

ieNEWS

75



JUN 2020

Se le considera el científico más importante, conocido y popular del siglo XX. Físico alemán de origen judío, nacionalizado suizo, austriaco y estadounidense.
Albert Einstein. (1879 - 1955)



**INSTITUTO DE
ECONOMIA**
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICEN

FCE UNICEN
ECONOMICAS

Editorial

Estimados lectores.

Llegamos a la mitad del año con un país sumido en crisis, por problemas que ya venían latentes desde 2018-2019 y el agravante de la parálisis económica de la pandemia. El futuro inmediato es incierto ya que depende básicamente de dos factores: la extensión de la cuarentena y de cómo siga evolucionando la propagación del virus, comprometiendo el sistema de salud en AMBA y de si se puede lograr un acuerdo en la negociación de la deuda. En las últimas semanas el mercado financiero dejó apuestas optimistas en el segundo plano, con ciertas mejoras dentro de la curva soberana en dólares, y con el Riesgo País tocando el menor nivel de los últimos tres meses. El Gobierno y los acreedores privados ya retomaron las conversaciones, y dada la poca diferencia en términos de valor presente neto que los separan, entendemos que el principal desafío viene desde la estructura legal de los nuevos bonos. La decisión final pareciera estar principalmente del lado del gobierno, y siendo esta una decisión más política que financiera.

Emiliano Iparraguirre y quien les escribe abordamos esta coyuntura macroeconómica en la nota que encabeza este newsletter, siendo el efecto más claro el que se da en la brecha cambiaria. En la segunda nota Guillermina Simonetta expone algunas estrategias que han tomado empresas para sobrevivir post Covid, y finalmente Ignacio López y Daniel Hoyos Maldonado nos brindan su perspectiva sobre el caso Vicentín.

Esperando que estos aportes sean de interés para la comunidad y podamos tener en las siguientes ediciones algunas luces al final del túnel, los saluda cordialmente,

DIRECTOR

SEBASTIÁN AUGUSTE

STAFF

SANTIAGO BARRAZA

CECILIA FUXMAN

SERGIO GUTIÉRREZ

DANIEL HOYOS MALDONADO

ANA LEGATO

PATRICIA LAURA RÁBAGO

MARÍA DEL CARMEN ROMERO

SEBASTIÁN RAMÓN

SANDRO JOSÉ GUIDI

MARIO RAVIOLI

MARIO SEFFINO

VERÓNICA BAZTERRICA

GUILLERMINA SIMONETTA

SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI



DR. SEBASTIAN AUGUSTE
Director Instituto de Economía

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento.

En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter.

Para consultas o comentarios, escribir a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar.

Escriben en este número



Dr. Sebastián Auguste

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor EE.UU y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires.

Es profesor de la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN



Lic. Guillermina Simonetta

Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC).

Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.



Dr. Daniel Hoyos

Doctor en Economía (ESEADE) y Magister en Economía de Gobierno (UDES).

Profesor Asociado del Departamento de Economía y Métodos Cuantitativos (UNICEN), Área de Especialización: Políticas Públicas.



Lic. Emiliano Iparraguirre

Lic. en Administración (UNICEN) y estudiante de la Licenciatura en Economía Empresarial (UNICEN). Analista de Control de Gestión en Cagnoli SA y Ayudante Diplomado del Taller de Manejo de Herramientas Informáticas (UNICEN).



Abog. Ignacio López

Abogado. Asesor de empresas. Profesor Adjunto Ordinario de Personas Jurídicas en la Facultad de Derecho, UNICEN. Docente de Derecho Comercial II en la FCE, UNICEN

Sumario

P4 - El complicado ovillo del dólar

Por Sebastián Auguste y Emiliano Iparraguirre

P9- La crisis por COVID-19 en una palabra: resiliencia.

Por Guillermina Simonetta

P13- Reflexiones más allá del caso Vicentín

Por Ignacio López y Daniel Hoyos Maldonado

P21- Usted pregunta, IECON responde

P24- La coyuntura en gráficos

P27- Cuadro de variables financieras al cierre del mes.

El complicado ovillo del dólar

Por Sebastián Auguste y Emiliano Iparraguirre

La Argentina está tratando de domar al dólar con restricciones a la compra y se va haciendo una compleja madeja económica con fuertes costos y un alto intervencionismo, volviendo rápidamente a las medidas del pasado, que tienden a no funcionar, como lo mostró nuestro pasado.

En mayo, el dólar blue llegó a ofrecerse a \$133, acumulando una suba de 76,7% en lo que iba del año, pero luego en junio retrocedió a \$125, de la mano de nuevas restricciones cambiarias. Pero no hay que engañarse, esta caída no responde a un cambio de tendencia, sino que es un efecto de corto plazo, ya que las fuerzas que están detrás del precio del dólar siguen presionando a la suba, como analizaremos en esta nota. Las alternativas legales del dólar también muestran esta tendencia. El dólar CCL (contado con liquidación) cerró mayo con una brecha de 88%, cuando la brecha del blue fue 97%, lo que nos lleva niveles récord de brecha, similares a los vistos en los picos del cepo cambiario anterior (ver gráfico).

¿Y cuál sería un dólar oficial de equilibrio? Es la pregunta difícil de contestar, pero claramente no es el oficial. Si uno toma la base monetaria neta (los pesos que están dando vuelta) y los divide por las reservas internacionales del BCRA (los dólares que respaldan a esos pesos), el tipo de cambio de "convertibilidad" está muy cerca del dólar contado con liquidación. Los especialistas que participan en el REM del BCRA descuentan un dólar oficial de 88,5 pesos para fin de 2020, lo que podría parecer relativamente optimista para la situación actual (¿tal vez esperen un renegociación de deuda exitosa?)



¹ Fuente: elaboración propia a partir de datos históricos.

Para entender los numerosos dólares que afloran en nuestro jardín, hay que recordar que el dólar MEP (mercado electrónico de pagos) y el contado con liqui (CCL) son formas legales de comprar dólares a través de instrumentos financieros que cotizan en dólares y pesos a la vez. Alguien que quiere vender dólares declarados compra un bono en dólares con sus dólares y luego lo vende en pesos. El que vendió el bono se hizo de dólares, el que lo compró, al venderlo se hizo de pesos. Es una forma legal de transacción entre privados que se beneficia de la liquidez de los mercados financieros. Es importante notar que este tipo de operaciones es simplemente un cambio de mano, entre los que tienen dólares y los quieren vender y lo que tienen pesos y quieren comprar, y usan el mercado financiero para que estas puntas se encuentren. No implica caída de reservas en absoluto. Lo que mueve las reservas son las transacciones oficiales, que hoy están relacionadas básicamente con el comercio exterior. Precisamente la brecha cambiaria nos muestra el retraso cambiario, es decir lo alejado que está el dólar oficial de un precio de equilibrio. Cuando el dólar oficial se retrasa, crece el déficit comercial, porque se desincentiva las exportaciones y se abaratan las importaciones. Para los exportadores, es como ponerle un impuesto. A un exportador que vende a 70 pesos por dólar cuando el precio de equilibrio es de 110, es como ponerle un impuesto del 42% a sus ventas. Y recordemos que la Argentina a su vez cobra retenciones para todo tipo de exportaciones, no sólo soja, y tiene una presión tributaria gigante. Con todo esto se está matando al sector exportador. A su vez, se subsidia las importaciones con un dólar barato. En el pasado, cuando se hizo esta política en el gobierno de la expresidente Cristina Fernández, en vez de dejar flotar el dólar se trató de contener el déficit comercial con trabas a las importaciones a través de las licencias no automáticas, pero eso es un mecanismo ilegal y la Argentina perdió el juicio internacional y no lo puede volver a usar. Además, generó muchísimas distorsiones, porque se terminaba dependiendo de la voluntad de Comercio Exterior, y algunos obtenían sus licencias y otros no, entrando al mundo de la arbitrariedad. El gobierno, para frenar las impo, que si bien están ya limitadas por la pandemia, no dejan de drenar dólares fuera de la economía, amagó con no venderle más dólares oficiales a los importadores, y de esa forma deberían ellos ir al mercado oficial y comprar dólar MEP para hacer sus importaciones. Esto es análogo a tener múltiples tipos de cambio, uno para exportar, otro para importar y así. Lo paradójico del caso es que al mismo tiempo y de forma muy poco entendible el gobierno pone restricciones en la compra del dólar MEP con el parking (esto es, cuando compras el bono con tus dólares no lo podés vender automáticamente y lo tenés que tener varios días para recién ahí venderlo). Esto generó una gran incertidumbre en todo el sector productivo. No debemos olvidarnos que nuestra industria depende mucho de insumos importados. El que tiene que importar insumos a un dólar MEP de 110 pero luego no puede trasladar al precio el aumento del dólar estará en serios problemas. Recordemos también que hay controles de precios. Y esto va tejiendo un complejo entramado de regulaciones. Sobre llovido mojado, esto no ayuda a tener reglas claras. Si a la Argentina le faltan dólares, no estamos haciendo precisamente lo correcto para que vengan más. Además, la escasez es un tema relativo al precio. A un dólar oficial muy bajo, habrá exceso de demanda siempre, pero si el dólar se pone a un precio de equilibrio, ya no. La Argentina se ha negado sistemáticamente a tener un dólar de equilibrio bajo el argumento que es inflacionario, cuando lo inflacionario es el déficit fiscal financiado con emisión monetaria. Tenemos un problema estructural que no queremos corregir, nos negamos a ver la realidad, y cada dos por tres aparece el mercado para corregir la situación, con devaluaciones abruptas que son muy poco efectivas. En un contexto donde los precios están controlados y hay una caída de demanda agregada, no se entiende porque no dejar al dólar correr un poco y achicar la brecha, salvo que el gobierno tenga algún interés fuera de este equilibrio, como por ejemplo una renegociación de deuda, ah, cierto, esto también pasa.

Lo discutido en el párrafo anterior nos lleva a que, para entender al dólar, hay que entender tres cosas: la renegociación de la deuda, la emisión monetaria y el déficit fiscal.

Con la extensión del plazo reciente, la **renegociación de la deuda** aún está abierta. Las dimensiones de la disputa son: el cobro de lo adeudado, la capitalización de los intereses que no se van a pagar durante los 3 años de gracia que pide Argentina, y la definición de la tasa que pagarán los nuevos bonos a partir de 2023. Los inversores al final del día miran cuanto representa todo esto en valor presente respecto a la promesa original de los bonos, y cuán creíble es esa promesa de pago (retorno y riesgo). Martín Guzmán estaba planificando sumar un cupón atado a la evolución de las exportaciones agropecuarias, de donde se cobran las retenciones, pero el anuncio de la expropiación de Vicentín no lo estaría ayudando mucho en esto, y los inversores aún recuerdan tristemente la fortuna de los bonos atados a la inflación y los maquillajes del INDEC. De nuevo, otro tiro en el pie, que a los inversores les genera duda. ¿Me hablás de que tome riesgo de expo argentina y al mismo tiempo querés estatizar la principal exportadora agropecuaria nacional? No entiendo, salvo que la política haya metido la cola ... ¿y los que quieren expropiar no quieren que Guzmán cierre el deal?

A esta altura la pregunta es, ¿y en qué nos beneficia acordar con los acreedores? La Argentina sigue con un problema fiscal grave, y el acceso a los mercados financieros permitiría al gobierno financiarse con deuda y no con emisión monetaria. Claramente se podría pensar que es una opción muy contradictoria, porque se criticó mucho el endeudamiento del gobierno del expresidente Macri, y difícilmente al final del día toda la renegociación sea para caer en lo mismo de nuevo. Pero al menos el gobierno podría mantener los niveles de endeudamiento e ir emitiendo nueva deuda para financiar los vencimientos (lo que se conoce en la jerga como roll over). Rollear deuda es de lo más usual en el mundo entero, y no nos debería asustar. Recuerden que el gobierno de la expresidente Cristina Fernández, también tomó deuda, y es algo natural que los gobiernos lo hagan y que rolleen, aunque obviamente con límites que no afecten la capacidad de repago, límite que el expresidente Macri excedió. Además, las tasas de interés internacionales están muy bajas, podría ser una buena oportunidad para bajar intereses de nuestra deuda, y mejorar el perfil alargando los plazos de vencimiento. Esto liberará al gobierno de pagos futuros. El segundo aspecto positivo de salir del default es que facilita el endeudamiento externo privado, y la entrada de capitales, esto asumiendo que alguien le quiere prestar a la Argentina o mover sus ahorros al país. El default es uno de los componentes del riesgo país, salir del default nos hace menos riesgosos. Al final del día si Argentina arregla, tendrá un dólar de equilibrio más bajo, y si no arregla será más alto.

El segundo componente para considerar es la **oferta y demanda de pesos**. Por el lado de la demanda de pesos hay una caída por la menor actividad económica, acentuada por la pandemia, a la vez que el gobierno ha decidido bajar las tasas de interés. Si tener dinero en el banco, para los que tienen la suerte de tener algún ahorro, te da un interés por debajo de la inflación, ¿para qué tenerlo allí? Se gasta o se invierte en dólares. Esta idea es la que implementó el presidente Alberto Fernández como su principal modelo cuando asumió. La idea era matar el ahorro, para que esos fondos se vuelquen al consumo, restringiendo la compra de dólares. Ciertamente no es un modelo de crecimiento, sino un fogonazo de corto plazo, que no le salió, y ahora la pandemia obliga a repensar. Por el lado de la oferta, el gobierno está usando mucho más intensivamente la emisión para financiarse. Que usamos la emisión no es nada nuevo. En los últimos 10 años la base monetaria (los billetes que imprimió el Central) se incrementaron en 1451% con una economía completamente

parada (no crecimos nada). La pregunta es, ¿cómo alguien no espera el descontrol de inflación con semejante emisión? En lo que va del año ya se incrementó un 20%, y se autorizó al Central a emitir mucho más. Por más que el Central absorba luego esos pesos con LELIQs, se está tirando mucha leña al fuego. En recesión, una emisión puede no ser tan inflacionaria, pero el problema viene después. Otros países del mundo emiten mucho en las recesiones, pero luego reabsorben esos pesos cuando comienza la actividad económica para que no haya inflación. Estas políticas en la Argentina son poco creíbles, la gente descuenta que habrá inflación a futuro porque el Banco Central no tendrá la habilidad o voluntad de absorber esos pesos, y esa expectativa de inflación genera más inflación hoy, porque la gente se adelanta a los costos más altos de reposición que tendrá mañana subiendo el precio de venta hoy. Por ahora la recesión está actuando como neutralizador, pero si se acumulan muchos pesos, el riesgo de un episodio de alta inflación es cada vez mayor.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Además, con tasas de interés a la baja e inflación a la suba, la gente busca más refugio en el dólar, como resguardo de valor, y esto hace caer la demanda de pesos más. Un aspecto no menor es la falta de confianza en el sistema financiero, o en las políticas del gobierno que podrían afectar el sistema financiero. Esto se evidencia en la fuerte caída de los depósitos en dólares. Muchos de estos dólares pasan al mercado blue.

Finalmente, el último aspecto a tener en cuenta es la profundización del déficit fiscal. Ya venía pasando antes de la pandemia, y hacia el final del gobierno del expresidente Macri, cuando se decidió incrementar el gasto y financiarlo con emisión. Con la cuarentena se profundizó el problema. El déficit

fiscal para el 2020 se lo estima hoy en \$1.647 miles de millones, pero en marzo se esperaba que iba a ser de \$951,1 mil millones menos. Digamos que en un contexto de renegociación de deuda un déficit creciente no ayuda mucho.

El camino elegido, por ahora, por el gobierno ha sido meter más restricciones, en vez de dejar devaluar la moneda, como pasa en todos los países que son golpeados por el Coronavirus. Insistimos en seguir usando medidas que globalmente está muy probado que no funciona. Estos son las restricciones a la demanda (compra de dólares) a la vez que se fuerza la oferta (liquidación de divisas), medidas que atentan contra los derechos individuales y la propiedad privada (porque obligas a alguien a vender sus dólares baratos).

¿Cómo entender que el gobierno se empecine con medidas que no funcionan y que el propio presidente criticaba abiertamente sólo meses atrás? En el fondo está la renegociación de la deuda. El gobierno quiere un dólar bajo para renegociar, entendiendo que eso lo beneficia, aunque los inversores son agentes sofisticados y se dan cuenta de la medida. Además, si la renegociación es exitosa, se disiparán muchas dudas y el tipo de cambio de equilibrio será menor; no tiene sentido en este caso dejar correr al dólar, porque además podría acelerar más la inflación. También es una señal de credibilidad, si yo gobierno argentino creo en la renegociación exitosa, sé el dólar de equilibrio será menor, y por ende defiende ese dólar. Pero por otro lado, en este contexto difícilmente se pueda dar un passthrough 1 a 1, y sería un buen momento para lograr un tipo de cambio competitivo. Además, si la renegociación es exitosa, converger al nuevo equilibrio con un tipo de cambio alto que se aprecia es mucho mejor, porque la expectativa de apreciación reduce las tasas de interés y ayuda a controlar la inflación.

El gobierno está en un juego peligroso, tiene una olla a presión con el fuego a todo lo que da. Si logra arreglar con los tenedores de bonos, podrá librar esa presión, pero el riesgo sistémico crece a la vez que crecen las restricciones, el desorden económico y el ovillo se enreda más y más.

¹ Fuente de datos: se toma la evolución del precio de las acciones de Grupo Financiero Galicia S.A. (GGAL.BA, negociado localmente) y Grupo Financiero Galicia S.A. (GGAL, operado en el mercado externo NASDAQ de Nueva York) -por ser representativo su volumen de operaciones-, y el tipo de cambio (\$/U\$S) histórico desde Octubre de 2011.

La crisis por COVID-19 en una palabra: resiliencia.

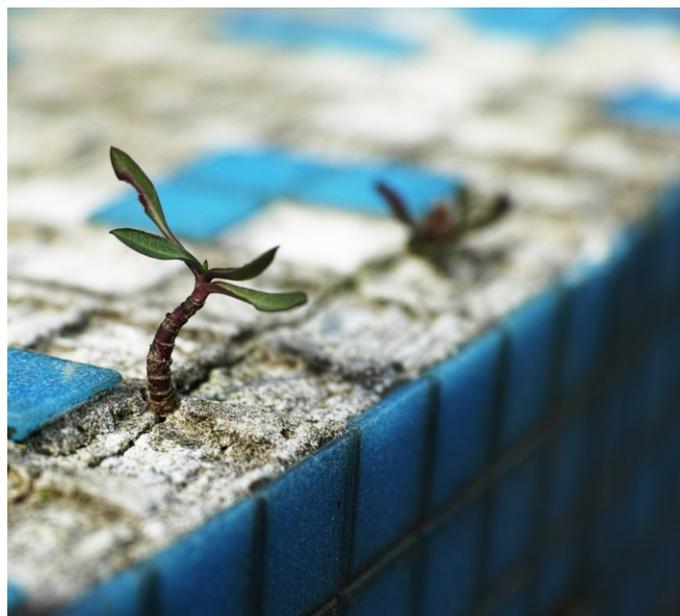
Por Guillermina Simonetta

Si queremos resumir el efecto de la pandemia en una sola palabra, mi elección es: resiliencia. Cuando hablamos de resiliencia nos referimos a la capacidad de un individuo, un sistema o una comunidad de atravesar episodios o eventos traumáticos, violentos o difíciles, sin que ello signifique una transformación permanente (y sobre todo nociva) en su estructura o su manera de ser. Y ello se podría evaluar desde diversos planos, desde lo psicológico hasta lo económico, tanto para individuos, empresas y para la macroeconomía en general.

La economía argentina ha quedado sumamente golpeada por el confinamiento preventivo obligatorio para contener el virus y aún no se

vislumbra cómo saldrá a flote después de una recesión tan profunda. Los datos de mayo muestran que el comercio, que ha sufrido una fuerte caída, no logra recuperarse luego de dos meses y medio, mientras que la industria, que inicialmente se contrajo también en forma abrupta, comenzó a rebotar, aunque actualmente alcanza el 80% del nivel de marzo, con disparidad muy amplia entre sectores y provincias. En este contexto las empresas en estos meses han tenido que adaptarse y sortear los efectos de una crisis preexistente potenciada por la pandemia. Las empresas grandes y medianas que tienen vínculos con el exterior, se han visto además afectadas por las decisiones cambiarias, quedando prácticamente impedidas las importaciones y los giros de capital. Algunas empresas multinacionales que fabrican e importan productos en otros países, pueden aún ingresarlos al país, pero no se están girando pagos, situación que no es perpetuable en el tiempo. Exportadores de servicios, como por ejemplo empresas de software, están sufriendo muchas complicaciones para pagar costos y salarios locales, ya que ingresar dólares de sus ventas en el exterior, con impuestos y la diferencia de cambios no les es redituable.

A partir del 29 de Mayo, el Banco Central, comenzó a aplicar mayores restricciones para el acceso a las divisas vinculadas al comercio exterior, determinando entre otras normas que aquellas empresas que dispongan de divisas en el exterior no tendrán acceso al mercado de cambios para pagar importaciones hasta que hayan agotado aquel colateral. Se introdujo, asimismo, la necesidad de completar nuevos formularios para cursar pagos de importaciones. Las nuevas restricciones al funcionamiento del



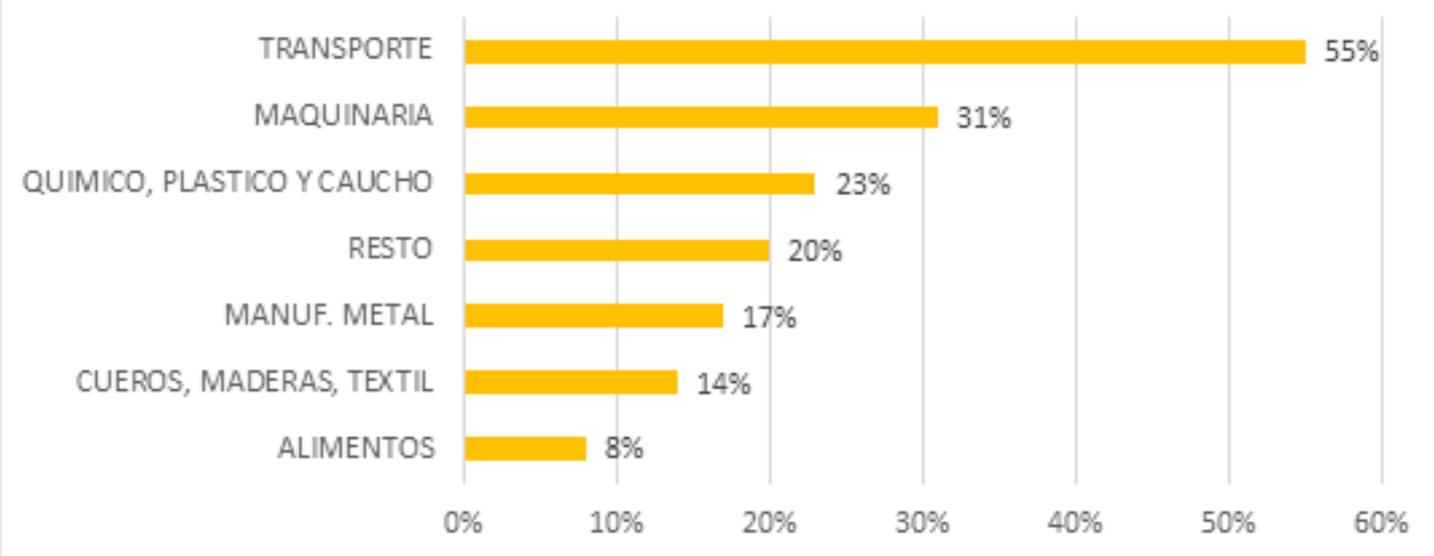
<https://www.transformapartnering.com/resiliencia/>

mercado de cambios han generado más incertidumbre, que habrán de trabar aún más el flujo de capitales al país.

De persistir las medidas de restricción de importaciones, éstas habrán de afectar la dinámica de la producción interna y también de las exportaciones del país, ya que hay sectores donde el componente importado de los productos exportados es muy significativo. Para el caso particular del agro, ya se observan dificultades para el aprovisionamiento de herbicidas y fertilizantes, lo cual podría afectar el rinde de los cultivos. En el caso de empresas de consumo masivo como cuidado personal, hay productos que se producen en plantas de otros países, y se están ingresando sin contrapartidas de pago por el momento.

COMERCIO EXTERIOR. INCIDENCIA DE PRODUCTOS/INSUMOS IMPORTADOS EN EL TOTAL EXPORTADO POR SECTOR.

Fuente: BCRA 2018.



Sobrevivir esa es la cuestión. Dentro de las estrategias de supervivencia para atravesar esta coyuntura crítica en el plano empresarial, podemos mencionar la adaptación de estrategias de venta: por el efecto pandemia cerca del 87% de las empresas de argentina redujeron su inversión en marketing, según un informe de la consultora Dentsu Aegis Network, comparado con un 79% en el global de la región latinoamericana. Sólo el 13% de las empresas locales aumentaron su inversión en marketing, especialmente empresas ligadas a los sectores beneficiados, de consumo masivo, venta online, entretenimiento y supermercados. La inversión publicitaria representa alrededor de usd 25000 millones en América Latina, siendo Brasil el principal motor, con alrededor de usd 14000 millones, y destinándose en Argentina, Chile, Perú y Colombia aproximadamente usd 2000 millones.

Entre el 15 y el 30 de abril de 2020, esta consultora recogió a través de Internet las respuestas de 701 clientes de 36 mercados diferentes para analizar el efecto de la pandemia sobre los planes de negocios de las empresas.

Según el estudio, la pandemia actuó como catalizador de transformaciones, y entre ellas se destaca que:

· Se potenciaron las tendencias en comercio electrónico. En nuestro país el efecto Covid-19 ha permitido un impulso sustancial de esta actividad que venía en pleno crecimiento, ya que 4 de cada 10 órdenes son de consumidores nuevos, según datos de la Cámara Argentina De Comercio Electrónico. En el 2019 la facturación de e-commerce había crecido un 76% anual, frente a 47% y 52% en 2018 y 2017 respectivamente, con 828.000 nuevos compradores, sumando un total de 18.773.246 e-shoppers y totalizando 88 millones de órdenes de compra, un 12% más que en 2018.

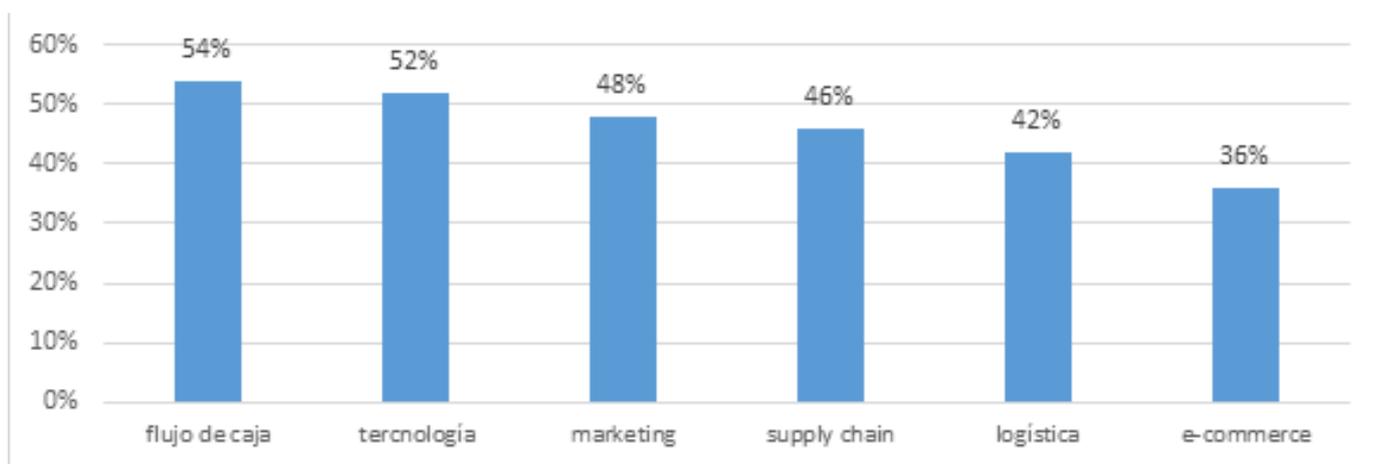
· Hay una mayor presión para llegar a los clientes, conocerlos y retenerlos, y muchas empresas han amplificado sus estrategias para captarlos y satisfacerlos en redes sociales. Las estrategias de marketing actuales apuntan a priorizar la experiencia del cliente, impulsada por los datos y la personalización, más allá que los consumidores no estén hoy comprando en el punto de venta o haciendo clic en el botón comprar. El uso de la tecnología para hacer que este último paso del viaje de compra sea lo más simple posible es clave, así como el seguimiento con el cliente posterior a la compra.

Enfrentando problemas previos a la pandemia

La caída de las ventas tuvo como efecto inmediato, mayores problemas de liquidez, y este es el problema más recurrente para las empresas, con gran disparidad entre sectores, siendo los sectores más afectados en la encuesta de la consultora a nivel global, turismo y esparcimiento y automotriz. El segundo inconveniente derivado del cierre de comercios que señala el informe en el universo de minoristas (cadenas de retail) son los problemas de tecnología, hardware y software que permiten recolectar información de los clientes en las tiendas físicas, para luego procesarla y analizarla, y que se conoce con la terminología de “footfall”. Los datos son clave para la mayoría de las tecnologías que podrían transformar el negocio de un minorista, desde la personalización basada en inteligencia artificial hasta la gestión de inventarios; si los minoristas no controlan sus datos, no podrán transformar realmente sus negocios. La pandemia ha implicado que muchos datos no fueran tan fáciles de recabar y en esta línea se han tornado sumamente importantes las redes sociales y el análisis de big data.

Principales problemas de las empresas frente a la pandemia.

Porcentaje de encuestados que han manifestado problemas como efecto de la crisis covid a nivel global.



Fuente: Dentsu Aegis Network, Encuesta global a clientes sobre la COVID-19, 15-30 de abril de 2020, 701 encuestados.

Resiliencia en tiempos de crisis: Adaptar el mensaje al contexto de la pandemia, experimentar con nuevos canales y aumentar la inversión en el comercio electrónico han sido las claves de muchas empresas.

Los cambios que implicó la pandemia en el consumo también han marcado un punto para que las empresas renueven su contacto con los consumidores, revisando en muchos casos las cadenas de logística y las estrategias comerciales. Empresas como Arcor y Paladini han implementado sistemas de venta directa a consumidores. En nuestra ciudad de Tandil también se ha visto un incremento de la publicidad y las ventas online y por redes sociales y en la plataforma de Compra Tandil, aunque todavía consideramos que hay un amplísimo potencial de crecimiento. Tanto las transacciones de e-commerce como el hecho de establecerse en la salida de la cuarentena horario corrido en comercios puede que sean características que queden instaladas en la ciudad.

Siguiendo con las estrategias de supervivencia, varias empresas durante la fase de aislamiento que contaban con insumos y capital han optado por incrementar stocks aumentando la producción, más allá que sus ventas no han acompañado esa tendencia, como forma de prever ante un potencial cierre en caso que aparecieran casos Covid positivos que implicaran el cierre de plantas.

En empresas grandes, la presión a la cadena para reducir costos es continua, con extensiones de plazos de pagos a proveedores, renegociando contratos de alquiler o solicitando algún tipo de descuentos o beneficios, como es el caso de reducciones de primas con las aseguradoras. Asimismo, se han producido adelantos de vacaciones y recortes en salarios. La realidad es que no todas las empresas tienen el mismo poder de negociación y en esta dinámica quedan muy afectados proveedores pequeños y pymes y los profesionales que trabajan como contratados externos.

En otra situación se encuentran a nivel global empresas de vanguardia y nuevas tecnologías. Este periodo también ha permitido a este tipo de compañías a seguir apostando a la tecnología y a la innovación. En un panorama en el que cualquier empresa puede competir en un producto, las experiencias de valor agregado serán lo que creará la diferenciación. Las experiencias creativas son ahora plataformas para empresas. Ya sea minorista, medios, entretenimiento, finanzas, moda o atención médica, todas las empresas ahora están en el negocio de las experiencias para el consumidor. Más que nunca, la creatividad y la experiencia se han convertido en el mayor diferenciador de la marca y son un imperativo estratégico para la transformación empresarial.

En el plano de las experiencias una de las estrategias que más se está utilizando es la de ventas de igual a igual. Se percibe una fuerte evolución de los modelos de ventas dirigidos por pares donde el cliente se convierte en agente de ventas y anunciante dentro de su propia esfera de influencia. La tendencia está pasando a micro influencers (grupos de familiares y amigos) en vez de influencers masivos, apostando especialmente a la generación millenials, que representa el 70% de quienes están influenciados por las recomendaciones de sus pares en las decisiones de compra, según un informe del 2017 de Stackla (The Consumer Content Report: Influence in the Digital Age).

Están también surgiendo nuevas plataformas de redes sociales en torno al cultivo de comunidades más pequeñas, contenidas y conectadas en torno a intereses específicos.

La realidad es que la actualidad permite un desarrollo sin barreras, y todo vale a la hora de tratar de sobrevivir y crecer en un contexto de incertidumbre y cambios.

Reflexiones más allá del caso Vicentín

Por Ignacio López y Daniel Hoyos Maldonado

El 09/06/2020 se publicó en el Boletín Oficial el Decreto de Necesidad y Urgencia N° 522/2020 del Poder Ejecutivo Nacional que dispone la intervención transitoria de la sociedad Vicentín S.A.I.C. A ello se suma que el presidente ha informado que enviará al Congreso un proyecto de ley para avanzar en la expropiación de la empresa.

Si bien este último proyecto está referido a Vicentín como empresa, debemos recordar que bajo este nombre se agrupa un importante conglomerado de firmas del sector agroindustrial. Sus orígenes se remontan a 1929, donde tres hermanos de apellido Vicentín constituyeron una clásica pyme familiar que fue creciendo hasta convertirse en una empresa global.



Si bien la actividad principal de esta firma es la molienda de oleaginosas y la producción de harinas y aceites con destino a la exportación, el grupo, también, produce biocombustibles (biodiesel, biogás y etanol), mosto de uva, lecitina de aceites vegetales, fracciona aceites vegetales, desmota algodón y procesa hilados, faena y elabora chacinados, entre otras actividades.

En este punto debemos considerar las razones que podrían haber disparado la decisión del gobierno de estatizar. En febrero pasado, Vicentín S.A.I.C. solicitó la apertura del concurso preventivo de acreedores, involucrando un pasivo de \$ 99.345,2 millones (aproximadamente U\$S 1.563 millones de ese momento). La mayor parte de este monto es deuda con entidades financieras de Argentina y del exterior. El segundo grupo en importancia involucra a 2.481 acreedores comerciales (76.4% de ellos habían vendido granos a la firma). Una participación menor corresponde a deudas con organismos fiscales y a acreencias de accionistas y empresas vinculadas.

Uno de los argumentos más esgrimidos en el contexto ha sido la magnitud de los compromisos de la empresa con el Banco Nación (\$ 18.259 millones o U\$S 287 millones¹). Si se lo considera en forma aislada, tal monto luce importante. También si se lo compara, por ejemplo, con el reciente vencimiento de la deuda pública – U\$S 503 millones – cuyo impago agregó una nueva marca en la larga historia de default de nuestro país.

Sin embargo, ninguna de estas comparaciones sería razonable, pues, debería confrontarse con variables que permitan evaluar la capacidad de Vicentín para solventarla en el futuro, más allá de las dificultades financieras del presente.

Los ingresos netos de Vicentín, según los balances de los últimos años, rondaron los U\$S 3.000 millones. Esto implicaría que la deuda total con el Banco Nación, representaría aproximadamente un 10% de los ingresos netos anuales. Nótese que al referirnos a los ingresos incorporamos el término “netos”. Esto es, deduciendo los pagos realizados en concepto de derechos o retenciones de exportación. Según el último balance publicado, el monto pagado por retenciones por Vicentín en ese año alcanzó a \$ 12.242 millones, equivalente al 67 % de la acreencia del Banco Nación. En otras palabras, esta firma, en condiciones relativamente normales, no tendría inconvenientes para generar los recursos para afrontar obligaciones de esta magnitud.

Tales ingresos se originan en su gran desarrollo industrial y su capacidad exportadora. En efecto, Vicentín tiene la mayor capacidad instalada de molienda en el país (21.000 tn/día), sólo superada por la planta de Renova S.A. en Timbúes (Santa Fe) que alcanza las 33.000 tn/día. Cabe aclarar que Renova, a su vez, es un emprendimiento conjunto de Vicentín y la multinacional suiza Glencore, propietaria de Oleaginosa Moreno, otro de los grandes jugadores del sector. Esto ha permitido que Vicentín se ubique como el principal exportador argentino de subproductos de oleaginosas (7,4 millones de toneladas).

Ahora bien, es lógico que en el Banco Nación se muestren preocupados. Pero la verdad es que no se trata solamente de la gestión de la financiación a Vicentín.

De acuerdo con los últimos informes del BCRA (a diciembre de 2019), el porcentaje de la cartera de deudores en situación 4 (riesgo alto) y 5 (irrecuperable) para el conjunto de los bancos es 4,29%. En tanto, el grupo de bancos públicos asciende a 6,22% y, particularmente, el Banco Nación ostenta el 8,15%.

Si se circunscribe el tema a grandes operaciones financieras, el panorama incluiría 233 casos con una financiación superior a los \$1.000 millones otorgada por los bancos (183 privados y 50 públicos). En el caso de los bancos públicos, 9 operaciones ya se encontraban en situación 4 o 5, a fines del pasado año. Y, particularmente, 4 de éstas corresponden al Banco Nación. Adicionalmente, la participación de los préstamos al sector público en el total de financiaciones se multiplicó en el último año, pasando del 8,54% en 2018 al 17,46% 2019. En otros términos, la calidad de los activos del banco no pasa por su mejor momento.

A la par del tema de la deuda con el Banco Nación, se han utilizado otros argumentos como la soberanía alimentaria, la eventual extranjerización del sector, la mayor concentración del sector, entre otros. Si bien resulta interesante analizar tales argumentaciones, previamente, es necesario indagar sobre el costado legal del tema, pues, tiene ribetes constitucionales no menores.

Aspectos legales.

Advertimos inicialmente que se plantean dos cuestiones diferentes, aunque vinculadas.

Por un lado, el DNU N° 522/2020 que dispone la intervención de la Sociedad. Ello implica que el Poder Ejecutivo, a través de los administradores designados, pretende tomar a su cargo la gestión de la compañía, con todo lo que ello implica: disponer fondos y bienes ajenos (es decir, de la sociedad), realizar pagos, contrataciones, ventas, etc.

De otro costado, se encuentra lo atinente a la ley que dispone la expropiación de las acciones, con la correspondiente pérdida de propiedad de los accionistas y su transferencia a favor del Estado. Al momento de escribir estas líneas, esta última normativa aún no fue presentada oficialmente.

En términos generales, los fundamentos legales y la normativa dictada para avanzar con la decisión política de expropiar son muy endebles y demuestran una gran improvisación. Un ejemplo grafica lo expuesto: el art. 3 del proyecto de ley de expropiación que circula extraoficialmente y se encuentra publicado por diversos medios de prensa establece: “La suma que eventualmente deba abonarse en cumplimiento del proceso expropiatorio será pagada —hasta el monto correspondiente—, con la deuda que la agroexportadora registre ante el Banco Nación y la AFIP” (sic). El error es muy grosero: las acciones que se expropián pertenecen a los accionistas, a quienes hay que pagarles su valor. Los accionistas no son los deudores del Banco Nación y la AFIP, sino Vicentín. En consecuencia, la compensación que se pretende alegar es claramente inadmisibles.

Más allá de estas consideraciones, analicemos en forma somera el DNU N° 522/2020 que es la norma concreta ya dictada.

Desde la perspectiva del Derecho Constitucional debemos considerar si la intervención es una “disposición de carácter legislativo” (único contenido admitido para los DNU), si existe un estado de necesidad y urgencia que amerite el dictado de un decreto de esas características y también si se respeta en el caso concreto el derecho de propiedad.

La norma que dispone la intervención es un Decreto de Necesidad y Urgencia. Recordemos que el art. 99 inc. 3 de la Constitución Nacional establece que el Poder Ejecutivo Nacional puede dictar esta clase de normas “solamente cuando circunstancias excepcionales hicieran imposible seguir los trámites ordinarios previstos por esta Constitución para la sanción de las leyes”.

En tal sentido, cabe apuntar que no existe una situación real de extrema urgencia que justifique el dictado de un DNU en lugar de esperar los tiempos normales del tratamiento legislativo.

Por su parte, la intervención de una sociedad comercial es competencia exclusiva del Poder Judicial, por lo que no es una decisión de carácter legislativo que pueda ser incluida en un decreto de necesidad y urgencia.

El contenido del decreto importa la intromisión por parte del Poder Ejecutivo en las atribuciones conferidas al Poder Judicial, y del tal modo se vislumbra como una violación a la división de poderes. Recordemos que el art. 109 de la Constitución Nacional dispone que en ningún caso el presidente de la Nación puede ejercer funciones judiciales.

De tal modo, la participación del Poder Judicial garantiza el derecho a la propiedad privada, la defensa en juicio y evita que el accionar del Poder Ejecutivo se convierta en un avasallamiento de derechos individuales.

Por su parte, recordemos que el respeto irrestricto a la propiedad privada es un derecho fundamental consagrado en nuestra Constitución Nacional.

El art. 17 de nuestra ley fundamental garantiza la inviolabilidad de la propiedad privada, la que solo puede ser afectada por sentencia de un juez competente.

De su lado, el art. 14 dispone que cada habitante tiene el derecho de “de usar y disponer de su propiedad”. Es decir, el derecho no solo abarca a la titularidad del bien sino también su uso y goce, tal como lo ha reconocido la Corte Suprema de Justicia en reiterados fallos.

Aquí entonces cabría formularse la siguiente pregunta: ¿Es constitucionalmente válido que el Poder Ejecutivo intervenga por sí —sin decisión judicial— una empresa privada? Tal facultad no está regulada expresamente en nuestro derecho. Como adelantamos, en nuestra opinión la respuesta negativa se impone por afectar la división de poderes y el derecho de propiedad.

La calidad de accionista confiere una serie de derechos. Uno de los principales es la facultad de elegir, en el marco de la asamblea ordinaria, a los integrantes del directorio, quienes gestionarán el patrimonio social.

En consecuencia, no puede el Poder Ejecutivo Nacional cercenar ese derecho ínsito en la tenencia accionaria del socio y arrogarse tal facultad designando interventores, pues ello implicaría avasallar en forma arbitraria lo dispuesto por los accionistas, que son los verdaderos dueños de la compañía. Hay una afectación clara del derecho de propiedad.

La intervención de una sociedad comercial está regulada en la Ley General de Sociedades N° 19.550 (LGS) para evitar que graves desmanejos de los administradores causen un daño irreparable a la compañía. Es una medida cautelar dispuesta por un juez con competencia en materia comercial.

Excepcionalmente, el Poder Ejecutivo Provincial se encuentra legitimado para solicitarle al juez —no lo puede hacer por sí mismo— que disponga la intervención (conf. art. 303 inc. 2 LGS) ante hechos graves que se encuentren previstos normativamente.

El legitimado para pedir la intervención sería la Inspección General de Personas Jurídicas (IGPJ) dependiente del Poder Ejecutivo de la Provincia de Santa Fe. Recordemos que el control de las sociedades comerciales fue una materia reservadas por las provincias para sí, no delegada a la Nación (art. 104 de la Constitución Nacional).

En tal sentido se dirigen las últimas noticias sobre el caso. El pasado 19 de junio el DNU N° 522/2020 sufrió un revés judicial. El juez a cargo del concurso preventivo de Vicentín dispuso la reinstalación en sus cargos de todos los integrantes del directorio de la compañía y redujo las atribuciones de los funcionarios designados por el PEN, situándolos como meros interventores controladores.

Con posterioridad a esta decisión, la Inspección General de Personas Jurídicas (IGPJ) solicitó la intervención de la compañía y la designación de un órgano interventor compuesto por los dos enviados del PEN, citados en el DNU N° 522/2020, y un representante de la provincia de Santa Fe.

De tal modo, se subsanaron algunas de las críticas que aquí le formulamos al DNU N° 522/2020, sin perjuicio de otras que se mantienen vigentes e impiden validar el planteo interventor. La petición de la Inspección General de Personas Jurídicas se encuentra en trámite y aún no fue resuelta por el juez del concurso.

El DNU también dispone la ocupación temporánea anormal de Vicentín, de conformidad a los artículos 57, 59 y 60 de la Ley de Expropiaciones N° 21.499. Pareciera que es una medida complementaria de la intervención que a su vez intenta aportar un fundamento más a la decisión. Sin embargo, es dudosa la aplicación de esta medida respecto de una empresa.

Además la ocupación temporánea anormal es una figura que no requiere la intervención del Poder Judicial y no da derecho a indemnización, por lo que su utilización solo se puede aplicar en casos de extremísima gravedad, como un conflicto bélico o una catástrofe natural, circunstancias que claramente no acontecen en este supuesto.

Finalmente, otro de los argumentos que se esgrimieron para avanzar con la intervención y expropiación fue recomponer la cadena de pagos que se cortó con la presentación en concurso preventivo de la empresa. El objetivo sería pagarle a los cientos de productores que vendieron su cosecha a la concursada.

No obstante, más allá del loable objetivo, tal pago está vedado por ley. Recordemos que la concursada tiene prohibido pagar a sus acreedores de causa o título anterior a la presentación en concurso preventivo (art. 15 LCQ). Es decir, los productores recién cobrarán luego de que el juez homologue un acuerdo de pago que incluya cuanto menos toda la deuda quirográfica y el pago se deberá ajustar a lo que allí se pacte.

Por todo lo expuesto, tal como adelantamos, el procedimiento utilizado es avasallante y los argumentos legales vertidos son falaces o de extrema debilidad. De tal modo, la intervención de Vicentín por parte del Poder Ejecutivo Nacional no tiene respaldo legal, lo que podría implicar una nueva condena indemnizatoria contra nuestro país.

Aspectos económicos

Tal como anticipamos se han presentado una serie de argumentos a favor de la estatización de la compañía, tales como la soberanía alimentaria, la extranjerización del sector o la concentración del mercado. También se ha planteado la necesidad de tener una empresa estatal testigo en tal mercado.

Algunas otras, como las volcadas en los informes elaborados por el director del Banco Nación Claudio Lozano, son de naturaleza política, a los cuales se pueden acceder a través de la página de su agrupación partidaria www.unidadpopular.org.ar y que han sido referidos ampliamente.



A propósito, una digresión sobre los informes de Lozano. En los mismos, el autor hace gala de su desconocimiento contable (confunde los conceptos de solvencia y liquidez, considera un “inconveniente” [textual] la aplicación del ajuste por inflación a los estados contables, realiza una interpretación aventurada del resultado financiero y por tenencia, directamente no entiende el tratamiento del impuesto a las ganancias, entre otros aspectos) y, a pesar de ello, se lanza a analizar los estados contables y a sacar conclusiones. La pregunta que surge es: las decisiones que se toman en la principal entidad financiera pública, ¿se adoptan sobre la base de análisis análogos?

Volviendo a los argumentos económicos, algunas de las ideas expuestas son muy endeble. Por ejemplo, la soberanía alimentaria. Ya en el pasado existieron planteamientos similares respecto a la materia energética. Claro está que, en aquel caso, Argentina – fruto de políticas erráticas – se había convertido en un importador neto y la soberanía estaba referida al autoabastecimiento de energía. Es evidente que este argumento no funciona en esta nueva cuestión ya que nuestro país es exportador y, particularmente, en este tipo de bienes uno de los líderes mundiales. Al margen, es necesario notar que Vicentín produce mayormente insumos para la generación de proteínas.

Respecto al crecimiento de la participación de empresas extranjeras en el sector, no merece muchos comentarios. Estamos refiriéndonos a un mercado globalizado y, por tanto, competitivo, tanto por el lado de la oferta como del de la demanda. La fijación de los precios se realiza, de modo transparente, estando los locales vinculados a los internacionales, solo alterados por el componente impositivo. En

otras palabras, las posibilidades del ejercicio de una posición dominante son mínimas, independientemente de la propiedad del capital de las empresas. Comentarios similares pueden realizarse sobre la concentración de mercado.

Por último, la cuestión de la empresa testigo. Nadie, seriamente, puede sostener que los productores, especialistas en su negocio, no advertirán quiénes son los que pagan el mejor precio, en especial, en un mercado con cotización pública y con destinos alternativos para la producción primaria. Tal vez una afirmación de esta naturaleza puede estar en la mente de personas que no entienden cómo funcionan los incentivos de mercado. Simplemente, no se puede sostener racionalmente que una persona (peor aún, un conjunto de ellas) planea pasar deliberadamente a una situación menos satisfactoria.

En fin, existiendo un proceso concursal en marcha. O, eventualmente, pudiendo transferir el paquete accionario a otros operadores que conocen el negocio. ¿Por qué el gobierno pretende realizar una acción hostil (*hostile takeover* en la jerga) como una expropiación, o la versión más edulcorada del gobernador Perotti (la sociedad mixta, con participación estatal mayoritaria)?

Como no estamos en la mente de los integrantes del gobierno, solo podemos especular.

Con la información existente podemos imaginar la resultante inmediata de cualquiera de las dos alternativas es la salida de la empresa de los actuales propietarios.

En tanto, la intención mediata podría ser, en nuestra opinión, diseñar un mecanismo que permita al gobierno obtener dólares que, hoy, le resultan tan esquivos.

En la historia argentina encontramos varios antecedentes de intervención estatal en el mercado de granos. El primer antecedente data de 1933. En aquella oportunidad se creó la Junta Reguladora de Granos. Posteriormente, fue cambiando de nombres y funciones hasta 1991, con la aprobación del Decreto N° 2284 de desregulación económica.

La creación de la Junta ocurrió en un contexto de caída de los precios internacionales de los commodities agrícolas y mediando un desdoblamiento del mercado de cambios argentinos, perjudicando claramente a los productores agrícolas. Tal desdoblamiento cambiario permitía que el estado se hiciera con un margen financiero, el cual permitió costear una política de precios básicos o sostén de las compras de trigo, lino y maíz que realizaba la Junta.

Durante estas casi 6 décadas de vida, tal vez el período en que se exacerbó la actividad regulatoria fue entre 1946 y 1954 con la creación del Instituto Argentino de Promoción del Intercambio (IAPI). Este ente operó bajo la órbita del Banco Central, también, nacionalizado en 1946. El IAPI además de asumir las funciones de la Junta ya comentadas, se convirtió en un mecanismo para transferir fondos al gobierno, captados en los bancos públicos, fundamentalmente Nación y Crédito Industrial. En este último caso, el financiamiento provenía de líneas de redescuentos otorgadas por el Banco Central (emisión monetaria).

Tal vez, una forma de mostrar el resultado de estas medidas es observar el comportamiento del área sembrada antes de las decisiones (1932) y luego de las mismas (Junta, primera etapa, y durante la vigencia del IAPI).

Superficie Sembrada	1932	1933-1945	1946-1954
	(miles has)		
Trigo	6.999	7.357	5.905
Maíz	5.855	5.799	3.036
Lino	3.497	2.782	1.245

¿Por qué revisar estas etapas históricas ante el caso Vicentín? Pues, las posiciones asumidas, en 2019, por el actual Canciller Felipe Solá y, actualmente, por la senadora García Larraburu, de la misma extracción política, a favor de restituir mecanismos como los comentados permiten abonar hipótesis en este sentido. Solá es un claro referente en la materia, ya que fue Ministro de Agricultura provincial y Secretario de Agricultura por 8 años por lo que su palabra no puede menospreciarse. En tanto, la senadora presentó ya 4 veces, el proyecto para recrear la Junta Nacional de Granos con el fin de “controlar el comercio de cereales, oleaginosas y subproductos, garantizar la provisión interna de los mismos, evitar los monocultivos y concientizar a los productores para que proyecten sus siembras en función de los saldos de exportación o importación de cada grano, garantizando la estabilidad interna de sus precios”

Concluyendo, el difícil momento que enfrenta el gobierno en materia de financiamiento puede alentar proyectos de corte intervencionista que, a mediano plazo, puede comprometer aún más el devenir económico argentino. Más allá de la relevancia económica de los eventos, el elemento institucional es aún más crítico. Llevar adelante medidas que tiran por la borda mecanismos legales que afectan aspectos tales como la división de poderes, son preocupantes. No se trata de formas, sino del verdadero espíritu constitucional, se trata de la libertad, los derechos y las garantías individuales.



ⁱ En todos los cálculos se ha utilizado el tipo de cambio oficial promedio correspondiente al mes de febrero de 2020, 63,58 \$/U\$S, salvo que se indique otra fecha.

Usted pregunta, IECON responde

Lo invitamos a enviarnos su consulta antes del 10 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas.

instituto_economia@econ.unicen.edu.ar



Javier: ¿Cómo se explica la fuerte recuperación de acciones a nivel mundial en medio del contexto de crisis?

IECON: Con el último movimiento alcista de las acciones, los principales índices de acciones han recuperado, al menos, el 75% de sus caídas en el caso del promedio de acciones tecnológicas Nasdaq, vimos incluso un nuevo máximo históricos, o sea borrando toda la baja provocada por la crisis COVID-19. Una premisa básica en mercados es que los inversores no compran presente sino futuro: los precios se mueven por las expectativas sobre la evolución futura de las compañías o de los activos financieros en general.

Desde la creación del Russell 2000, en 1979, cuando los cuatro índices recuperan al menos el 75% de sus caídas, de un máximo de 52 semanas a un mínimo de 52 semanas, esto ha indicado fuertes y consistentes recuperaciones. El análisis de psicología de mercados, nos ha mostrado que todos los mejores momentos de compra de activos de riesgo se han dado en medio de las crisis y no a las salidas de las mismas, y este en particular, no fue una excepción, solamente la verticalidad de la baja y el efecto de una pandemia con escala global generó mayores temores en menor tiempo. Quienes apostaron en ese momento a comprar activos de riesgo hoy ven rendimientos muy interesantes.

Los activos y los mercados reflejan una amplia gama de percepciones de las personas sobre los fundamentos y sobre sus expectativas. Y todas esas percepciones están en los precios. Si un activo muestra una fuerte suba en su precio, implica que la percepción a futuro positiva es mayor que la percepción negativa, por lo que los que lo demandan están dispuestos a pagar un mayor precio. Esto significa que en cada momento el mercado está valorando una amplia gama de posibles resultados futuros. Cuando ese es el caso, tiende a haber poca asimetría en precios. La asimetría nace cuando hay consenso y asigna un precio a un activo / mercado reflejando solo un rango muy estrecho de resultados. No se trata de predecir el futuro. Se trata de ser consciente de los resultados probables y compararlos con lo que el mercado está sobrevalorando o infravalorando.

Mark Twain dijo: “Siempre que te encuentres del lado de la mayoría, es momento de parar y reflexionar”.

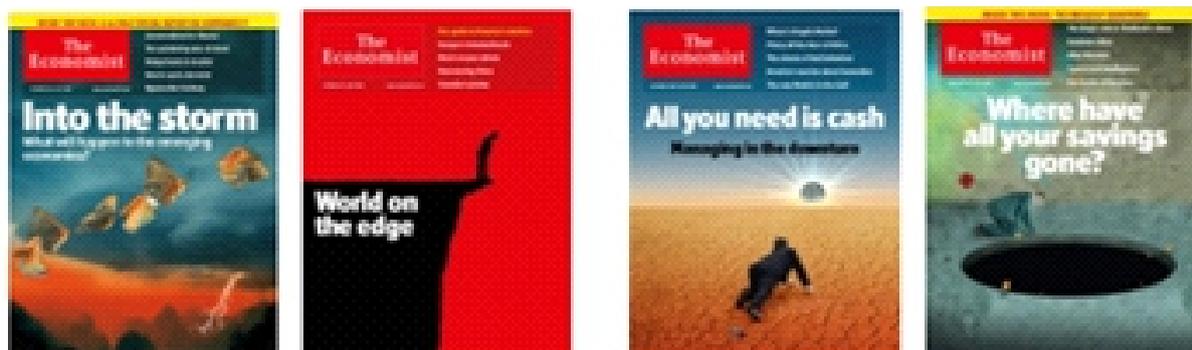
En el análisis de mercados financieros es clave detectar las tendencias y sus posibles momentos de cambio, y cuando se trata de tendencias de mediano plazo, el estudio debe incluir una parte de

psicología, que muchas veces nos hace “operar en sentido contrario”. Y en esos momentos es donde muchos inversores pueden realizar ganancias de importancia. Las tapas de la revista The economist a mi entender son un ejemplo muy gráfico de consensos, y tal como ocurrió en la crisis del 2008, se percibieron los mismo signos de pánico entre inversores y la forma de recuperación en V de los mercados financieros fue similar. reflexionar”.

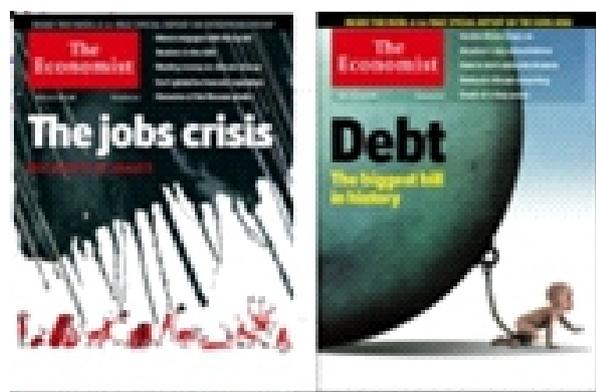
En el análisis de mercados financieros es clave detectar las tendencias y sus posibles momentos de cambio, y cuando se trata de tendencias de mediano plazo, el estudio debe incluir una parte de psicología, que muchas veces nos hace “operar en sentido contrario”. Y en esos momentos es donde muchos inversores pueden realizar ganancias de importancia. Las tapas de la revista The economist a mi entender son un ejemplo muy gráfico de consensos, y tal como ocurrió en la crisis del 2008, se percibieron los mismo signos de pánico entre inversores y la forma de recuperación en V de los mercados financieros fue similar.

Tapas de la revista the economist. Crisis del 2008 versus crisis covid-19

Sept-Nov 2008



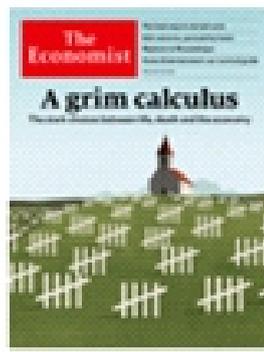
Mar-Jun 2009



Comienzos 2020



Mar-Abr 2020



Ahora bien después de ese fuerte tramo de subas de precios, que en el caso el índice s&p500 fue cercana al 85% de las bajas de febrero-marzo, y donde el promedio de mercado muestra un 60% de alcistas a mediados de junio (tras porcentajes cercanos al 70% a comienzos de junio) claro que se ha llegado a un punto donde los mercados financieros se desacoplaron de la economía real y es ahí donde empieza la verdadera puja y donde los inversores deberán afinar su “timing” para nuevas apuestas de riesgo

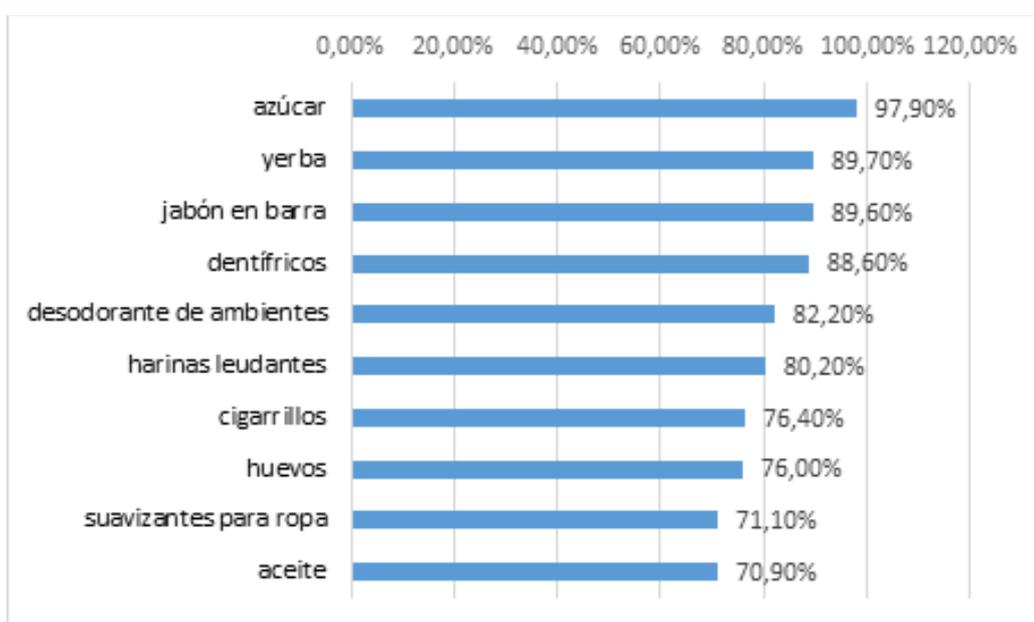
La Coyuntura en gráficos

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS FUTUROS DE SOJA - EN DÓLARES POR TONELADA DE SOJA.

Fuente: www.investing.com



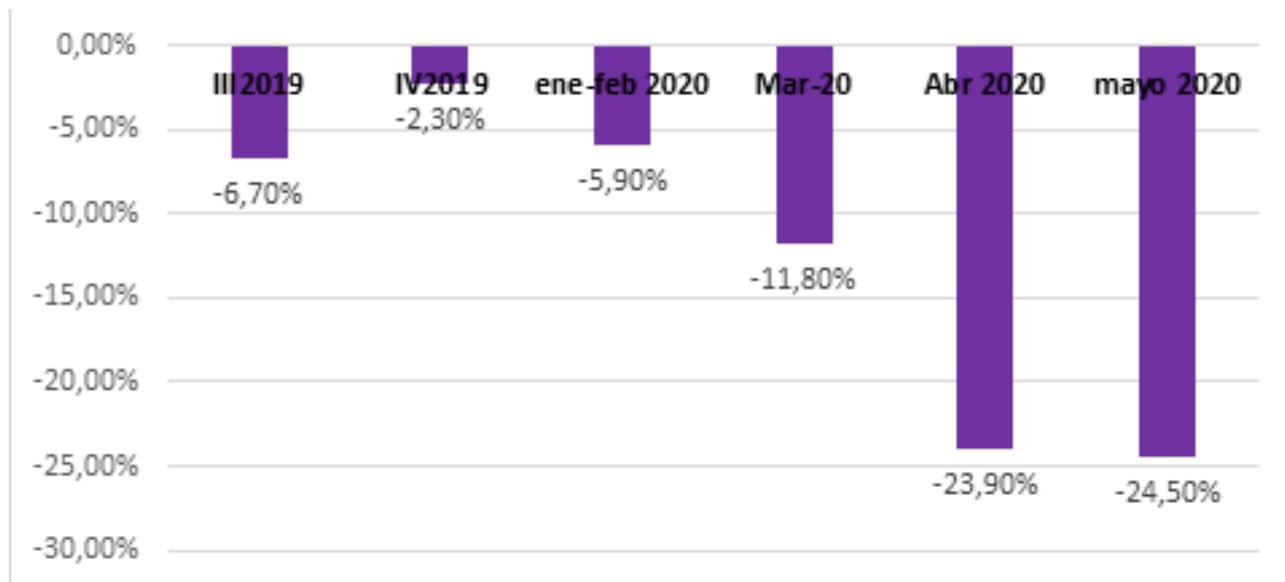
LOS PRODUCTOS QUE MÁS SUBIERON: VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS, MAYO 2020 VS MAYO 2019



RECAUDACIÓN IMPOSITIVA ASOCIADA AL MERCADO INTERNO

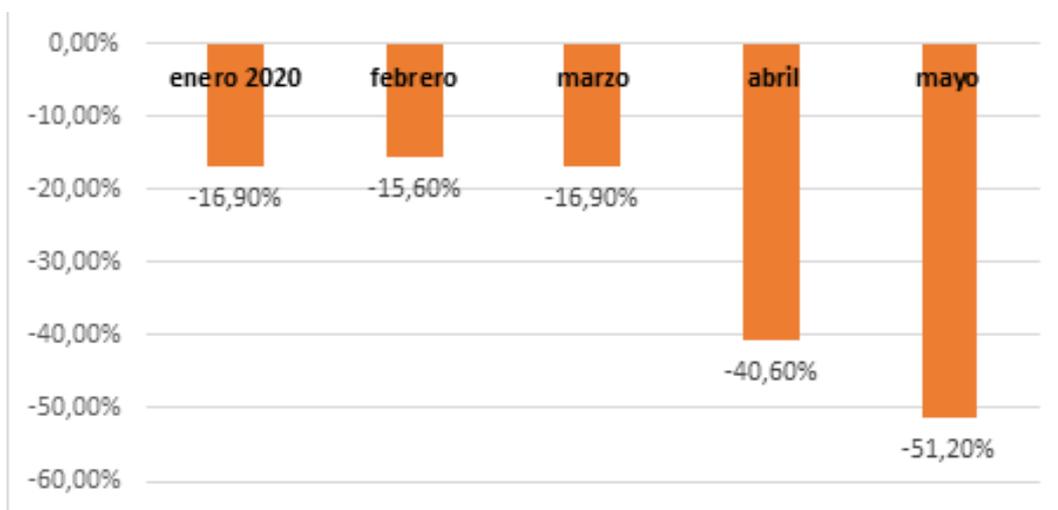
Variación interanual en términos reales

Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes personales.
Fuente: Secretaría De Ingresos Públicos E Indec.



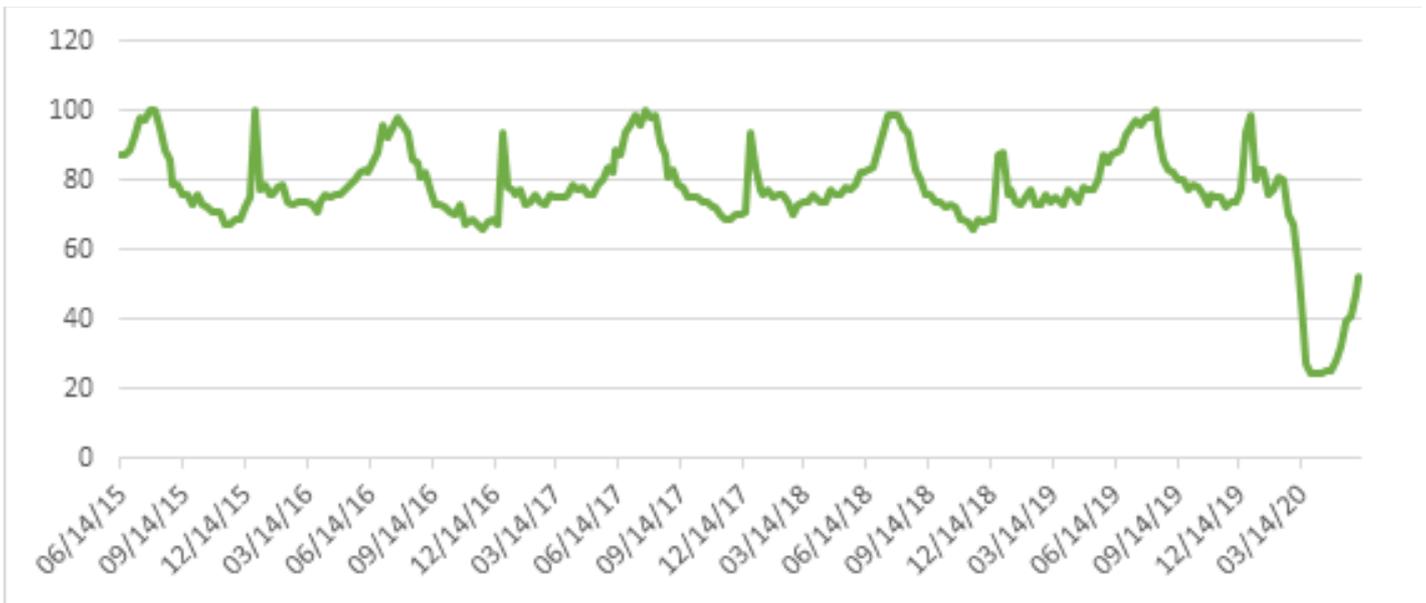
IMPORTACIONES DE BRASIL CON ORIGEN ARGENTINO

variación interanual.
Fuente: Comex Stat Brasil



EVOLUCIÓN DEL INTERÉS POR BÚSQUEDAS DE HOTELES Y VUELOS EN GOOGLE A NIVEL MUNDIAL

Fuente: 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.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR CONTADO CON LIQUIDACIÓN – CCL



CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL 02-07-2020

VARIABLES FINANCIERAS	07/02/2020	VARIACION YTD - 2019
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	73,75	17,06%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	5,3596	32,47%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	2540	43,50%
INDICE S&P Merval (ARGENTINA)	39500	-5,23%
DOW JONES (USA)	25734	-10,16%
BOVESPA (BRASIL)	96234	-17,42%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	327,94	-6,59%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	134,84	-11,67%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	180,05	-12,30%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	40,65	-33,43%
ORO - USD POR ONZA	1790	17,52%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	29,75%	-24,55%
PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	30%	-20,27%