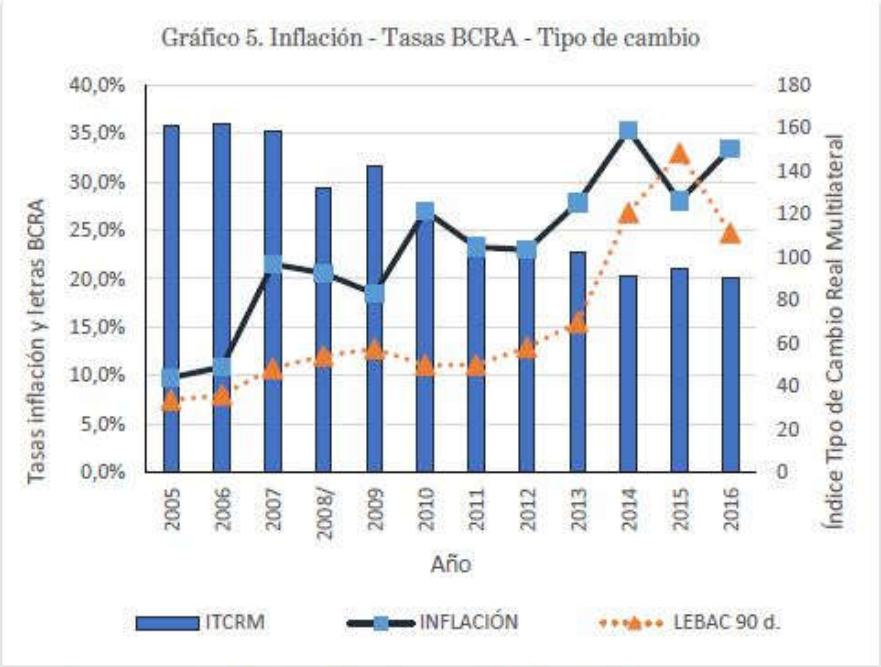
El creciente déficit fiscal argentino fue, principalmente, financiado con emisión monetaria, instrumentada mediante incremento de los adelantos transitorios al Tesoro y colocación de letras intransferibles al propio Banco Central de la República Argentina (BCRA). Dichos créditos con el Tesoro Nacional que, en el año 2005 ascendían a $15.998 millones y representaban un 9,3% de los activos totales del banco central, crecieron hasta alcanzar en el año 2016 los $1,15 billones de pesos y participando el 47,3% de los activos del Banco Central. Asimismo, la política monetaria fuertemente expansiva (producto de la financiación del déficit fiscal) incrementó la base monetaria desde los $54.710 millones en el 2005 hasta los $821.664 millones en el año 2016, dando lugar a un importante proceso inflacionario, el cual intentó ser controlado (sin éxito) mediante la reabsorción de moneda local mediante letras emitidas por el Banco Central a altas tasas de interés. Los Gráficos 3 y 4 exhiben la composición de activos y pasivos de BCRA respectivamente.



Fuente: elaboración propia en base a estados contables emitidos por el BCRA.

Fuente: elaboración propia en base a estados contables emitidos por el BCRA.

El proceso inflacionario originado como consecuencia de la expansión monetaria dejó de ser medido en forma objetiva y confiable por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) desde el año 2007, con la consiguiente pérdida de mediciones confiables de dicho fenómeno hasta la llegada de un nuevo gobierno y la reconstrucción de las estadísticas públicas en el año 2016. Por ello, a partir del año 2007, se ha recurrido a mediciones locales de la inflación, como lo han sido las realizadas por la Provincia de San Luis y la Ciudad de Buenos Aires. Adicionalmente a ello, el gobierno argentino procuró encontrar un freno a la inflación mediante el anclaje del tipo de cambio, si bien no pudo evitar un proceso devaluatorio de menor magnitud a la inflación, dando ello lugar a un importante atraso cambiario desde el año 2011. La evolución de la inflación (3), tasas de letras emitidas por el Banco Central (4) e índice de tipo de cambio real multilateral se exhiben en el Gráfico 5.



Fuente: elaboración propia en base a estados contables emitidos por el BCRA.

La política fiscal y monetaria argentina estuvo íntimamente ligada con significativos hechos políticos propios tendientes a sostener el creciente nivel de gasto público. A partir del año 2004, se instauraron derechos de exportación móviles al petróleo, capturando el Estado gran parte de la renta petrolera y dando inicio a un lento deterioro de la capacidad de producción argentina de petróleo (5), los cuales se mantuvieron hasta el año 2015. A ello ha de agregarse la implementación de derechos de exportación sobre los productos agropecuarios, procurando de igual modo apropiarse de la renta de dicho sector (6). Dichas retenciones escalaron desde un 13,5% en el año 2001 hasta un 35% en el año 2007, habiéndose intentado establecer un sistema de alícuotas móviles en el año 2008 que disparó una compleja huelga del sector agropecuario durante 8 meses en dicho año. Fracasado dicho intento, hacia fines del año 2008, la Argentina nacionalizó los fondos de jubilaciones y pensiones, traspasando los activos existentes en los

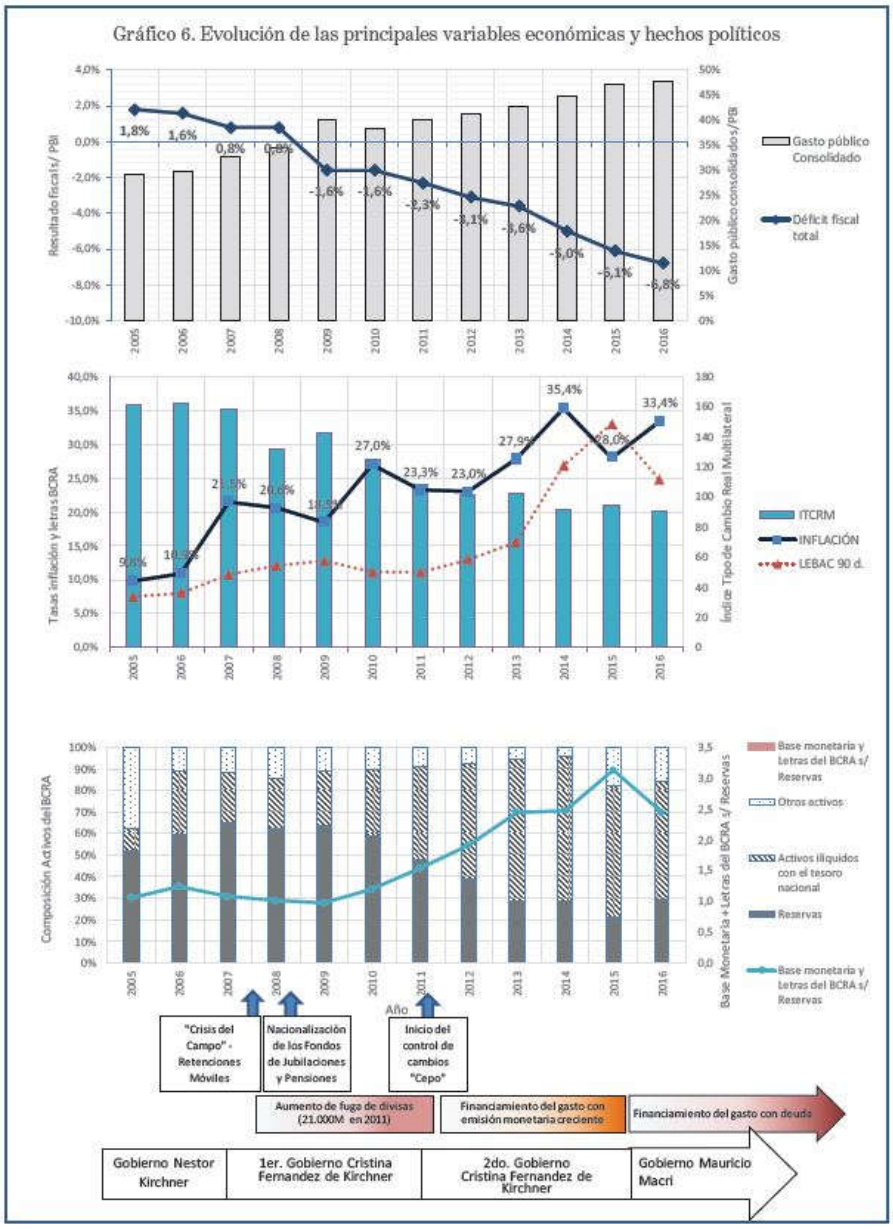
mismos a la Administración Nacional de Seguridad Social.

Agotados los recursos provenientes del sector petrolero, agropecuario y de los fondos de pensión, el gobierno aceleró la emisión monetaria, forzando desde el año 2010 al Banco Central a tomar títulos del tesoro intransferibles, a cambio de pesos que eran utilizados para cubrir el creciente déficit fiscal (tal como fuera exhibido en el Gráfico 3). Todo ello condujo a un incremento de la cantidad del dinero, con la consecuente pérdida del valor de la moneda y la aceleración de un proceso inflacionario, el cual incrementó la presión devaluatoria sobre la moneda local y el proceso de fuga de capitales, superando los USD 21.000 millones en el año 2011. Frente a ello, y en un alarde de creatividad heterodoxa, fue implementado en el año 2011 un riguroso sistema de control de cambios (denominado autóctonamente como "cepo al dólar"), que apenas mermó la pérdida de reservas que el Banco Central poseía y generó un mercado de cambios paralelo.

El nuevo gobierno no logró resolver los problemas estructurales. Entre sus logros, se destaca el fin del régimen de control de cambios a inicios del año 2016, el cual redundó en un proceso devaluatorio que unificó los mercados de cambios oficial y paralelo. Pero el plan gradual de recorte del déficit fiscal requirió continuar con las necesidades de financiación, ahora con endeudamiento externo asociado a una riesgosa política monetaria tendiente a absorber el excedente de moneda local mediante títulos del Banco Central con exorbitantes niveles de interés, todo ello para evitar una mayor presión devaluatoria y que, poco a poco, construyó una bomba de tiempo monetaria.

Hacia mediados del año 2018, la Argentina se vio forzada a recurrir al FMI como prestamista de última instancia, luego de agotarse la posibilidad de continuar con la colocación de títulos públicos y frente a una incipiente crisis cambiaria.

A modo de síntesis, las principales variables económicas y hechos políticos pueden sintetizarse en el Gráfico 6, que se exhibe a continuación.



III. Desempeños sectoriales. Datos y análisis

En el presente estudio se evaluó el desempeño de las empresas correspondientes a cinco grandes sectores de la economía privada argentina, a saber: construcción, alimenticio, petrolero, agropecuario y el correspondiente a los bancos y entidades financieras.

Para ello se analizaron los estados contables correspondientes a las empresas que realizan oferta pública de acciones en Argentina y publican sus estados contables en forma periódica en la Comisión Nacional de Valores. A continuación, se detallan las empresas analizadas para sus correspondientes sectores, indicándose en cada tabla el total de empresas relevadas y la cantidad de estados contables analizados entre los años 2005 y 2016.

Tabla 1. SECTOR CONSTRUCCIÓN. Nómina de empresas analizadas		
Aceros cuyanos S.A.	Emprendimientos Recoletas S.A	Nuevo Puerto Santa Fe S.A.
Acindar Ind.Argentina de Aceros S.A.	Euromayor S.A.	Panamerican Mall S.A.
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C	Ferrum S.A.	Petroquimica Comodoro Rivadavia S.A.
Arcos del Gourmet S.A.	Fideicomiso Nueva Quilmes	Pico y Cabildo S.A.
Benito Roggio e Hijos S.A.	Gama S.A.	POLLEDO SAIC
Canfot S.A.	Holcim - Juan Minetti	Prear Pretensados
Caputo S.A	IMPECO SA	Quality Invest S.A
CDSA S.A.	INFA S.A.	Raghsa S.A.
Cerámica San Lorenzo	IRSA- Alto Palermo S.A	ROGIRO ACEROS S.A
Colorín Ind.de Materiales Sinteticos S.A.	José Cartellone	S.E.S S.A
Cía de Servicios de la Construcción S.A	La Preferida de Olavarría S.A	Sehos S.A.
Continental Urbana S.A.	Loma Negra Cía Ind.Argentina S.A.	Shopping Neuquén S.A
Desarollos Caballitos S.A	Malteria del Puerto S.A.	SURPAT S.A.
Disal S.A.	Marina Río Luján S.A.	TGLT S.A.
Dycasa S.A.	Milicic S.A.	Urbanizadora del Sur S.A
Eclesur S.A.	Nuevo Continente	
Cantidad de empresas relevadas: 47	**Cantidad de estados contables analizados: 373**	

Tabla 2. SECTOR ALIMENTICIO. Nómina de empresas analizadas		
Alica S.A.	Emulgrain S.A.	Molinos Fenix S.A.
Alimesa S.A.	Estirenos S.A.	Molinos Rio De La Plata S.A.
Arcor S.A.I.C.	Franquicias Azucareras S.A.	Nieto Senetiner S.A.
Arla Foods S.A.	Frigorífico Rydhans S.A.	Panificación Argentina S.A.
Bodegas Esmeralda S.A.	Frutos De Cuyo	Quick Food S.A.
Cachay S.A	Glucovil Argentina S.A.	Sacaan De Argentina S.A.
Carlisa S.A	La Campagnola S.A.C.I	Sáenz Briones S.A.
Cía Alimenticia Los Andes S.A.	Ledesma S.A.	Sancor Cooperativas Unidas Limitada
Compañía Industrial Cervecera	Mardi S.A.	Sodecar S.A.
Dulciora S.A.	Mastellone Hermanos S.A.	Virgilio Manera S.A.I.C.F.
Dulcor S.A	Mead Johnson Nutrition Argentina S.A.	
Emprendimientos Joralfa S.A.	Molino Guglielmetti S.A.	
Cantidad de empresas relevadas: 34	**Cantidad de estados contables analizados: 207**	

Tabla 3. SECTOR PETROLERO. Nómina de empresas analizadas		
Axion Energy Argentina S.A	Oleoducto Transandino (Argentina) S.A.	Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A.
CAPEX SA	Oleoductos del Valle S.A.	Petroquímica Cuyo S.A.I.C.
Carboclor S.A.(Ex. Sol Petroleo S.A.)	Operadora de Estaciones de Servicios S.A	Pluspetrol Energy S.A.
Compañía Geneal de Combustibles S.A.	Pan American Energy LLC	Refineria del Norte S.A.
Compañia Mega S.A.	Petrobras Argentina S.A.	Roch S.A.
Eg3 Red S.A.	Petroken Petroquímica Ensenada S.A.	Terminales Maritimas Patagonicas S.A.
Evangelista S.A.	Petrolera del Conosur S.A.	YPF S.A.
Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A.	Petrolera Entre Lomas S.A.	YPF Servicios Petroleros S.A.
Medanito S.A.	Petrolera Pampa S.A.	YPF Tecnologia S.A.
Oiltanking Ebytem S.A.	Petromix S.A.	YSUR Petrolera Argentina S.A.
Cantidad de empresas relevadas: 30	**Cantidad de estados contables analizados: 287**	

Tabla 4. SECTOR AGROPECUARIO. Nómina de empresas analizadas		
Adricar S.A.	Inversiones Ganaderas S.A.	Emulgrain S.A.
Agrofina S.A.	La Biznaga S.A.	Nieto Senetiner S.A.
Agropecuaria Anta S.A. (Ex Cervera)	Ledesma S.A.	Renova S.A.
Agropecuaria Cervera S.A.	Liag Argentina S.A.	Viña Cobos S.A.
Agro-Uranga S.A.	Los Grobos Agropecuaria S.A.	Virgilio Manera S.A.C.I.F.
American export S.A.	Molino Guglielmetti S.A.	MSU S.A.
Cactus Argentina S.A.	Molinos Juan Semino S.A.	Molinos Fenix S.A.
Cánepa Hermanos S.A.I.C.	Morixe Hermanos S.A.C.I.	El Aguila Cereales S.A.
Carnes Pampeanas S.A.	Norclas S.A.	Citrusalta S.A.
Cresud S.A.C.I.F.	Rincon de Anta S.A.	Sudamerica Vinos S.A.
Exportaciones Agroindustriales Arg. S.A.	Frigorifico Bermejo S.A.	Instituto Rosenbusch S.A.
Glucovil Argentina S.A.	Inversora Juramento S.A.	
Gregorio, Numo y Noel Werthein S.A.	Bodega Ruca Malen S.A.U.	
Cantidad de empresas relevadas: 37	**Cantidad de estados contables analizados: 219**	

Tabla 5. SECTOR BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS. Nómina de empresas analizadas		
Banco Bica S.A.	Banco Galicia S.A	Banco Patagonia S.A.
Banco CMF S.A.	Banco HCBC	Banco Piano S.A.
Banco Columbia S.A	Banco Hipotecario S.A.	Banco Saenz S.A.
Banco Comafi S.A.	Banco ICBC	Banco Santander Rio S.A.
Banco Credicoop	Banco Interfinanzas S.A.	Banco Supervielle S.A.
Banco de servicios financieros S.A.	Banco Itaú S.A.	Banco VOII S.A.
Banco del Sol S.A.	Banco Macro S.A.	BNP Paribas
Banco Finansur S.A.	Banco Mariva SA	
Banco Frances S.A	Banco Meridian S.A.	
Cantidad de empresas relevadas: 25	**Cantidad de estados contables analizados: 243**	

Para el total de empresas relevadas en cada sector, se procesaron los estados contables disponibles para los años 2005 a 2016, extractándose de estos aquella información referida a resultados, flujos de fondos y composición del patrimonio que permitiera la construcción de indicadores de desempeño económico,

capacidad de pago, niveles de inversión y distribución de dividendos.

III.1. Indicadores de rentabilidad sectorial

Rentabilidad de la inversión total (RIT). Mide la capacidad del activo de generar utilidades sin considerar las fuentes de financiación disponibles como tampoco la carga fiscal representada por el impuesto a las ganancias, obteniéndose así una medida de la conveniencia de dedicar recursos a una determinada actividad.

$$\boldsymbol{R.I.T} = \frac{\sum_{i=1}^{n} Resultado\ del\ activo\ i}{\sum_{i=1}^{n} Activo\ promedio\ i}$$

Es importante notar que, durante el intervalo de análisis, los niveles de inflación ocurridos en la economía argentina resultaron significativos. Por ello, y en pos de obtener una medición más razonable del rendimiento real de los activos, se procedió a descontar la RIT nominal obtenida utilizando la inflación de cada año.

Asimismo, a fin de indagar sobre la composición de la RIT, se procedió a la apertura de la misma según la fórmula de DuPont (7), calculándose los ratios de Margen sobre ventas y rotación de la inversión, según se expone a continuación.

Margen sobre ventas (Mg s/ Vtas). A fin de conocer la relación entre los ingresos devengados y los costos y gastos que permiten su obtención, se realizó una apertura de la rentabilidad de la inversión total en su primer factor de análisis, según la siguiente ecuación.

$$\boldsymbol{Mg\ s/Vtas} = \frac{\sum_{i=1}^{n} Resultado\ de\ las\ transacciones\ i}{\sum_{i=1}^{n} (Ventas + Ingresos\ por\ producción)\quad i}$$

Rotación de la Inversión (Rot.Inv). A fin de conocer la relación entre los ingresos devengados y los costos y gastos que permiten su obtención, se realizó una apertura de la rentabilidad de la inversión total en su primer factor de análisis, según la siguiente ecuación.

$$\boldsymbol{Rot.Inv} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (Ventas + Ingresos\ por\ producción)\ i}{\sum_{i=1}^{n} Activo\ total\ i}$$

III.2. Indicadores de inversión sectorial

Ratio de flujos de inversión sobre ventas (RFI). Los niveles de inversión en activos fijos fueron evaluados relacionando los flujos de inversión destinados a bienes de uso, activos intangibles e inversiones permanentes en sociedades controladas, respecto del total de ingresos de cada empresa analizada. Su cálculo resulta según:

$$\boldsymbol{Ratio\ flujos\ de\ inversión\ (RFI)} = \frac{\sum_{i=1}^{n} Flujo\ de\ efectivo\ inversión\ en\ activos\ fijos\ i}{\sum_{i=1}^{n} Ventas\ i}$$

III.3. Indicadores de endeudamiento y de flujos de accionistas sectorial

Endeudamiento. El nivel de endeudamiento fue determinado relacionando los pasivos totales con el patrimonio neto, según:

$$\boldsymbol{Endeudamiento} = \frac{\sum_{i=1}^{n} Pasivo\ total\ i}{\sum_{i=1}^{n} Patrimonio\ Neto\ i}$$

Flujos hacia los accionistas sobre ventas (FAcc s/ Vtas.). A fin de evaluar la capacidad del sector de distribuir utilidades (o bien de requerir aportes), se relacionó el flujo neto de efectivo hacia los accionistas (formado por la sumatoria de dividendos y aportes) con los ingresos totales, conforme la siguiente ecuación:

$$\boldsymbol{FAcc\ s/Vtas} = \frac{\sum_{i=1}^{n} Dividendos\ y\ Aportes\ i}{\sum_{i=1}^{n} Ventas\ i}$$

III.4. Obtención de niveles de dispersión

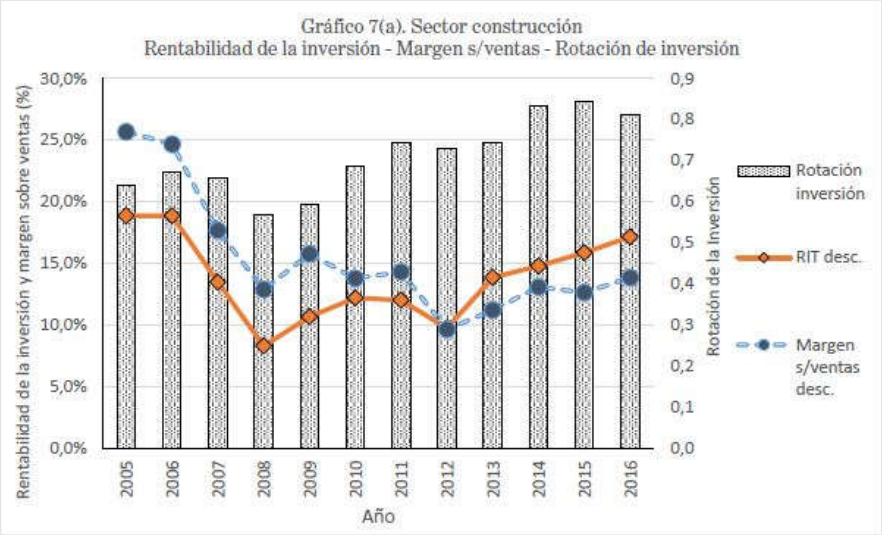
Para cada uno de los indicadores calculados, a fin de contar con el grado de dispersión de los indicadores de las empresas individuales respecto de los índices sectoriales promedio, se construyeron los desvíos estándar sectoriales ponderados en función de la variable total evaluada (T) que corresponde a cada indicador previamente descripto (por ejemlo, el total de activos o ingresos). El desvío estándar ponderado se obtuvo según la siguiente ecuación:

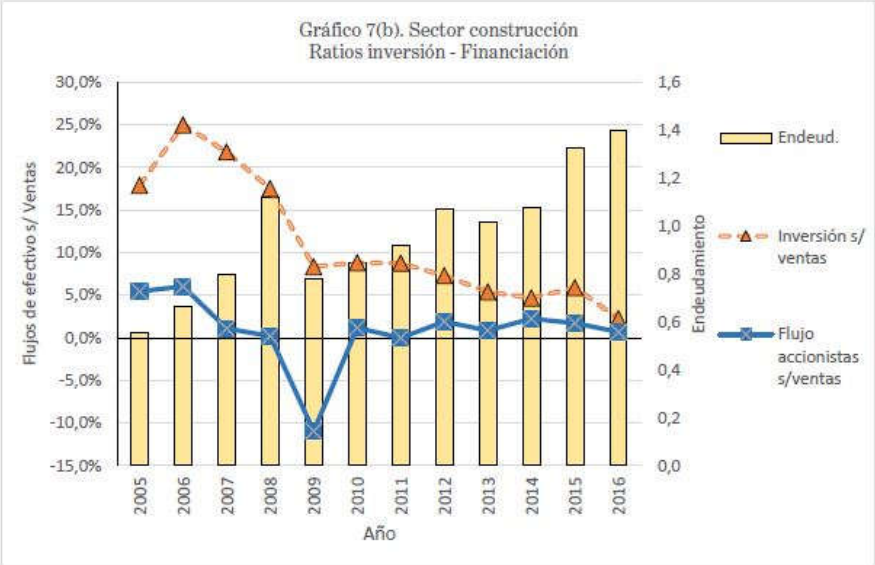
$$\boldsymbol{Desv.Est.indicador} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} Ti * (Indicador\ i - Indicador\ sectorial)^2}{\frac{(n-1)}{n} * \sum_{i=1}^{n} Ti}}$$

IV. Desempeños sectoriales - Resultados obtenidos y discusión

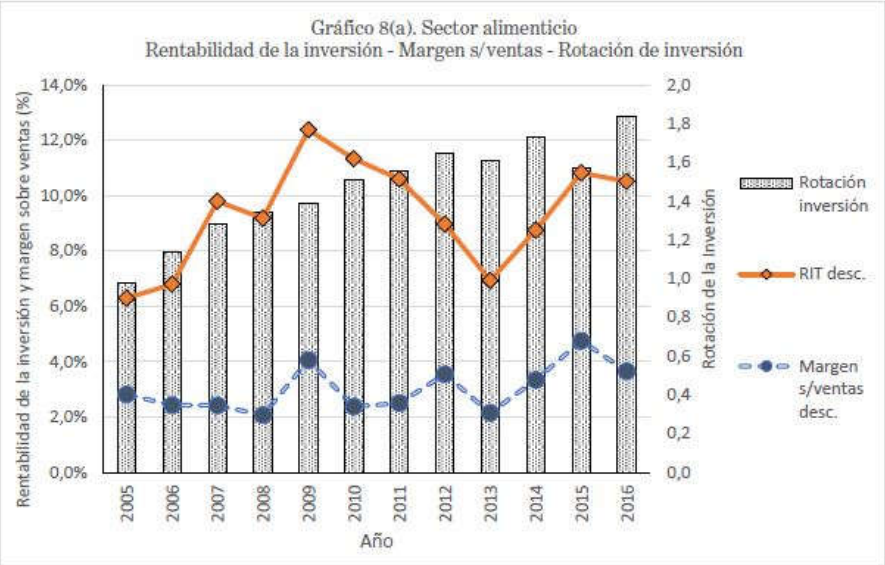
IV.1. Sectores de la economía real

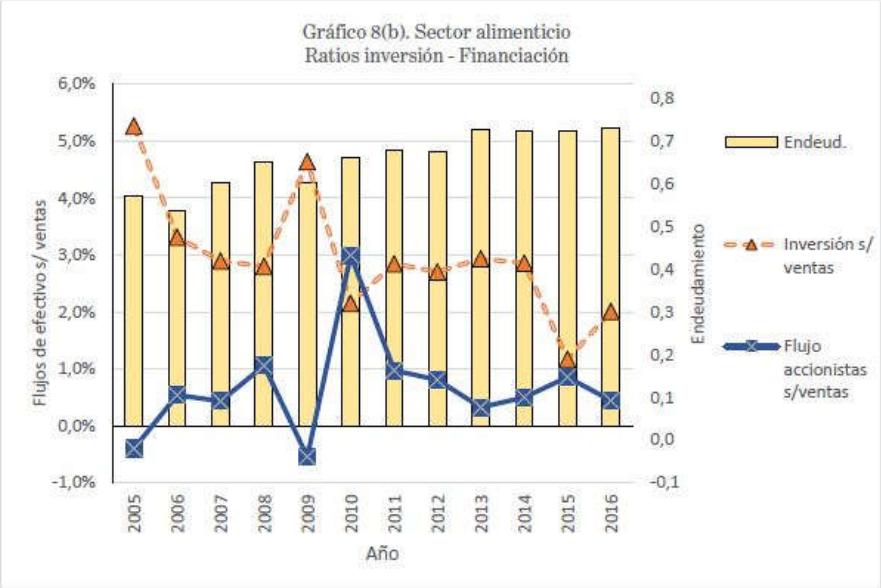
En primer término, se analizó el desempeño de los sectores correspondientes a la economía real de producción de bienes y servicios, observándose los indicadores promedio sectoriales que se exhiben a continuación en sus respectivos gráficos.



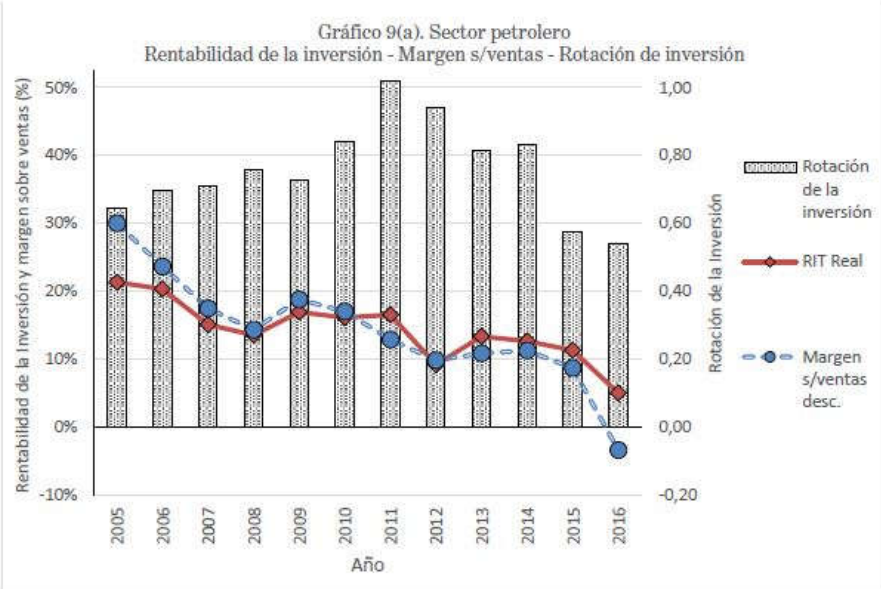


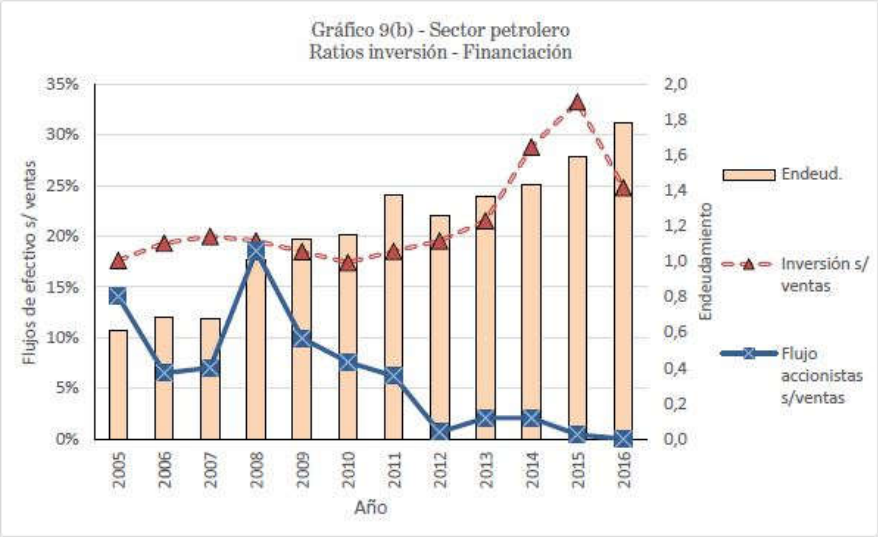
Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tabla 1.



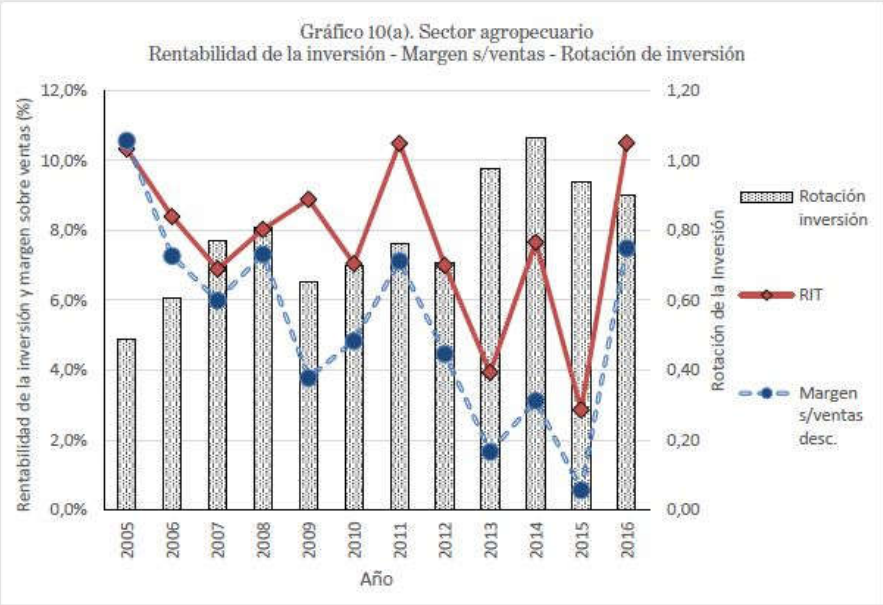


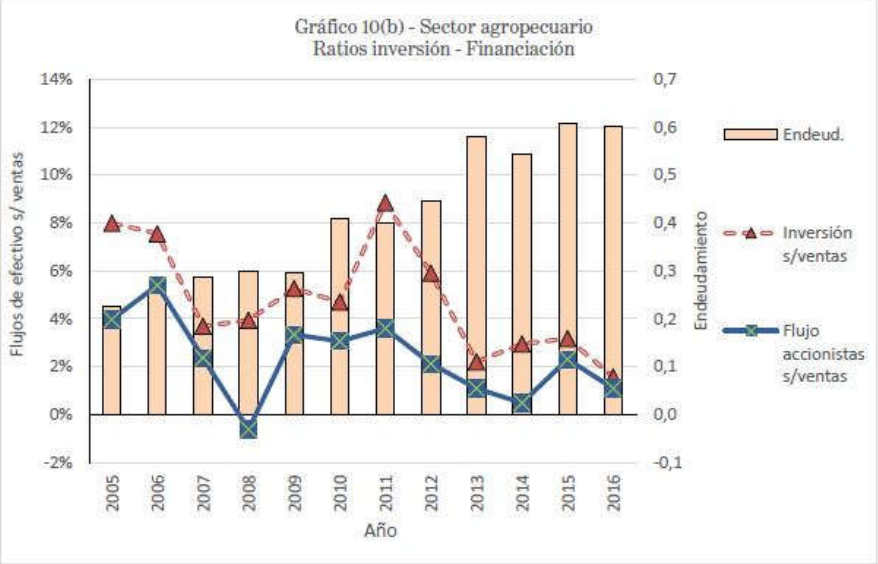
Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tabla 2.





Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tabla 3.





Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tabla 4

De la información expuesta en los gráficos correspondientes a los cuatro sectores de la economía real evaluados en el presente trabajo, fue posible realizar las siguientes observaciones:

1) Sector construcción

a) El sector de la construcción experimentó un deterioro general en el margen primario del negocio (margen sobre ventas), con un incremento del volumen de ventas (rotación de la inversión), el cual atenuó la caída en el rendimiento general de la actividad.

b) Ello fue acompañado de una disminución general de los niveles de inversión en activos fijos en relación con los ingresos generados, acompañado de magros ratios de distribución de utilidades y crecimiento sostenido del endeudamiento, duplicándose el mismo hacia el año 2016 en relación con el año 2006.

c) El mayor deterioro económico y financiero de esta actividad se observó a partir del año 2008, coincidente ello con el gran aceleramiento del proceso inflacionario, incremento de las tasas de financiación y significativa reducción de la proporción de créditos hipotecarios en el sistema bancario. Sin embargo, el deterioro económico se vio parcialmente compensado por el incremento del volumen del segmento, ello asociado a la expansión del gasto público destinado a obras e infraestructura.

2) Sector alimenticio

a) El sector alimenticio logró conservar su margen primario, con un importante incremento del volumen en dicho segmento que permitió una leve mejora del rendimiento general de la actividad.

b) Los niveles de flujos de efectivo hacia los accionistas se mantuvieron esencialmente constantes, siendo el segmento de la economía real que resultó más excedentario. Sin embargo, se observó una sostenida reducción de los niveles de inversión, cayendo hacia los años 2015 y 2016 a menos de la mitad en relación con el año 2005. Por último, el endeudamiento promedio del sector sufrió un ligero incremento, manteniéndose hacia el año 2016 por debajo de 0,8.

c) En términos económicos, el sector alimenticio habría sido el menos afectado por las diferentes decisiones de política fiscal y monetaria. Sin embargo, la progresiva reducción en los niveles de inversión habría acompañado el aceleramiento del proceso inflacionario y el aumento de las tasas de interés.

3) Sector petrolero

a) La industria petrolera se caracterizó por una sostenida pérdida de sus márgenes sobre ventas, originado ello en la imposición, desde el año 2004, de derechos de exportación móviles que fijaban un precio interno al petróleo, siendo dicho valor independiente de la cotización internacional. Estos precios fijos en dólares, sumado al atraso cambiario ocurrido a partir del año 2007, deterioró en forma sostenida los márgenes primarios y la rentabilidad de la inversión total de esta industria.

b) Desde el año 2008, la caída de la rentabilidad fue acompañada de la reducción de los flujos de dividendos, cayendo a un nivel mínimo desde el año 2012 hasta la actualidad.

c) A partir del año 2005, el aumento internacional del precio del petróleo dio lugar a una importante brecha respecto del precio local, lo cual desincentivó la inversión en activos fijos, dando lugar a un lento proceso de desinversión y reducción de la producción local de petróleo. Recién a partir del año 2014, con el cambio de esquema de retenciones móviles y la caída de la brecha de precios, la industria petrolera volvió a incrementar sus niveles de inversión, distando aun de poder recuperar los niveles de rentabilidad que tornasen atractiva a esta industria.

4) Sector agropecuario

a) El sector agropecuario argentino merece especial atención por su relevancia dentro de la economía argentina y la actividad privada. En términos económicos, la rentabilidad del sector se vio afectada en los últimos 10 años por diversas medidas de política fiscal y monetaria, mostrando en general una pérdida sostenida de los márgenes primarios como consecuencia de la implementación de derechos de exportación y por la caída del tipo de cambio real desde el año 2010. Sin embargo, la reducción en los márgenes sobre ventas se vio parcialmente compensada por el aumento de la producción agropecuaria, lo cual atenuó parcialmente la caída en el rendimiento de esta actividad. Solo a partir del año 2016, con la eliminación parcial de los derechos de exportación y la recomposición del tipo de cambio real (tras la unificación del mercado de cambios y la salida del "cepo"), los márgenes y niveles de rentabilidad lograron una importante recuperación.

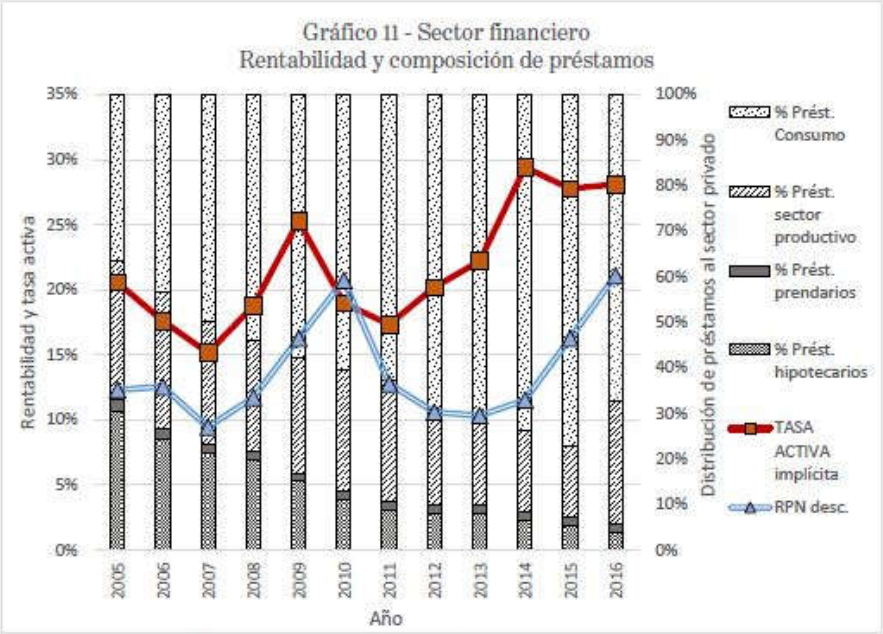
b) En lo financiero, el sector agropecuario se caracterizó por el incremento de sus niveles de endeudamiento, el cual se triplicó tras diez años. Asimismo, el flujo de dividendos se vio

significativamente reducido, destacando el año 2008 durante el cual se desarrolló una huelga que paralizó la actividad por casi 9 meses.

c) Los niveles de inversión también se redujeron tras diez años de diversas medidas gubernamentales hostiles al sector, habiéndose destinado menos del 3% de los ingresos totales generados desde el año 2013.

IV.2. Sector financiero

En segundo lugar, luego de analizado el desempeño de los sectores de la economía real, se evaluaron los principales indicadores del sector financiero, observándose las ratios promedio que se exhiben a continuación.



Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tabla 5

Tabla 5 - Sector financiero - Distribución de cartera de préstamos

Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Préstamos al sector financiero	**2,2%**	**3,5%**	**3,4%**	**3,3%**	**2,3%**	**2,2%**	**3,4%**	**2,9%**	**2,8%**	**1,7%**	**1,6%**	**2,6%**
Préstamos al sector público no financiero	**39,5%**	**18,4%**	**8,0%**	**7,2%**	**2,3%**	**1,0%**	**0,6%**	**0,7%**	**0,6%**	**0,5%**	**0,4%**	**0,6%**
Préstamos al sector privado no financiero	**58,3%**	**78,1%**	**88,6%**	**89,5%**	**95,4%**	**96,8%**	**96,0%**	**96,4%**	**96,6%**	**97,9%**	**98,0%**	**96,8%**
Apertura Préstamos al sector privado no financiero												
Préstamos Hipotecarios	10,2%	11,0%	10,8%	10,8%	8,4%	6,1%	4,8%	4,0%	3,9%	3,4%	3,0%	2,3%
Préstamos Prendarios	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Préstamos al Sector Productivo	10,2%	13,5%	13,8%	13,0%	13,9%	14,5%	14,2%	10,8%	9,5%	9,5%	8,4%	15,9%
Préstamos al Consumo (Personales + T. de Crédito)	12,4%	19,5%	25,5%	29,3%	32,1%	33,2%	33,7%	35,2%	34,7%	39,2%	41,6%	39,9%
Otros Préstamos al Sector Privado No Financiero	24,5%	33,2%	37,6%	35,4%	39,9%	42,0%	42,3%	45,4%	47,5%	44,8%	44,1%	37,6%

Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tabla 5

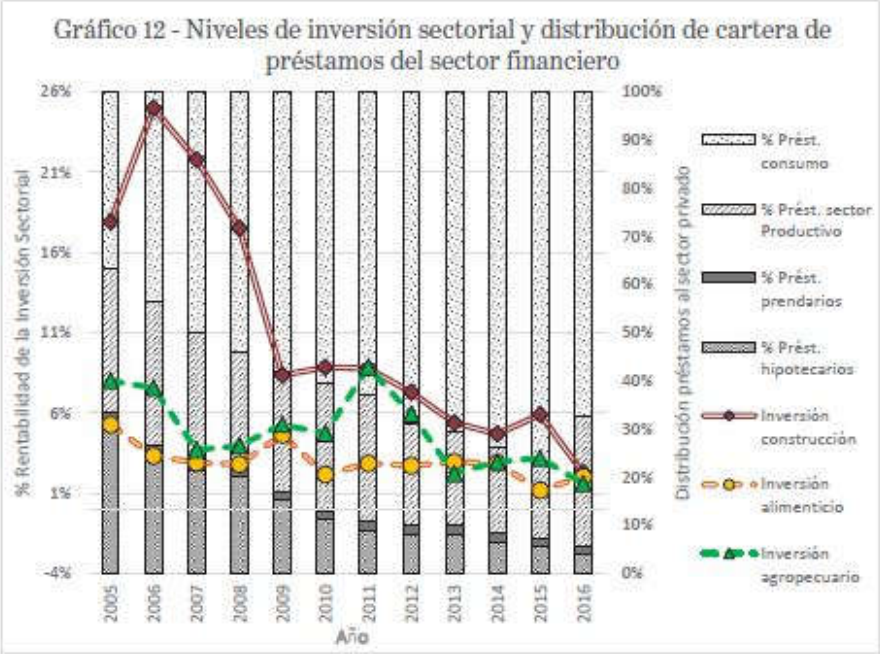
El Gráfico 11 refleja la evolución de la rentabilidad neta del sector financiero (la cual fue determinada mediante el promedio sectorial de la rentabilidad del patrimonio neto, descontada ella con la inflación registrada en cada año), la tasa activa implícita nominal y la distribución de la cartera de préstamos al sector privado no financiero.

Es posible observar el sostenido crecimiento de la proporción de préstamos al consumo dentro de la cartera de préstamos al sector privado, mientras que los préstamos al sector productivo e hipotecario sufrieron una importante disminución en su participación. La Tabla 5 muestra la composición porcentual del total sectorial del rubro préstamos al sector privado no financiero.

Es importante notar que el incremento en la participación de los préstamos al consumo ocurrió a la par del incremento de la inflación, observándose también el aumento de las tasas activas implícitas. Por último, el nivel de rentabilidad del sector financiero tuvo una similar evolución al de las tasas activas implícitas.

IV.3. Sectores de la economía real versus sector financiero

En última instancia, se comparó la performance de los sectores de la economía real evaluados con el desempeño del sector financiero. Las principales observaciones se exhiben en los Gráficos que se reproducen a continuación.



Fuente: elaboración propia en base a estados contables según Tablas 1 a 5.

El Gráfico 12 muestra la evolución de los niveles de inversión en los sectores agropecuario, alimenticio y de la construcción, y es posible observar que, para dichos sectores, los niveles de inversión fueron marcadamente decrecientes a medida que se incrementaban las tasas activas y se reducía la proporción de préstamos al sector productivo. La mayor caída en la inversión se observa en el sector de la construcción, ello en marcada concordancia con la significativa caída de la participación de los préstamos hipotecarios en la cartera de préstamos de las entidades financieras.

El sector petrolero, a diferencia de los restantes sectores de la economía real analizados, mostró que los niveles de inversión se habrían relacionado con la brecha de precios existente entre el precio local del petróleo (fijado mediante la política fiscal que implementó derechos móviles de exportación desde el año 2004) y el precio internacional del petróleo (8), habiéndose incrementado recién a partir del año 2014, año a partir del cual se fomentaron las inversiones mediante subsidios al sector, fijándose a partir del 2015 precios locales superiores a los internacionales.

V. Conclusiones

Desde el año 2004, la Argentina implementó diversas medidas heterodoxas. Las mismas consistieron en un extraordinario aumento del gasto público, el cual fue financiado en principio mediante el incremento de la presión tributaria. Sin embargo, el incremento del gasto superó con creces las posibilidades de financiación mediante recaudación genuina, dando lugar a abultados déficits fiscales desde el año 2009, que fueron sorteados con el consumo de los fondos de jubilaciones y pensiones y, en última instancia, utilizando la emisión monetaria.

La política monetaria fuertemente expansiva (producto del déficit fiscal), dio lugar al aceleramiento de la inflación y a un proceso de fuga de capitales, el cual pretendió ser controlado mediante un rígido sistema de control de cambios que, a su vez, originó un importante atraso en el tipo de cambio real.

El fenómeno de aceleramiento de la inflación fue acompañado de mayores tasas de interés, tanto en la fijada por el Banco Central a través de los títulos emitidos por este, como también en las tasas activas de los bancos privados. Tanto la inflación ocurrida como el mayor costo del endeudamiento redujeron los niveles de inversión en los sectores de la economía real, observándose que el sistema financiero argentino orientó su cartera de préstamos hacia el consumo.

En este contexto signado por altas tasas de inflación y elevado costo del crédito, el sector privado productivo se vio notablemente afectado, tanto en sus márgenes primarios como en sus niveles de rentabilidad, evidenciándose en forma simultánea una importante caída de los niveles de inversión y un aumento general del endeudamiento de las empresas, todo ello reflejado en sus estados contables.

Conforme el presente estudio, los sectores agropecuarios y de la construcción habrían sido los más perjudicados, en especial luego del establecimiento del régimen de control de cambios. El sector petrolero, también fue víctima de políticas fiscales tendientes a capturar la mayor parte de la renta

petrolera, sumado ello al atraso cambiario ocurrido desde 2011, haciéndole perder a la Argentina la capacidad de autoabastecimiento de petróleo y gas.

De los sectores estudiados de la economía real, solo el sector alimenticio logró mejorar ligeramente su rentabilidad gracias al aumento del volumen, pero cayendo significativamente en sus niveles de inversión. Por último, el sector financiero fue tal vez el único ganador de este período, habiendo aprovechado el incremento del consumo y sus necesidades de financiamiento como también las elevadas tasas de interés.

VI. Bibliografía consultada

ARGAÑARAZ, N. y cols., "El fisco argentino —Nacional, Provincial y Municipal— se lleva entre un 47% y un 60% de los ingresos de familias asalariadas en conceptos de impuestos", Informe Económico, 279, Instituto Argentino de Análisis Fiscal ISSN 2250-7329 (2014).

Dirección General de Estadísticas y Censos, Ciudad Autónoma de Buenos Aires en: http://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc.

Dirección Provincial de Estadísticas y Censos, Provincia de San Luis en: http://www.estadistica.sanluis.gov.ar/.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDeC) - Agregados Macroeconómicos - Series históricas, en https://www.indec.gob.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=9&id_tema_3=47.

EWING, B. - THOMPSON, B., "Dynamic cyclical comovements of oil prices with industrial production, consumer prices, unemployment and stock prices", Energy policy, Vol. 35, Issue 11, ps 5535-5540 (2007).

FANO, D. G. - OUBIÑA, G. - DI GIORGIO, S. - MARÍN E., "Efecto de regímenes de anticipos de impuestos en capacidad de pago y rentabilidad de empresas del sector de construcción", CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo, 635, Universidad del CEMA (2018).

FANO, D. G. - GIBSON, V. E., "Los efectos de la inestabilidad económica y política en el mercado agropecuario argentino. La alocación de los factores de producción capital y trabajo entre los años 2004 y 2016", Revista Enfoques, 4, Ed. La Ley - Thomson Reuters (2018).

FANO, D. G. - OUBIÑA, G. - MEI, A., "Efectos de las regulaciones en el mercado petrolero argentino entre 2004 y 2015", Cema Working Papers: Serie Documentos de Trabajo, 624, Universidad del CEMA. ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea) (2017).

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, "Perspectivas de la economía mundial, Crecimiento dispar, Factores a corto y largo plazo (2015)", p. 38. https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/texts.pdf.

GARCÍA, N. - CALVETTI, D. - CANO, M., "Petróleo y Gas. Balance de la década, perspectivas y desafíos del Sector en Argentina", KPMG, Argentina, 2016, 16 ps.

HAMILTON, J., "Understanding crude oil prices", The National Bureau of Economic Research, Working Paper, 14492 (2008).

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDeC) - Agregados Macroeconómicos - Series históricas, en https://www.indec.gob.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=9&id_tema_3=47.

KISLEV, Y. - PETERSON, W. (1996), "The Economics of Agriculture", vol. 2, Chapter 10 - Economies of scale in agriculture: a reexamination of the evidence, The University of Chicago Press.

Ley 25.063, con las modificaciones introducidas por las Leyes 25.123 (BO 28/07/1999), 25.239 (BO 31/12/1999), Ley 25.360 (BO 12/12/2000) y Ley 27.260 (BO 22/07/2016). Impuesto a la ganancia mínima presunta.

MACDONALD, J. M. - HOPPE, R. H. - BANKER, D. (2004), "The evolution of structural change in the U.S.Farm sector", USDA Research Paper International Agricultural Trade Research Consortium (IATRC), Philadelphia, June 6, 2004.

SCHMITT, G. (1986), "Farms, households, and productivity of resource use in agricultura", Euro. R.agr.Eco. 16 (1989) 257-284.

SOLIMAN, I. - EWAIDA, O. (2008), "Impact of technological changes and economic liberalization on agricultural labor employment and productivity", Egyptian association for political economy, statistics and legislation, Zagazig, Egypt, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/31165/1/MPRA_paper_31165.pdf.

STIGLER, G. (1983[1958]), "The economies of scale", en STIGLER, G. (1983), The Organization of

Industry, The University of Chicago Press.

TELIAS, A. y cols., "Contabilidad para Gerenciar", Ed. Temas-UADE (2007).

VÁSQUEZ PACHECO, F., "El impuesto a la renta y su influencia en la liquidez de las micro y pequeñas empresas industriales de Chimbote, 2014", Revista In Crescendo, 2 (2015), vol. 6, ISSN: 2307-5260 (2014).

(1) ARGAÑARAZ, N. y cols. (2014), "El fisco argentino —nacional, provincial y municipal— se lleva entre un 47% y un 60% de los ingresos de familias asalariadas en conceptos de impuestos", Informe Económico 279, Instituto Argentino de Análisis Fiscal ISSN 2250-7329.

(2) Según Dirección de Análisis Fiscal y de Ingresos e Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDeC).

(3) Según INDeC hasta 2006, estadísticas de la Provincia de San Luis desde 2007 y el promedio de mediciones de la Ciudad de Buenos Aires y Provincia de San Luis desde 2012.

(4) Ver: http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp.

(5) FANO, D, y otros (2017), "Efectos de las regulaciones en el mercado petrolero argentino entre 2004 y 2015", Cema Working Papers: Serie Documentos de Trabajo, 624, Universidad del CEMA. ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea).

(6) FANO, D, y otros (2018), "Los efectos de la inestabilidad económica y política en el mercado agropecuario argentino. La alocación de los factores de producción capital y trabajo entre los años 2004 y 2016", Revista Enfoques, 4, Ed. La Ley - Thomson Reuters, abril de 2018.

(7) TELIAS, Alejandro y cols., "Contabilidad para Gerenciar", Ed. Temas-UADE (2007).

(8) FANO, Diego G. - OUBIÑA, Gabriel - MEI, Adam, "Efectos de las regulaciones en el mercado petrolero argentino entre 2004 y 2015", CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo, 624, Universidad del CEMA. ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea), diciembre de 2 017.

© Thomson Reuters