

# ieNEWS | 25

obelleiro.



**AGO 2015**

Marilyn Monroe por Andy Warhol, 1964, serigrafía sobre lienzo. La obra se halla actualmente en la Galería Tate de Londres.



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

**FCE** UNICÉN  
**ECONOMICAS**

# Editorial

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

## INVESTIGADORES

SEBASTIÁN AUGUSTE  
(DIRECTOR)

ANA LEGATO

CECILIA FUXMAN

DANIEL HOYOS MALDONADO

GUILLERMINA SIMONETTA

MARÍA DEL CARMEN ROMERO

MARIO RAVIOLI

MARIO SEFFINO

PATRICIA LAURA RÁBAGO

SANDRO JOSÉ GUIDI

SANTIAGO BARRAZA

SEBASTIÁN RAMÓN

SERGIO GUTIÉRREZ

VERÓNICA BAZTERRICA

## INVESTIGADORES JUNIOR

BELÉN ARDITI

LORENA LUQUEZ

## COLABORADOR

SANTIAGO LINARES

## SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Estimados lectores,

La devaluación sorpresiva de China fue el principal driver para los mercados externos a principios de agosto. Esta llegó después de varios datos económicos que decepcionaron, en especial una fuerte caída -mayor a la esperada- en las exportaciones. Esta devaluación generó un fuerte cimbronazo en los mercados y acentuó la dirección alcista del dólar contra muchas monedas, en especial del real en nuestra región.

Bajo estos eventos dilatamos unos días la entrega del Newsletter del mes y les acercamos en la primer nota una explicación de ésta coyuntura de devaluaciones de monedas, con el impacto de las medidas cambiarias tomadas en China. Sebastián Auguste nos detalla el impacto de esta medida en Argentina, ya que junto a las presiones alcistas del dólar en Brasil dejan a nuestro país con un problema adicional a los que se arrastran desde la macro, al tratarse de sus dos principales socios comerciales.

En la segunda nota, Guillermina Simonetta repasa opciones de inversión en títulos provinciales en etapa electoral. En el espacio destinado a la economía local, Grupo GC, nos brinda un análisis acerca de cómo gestionar la transmisión de mando en una empresa familiar.

Esperando que estas notas junto con las preguntas de lectores de la sección final sean de su interés, les saluda cordialmente



**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](mailto: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 Director del MBA 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.*

## Sumario

**Página 4:** Todos devalúan, ¿y yo también?  
Por Sebastián Auguste

**Página 7:** Los títulos provinciales en época de comicios  
Por Guillermina Simonetta

**Página 10:** El invitado del mes: grupo GC

**Página 13:** Ud pregunta, IECON responde.

**Página 15:** La coyuntura en gráficos

# Todos devalúan, ¿y yo también?

Por Sebastián Auguste -

Con la devaluación reciente de China se abrió la posibilidad de una “guerra de monedas” y los radares del mundo se encendieron. Esta guerra se refiere a una competencia entre países por devaluar su moneda para ganar competitividad, exportar más e importar menos. Pero si todos devalúan, la mentada ganancia de competitividad no se da, y sólo se genera inflación. La última gran guerra de monedas fue en los 30s, y no fue positiva para la economía mundial. Esto genera dos preguntas. Para el más curioso, ¿por qué ocurre esto? Para el más pragmático ¿cómo afecta a la Argentina?



## ¿Por qué ocurre?

Las razones de las devaluaciones son diversas. En el caso del Euro, responde a la crisis financiera y el problema de Grecia. En el caso de Brasil responde a problemas estructurales de crecimiento, y busca en el sector externo el impulso que la economía doméstica no está teniendo. Y en el caso de China, el problema es que sus exportaciones han caído, y tiene temores varios: temor a no poder cambiar de un modelo de crecimiento basado en exportaciones a un modelo basado en su economía doméstica, y principalmente temor a crecer a tasas normales luego de años de crecer al 10%. China entiende que necesita expandir su producto por encima del 7% para poder incorporar a casi el 50% de su población rural en condiciones de muy bajos ingresos; teme que un estancamiento del crecimiento le genere problemas sociales hacia adentro.

Por otro lado, el dólar de EE.UU. se ha vuelto más fuerte, lo que a su vez le pone límites a las acciones de la Reserva Federal. EE.UU. mantiene sus tasas de interés super bajas aún, para estimular su economía. Ya salió de la crisis financiera y lo esperable es que dichas tasas comiencen a recuperar su nivel. Ahora, subir la tasa de interés en general implica una apreciación del dólar. Esto porque se hace más atractivo estar en dólares cuando las tasas son mayores, y aumenta su demanda. Las devaluaciones competitivas ya están encareciendo al dólar y subir las tasas de interés lo podría encarecer demasiado. Seguramente la Reserva Federal mirará con cuatro ojos lo que pase con las monedas antes de subir las tasas.

## ¿Cómo afecta a la Argentina?

El país ya antes de estas devaluaciones competitivas del tipo de cambio enfrentaba un atraso cambiario significativo, porque se había utilizado el tipo de cambio como un ancla nominal para intentar frenar la inflación (cuando en realidad lo que había que hacer era frenar el grifo de la

impresión de billetes que financia el déficit fiscal). A este esquema se le había sumado la presión devaluatoria que genera la caída de los precios de los commodities. Y ahora una nueva presión: ¡nuestros dos principales socios, Brasil y China, devalúan!

En el caso de Brasil, cuando Lula dejó la presidencia (diciembre de 2010) un dólar se compraba por 1,66 Reales. Hoy un dólar cuesta 3,5 Reales. Esto es una devaluación del 111% (básicamente se duplicó el precio del dólar en Brasil). Algún lector adormecido dirá, pero la Argentina también devaluó mucho. Es cierto, en diciembre de 2010 necesitábamos 3,97 pesos para comprar un dólar oficial, y hoy 9,26 pesos, ¡una devaluación de 133%! Pero el tema de nuevo es la inflación. Entre diciembre de 2010 y hoy, según Inflación Verdadera (del MIT), los precios en la Argentina se incrementaron en promedio un 193%. Si el precio en pesos crece más que la devaluación, la Argentina se vuelve menos competitiva (más cara en dólares). Para que quede más que claro, pensemos un producto imaginario, el Salame de Granito, que a diciembre de 2010 se lograba producir en el país para la exportación a 397 pesos. Por inflación en costos, asumiendo que siguió a la inflación promedio, hoy se produciría en el país a un costo de 1.163 pesos (por la inflación de 193%). No dijimos mucho hasta ahora. Pasemos estos precios a dólares al tipo de cambio oficial de cada período, que es el precio al cuál se podría exportar. Al dólar de 3,97 en 2010 el Salame de Granito salía USD 100, ahora con el dólar de hoy a 9,26 pesos el precio del Salame es de ... USD 126, ¡un 26% más caro en dólares! Esto es el retraso cambiario, la inflación le va ganando al tipo de cambio y genera pérdida de competitividad, afectando a los exportadores y las economías regionales, pero también a quienes producen localmente pero compiten con importaciones (los sectores que sustituyen importaciones). El sector que sustituye importaciones por ahora ha podido capear esta pérdida de competitividad porque el gobierno ha frenado las importaciones con las licencias no automáticas, pero esta forma de frenar las importaciones ya ha sido sancionada por la Organización Mundial del Comercio y la Argentina deberá adaptarse a las normas internacionales, lo que implica no podrá frenar a su antojo las importaciones.

Volviendo al Salame de Granito ¿Y si esta salame se hubiese producido en Brasil? La inflación de Brasil en el período analizado fue de 35,8% (cuando la devaluación fue de 111%). Asumiendo el Salame de Granito en 2010 costaba igual en dólares que en la Argentina, USD 100 o Reales 166, hoy ese salame costaría producirlo en Brasil nada más que .... ¡64 dólares! Este ejemplo sencillo muestra varias cosas. Primero la Argentina se encareció en dólares demasiado. Segundo, la pérdida de competitividad con economías como Brasil ha sido muy grande (de casi el 100%!) porque estas economías han realizado devaluaciones competitivas dejándonos aún más atrás. Para colmo de males, la Argentina no ha hecho los deberes para bajar los costos internos en pesos, todo lo contrario, se ha encarecido la logística, las rutas están peor, y la presión impositiva ha aumentado.

No sólo Brasil ha devaluado en forma real a su moneda, lo ha hecho también Uruguay, Chile, Colombia y casi todo el mundo emergente. En Latinoamérica los dos únicos países a contramano han sido la Argentina y Venezuela, que han generado atraso cambiario.

Es cierto que una devaluación baja los salarios de los trabajadores en dólares, y mejora la rentabilidad de las empresas exportadoras y de las que sustituyen importaciones. Pero también es cierto que el atraso cambiario va matando empresas y generando pérdidas de

empleo, como nos pasó en los 1990s. Se debe buscar un equilibrio, para beneficiar a todos los trabajadores, y no sólo los que tienen buenos empleos, y para generar crecimiento (al darle rentabilidad al sector productivo).

Volviendo a China, al lado de Brasil su devaluación ha sido minúscula. La devaluación de la última semana no llegó al 4%. El Yuan ha estado muy estable en los últimos años, hoy está 6,4 yuanes por dólar, cuando en diciembre de 2010 estaba 6,6. Ha sido muy chica la devaluación china del último mes como para generar tanto ruido internacional, y yo no veo un riesgo alto de una guerra de monedas. El temor, entiendo, pasa por otro lado. Por un lado las monedas se están acomodando a la nueva realidad mundial y el nuevo escenario de crecimiento post-crisis financiera. En segundo lugar, si China busca el mercado externo para crecer es porque le está costando generar crecimiento internamente, y eso no es bueno para la economía mundial. El crack en la bolsa de China, que cayó 30% en pocos meses también fue una señal negativa, ya que destruyó riqueza de los hogares chinos (que son los que mayormente invierten en la bolsa). China no es un jugador más, y todos lo sabemos. Hoy China representa el 13% del PIB mundial. EE.UU. todavía es la economía más grande, con 22%, pero hace tan sólo 10 años EE.UU representaba el 28% de la economía mundial y China tan solo el 5%. Fue el boom de China lo que benefició a Argentina (el viento de cola), porque empujó a los precios de los commodities. Si el tractor de la economía mundial va más despacio, los commodities se resienten, algo que los productores agropecuarios ya vieron. Por ahora se apagó el viento de cola que supimos conseguir, tendremos que hacer mejor los deberes...

Y yendo a los deberes internos, no podemos no hablar un poco de las elecciones. El mercado (expresión que se refiere a la evolución de las bolsas) festejó el resultado. Difícil saber qué se debe leer, tanto del resultado como de este festejo. Scioli quedó muy cerca de ganar en primera vuelta, pero Cambiemos logró quedar a menos de 10 puntos, y el Frente Renovador hizo una elección mejor de lo que se esperaba. Final abierto. En lo económico, no ha habido definiciones. Los candidatos siguen jugando a no decir nada sobre lo que van a hacer, que parece ser la mejor estrategia en nuestro país para ganar elecciones. El contexto económico externo es malo, y el interno peor. Quién venga tendrá muchos deberes por hacer, espero sus equipos económicos estén a la altura de los desafíos, y que el golpe de confianza que trae todo nuevo gobierno sea lo suficientemente fuerte como para echarlo a andar rápidamente, no la tendrán fácil.



# Los títulos públicos provinciales en época de comicios

Por Guillermina Simonetta

En esta coyuntura particular de un año electoral seguimos repasando alternativas de inversión para inversionistas minoritarios, y en esta oportunidad nos centramos en los bonos provinciales. Y es que estos activos han recobrado fuerza en los últimos meses por diversos factores. La problemática latente en el conflicto con los “fondos buitres” y la presión del juez Griesa han incrementado la demanda de activos provinciales al quedar con un menor riesgo de ser afectadas por una resolución desfavorable del conflicto judicial. De hecho el aumento de la incertidumbre respecto de los pagos de los cupones bonos soberanos bajo ley argentina impulsó arbitrajes por títulos provinciales en el segundo



trimestre del año y las cotizaciones de estos activos de renta fija han mantenido una tendencia alcista en estos meses.

Cuando el gobierno necesita aumentar los ingresos de fondos para financiar el gasto público, puede recurrir a distintas alternativas:

- Emisión monetaria: posibilidad que queda solo en manos del Gobierno Nacional a través del Banco Central
- Incremento en los impuestos.
- Créditos con organismos multilaterales o internacionales de crédito.
- Emisión de títulos públicos en el mercado de capitales.

Los títulos públicos, representan la deuda emitida por el Estado Nacional, los Estados provinciales o los Municipios. Estrictamente se trata de una promesa de pago por medio de la cual el emisor (en este caso el Estado) se compromete a devolver el capital que los inversores le prestan, más los intereses correspondientes, en un plazo determinado y según un cronograma acordado.

Un “inversor federal” que decida volcar sus ahorros para financiar su provincia u otra provincia de elección, debe tener en cuenta algunos ítems particulares que hacen a las inversiones de renta fija. Siempre que se evalúe una inversión en títulos públicos es sumamente importante prestar atención a las condiciones y términos legales, ya que el mero hecho de considerar plazo, moneda de pago y tasa de retorno, precio, etc, suele no ser suficiente en condiciones macroeconómicas complejas.... Esto queda claro si nos remontamos a lo que pasó algunos

años atrás cuando la provincia de Chaco anunció que pagaría en pesos un vencimiento de deuda provincial denominada en dólares, ante la imposibilidad de acceder al mercado de cambios para obtener los dólares necesarios para el pago... Cuando se invierte en títulos públicos, coinciden los abogados especializados en mercado de capitales, hay un punto clave a tener en cuenta: la ley aplicable. Un título en dólares bajo ley extranjera no puede ser pesificado y el cambio en las condiciones de emisión –forma de pago, plazos– se considera que tienen un mayor blindaje que los regidos por legislación local. ¡Aunque ningún tipo de legislación brinda una protección contra el default o no pago!

Las emisiones de deuda soberana pueden incluir garantías, como sucede con algunas provincias que ofrecen sus regalías o parte de la coparticipación a modo de respaldo. Estas condiciones adicionales son evaluadas por el mercado como de alta calidad ya que al aislarse en un fideicomiso los flujos cedidos por el emisor se reduce el riesgo de incumplimiento. Este es el caso de títulos de la provincia de Neuquén con garantía en hidrocarburos. De hecho, la Provincia se encuentra planeando una emisión de 350 millones de dólares para fines de agosto, la cual estaría respaldada por regalías petrolíferas provinciales. El bono tendría un vencimiento de entre 6 a 8 años y la provincia espera poder emitir a una tasa de interés menor al 10% (esto dependerá de las condiciones de mercado en el momento de la suscripción). Los fondos obtenidos en esta emisión serán utilizados para proyectos de infraestructura.

La compra/venta de títulos tiene un costo que se refleja en la comisión: en el caso de los bonos oscila el 0,5% y a diferencia de las acciones (que además pagan el 1% de comisión) no tienen IVA. Hay otros ítems en los costos poco relevantes como el derecho de mercado y el derecho de bolsa que llegan al 0,01%. También la comisión que cobra Caja de Valores por la custodia de los títulos tiene un costo ínfimo que es incluido en el paquete que arma la Sociedad de Bolsa con la que se opere. Es importante para inversores minoritarios considerar los montos mínimos de inversión que se detallan generalmente en las condiciones de emisión.

La compra de títulos públicos suele ser también considerada a fines impositivos: por ejemplo en el caso de impuesto a las ganancias el interés y el resultado por la venta de títulos públicos se encuentran exentos del impuesto para personas físicas y también se encuentran exentos del impuesto los bienes personales.

El inversor con un tipo de perfil conservador es más propenso a que en su cartera predominen las inversiones de corto plazo debido a su intranquilidad con los altos riesgos. Las inversiones por lo general corresponden al tramo corto de la curva de rendimientos y se vuelcan por inversiones más tradicionales como los plazos fijos y los títulos públicos cortos, tanto en pesos como en dólares. Estas inversiones o fondos de renta fija son la principal opción para este tipo de inversores debido a la rapidez del recupero de la inversión y es por ello que los privilegian en las carteras. El inversor de perfil moderado se destaca por ser un poco más arriesgado que el conservador aunque no resiste demasiada presión del mercado como lo haría un inversor de perfil más agresivo.

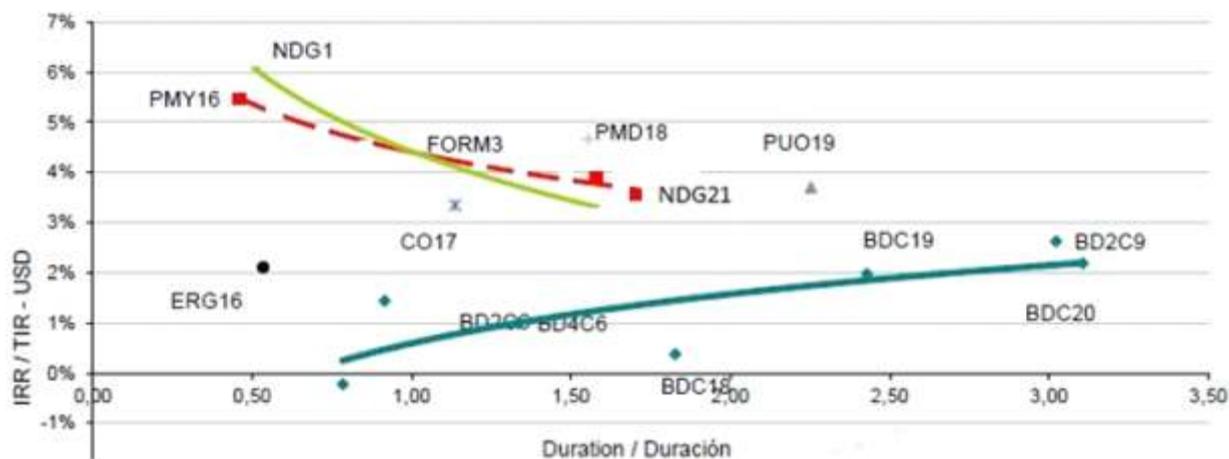
Dentro del espectro de títulos provinciales destacamos para un perfil de riesgo conservador el bono de la provincia de Neuquén Dollar Linked (NDG21), con vencimiento en 2018, y el de la Ciudad de Buenos Aires con vencimiento en 2019 (BD2C9); para un perfil de riesgo moderado

a estas alternativas le sumaríamos la de la provincia de Chubut, también Dollar Linked, con vencimiento en 2019 (PUO19) y el de la provincia de Buenos Aires en dólares con vencimiento en 2017 ley New York (BDED) para un perfil de riesgo moderado a alto.

Detallamos los principales datos técnicos de estos títulos en la siguiente tabla:

TITULO	CUPON	MONEDA	VALOR RESIDUAL	PROX. PAGO	TIR AL 22/07/15
NDG21	3,90%	USD LINKED	93,35%	28/07/2015	2,58%
BD2C9	1,95%	USD LINKED	100%	20/12/2015	1,50%
PUO19	4,00%	USD LINKED	100%	21/10/2015	2,87%
BDED	9,25%	USD	40%	15/10/2015	

### CURVA DE RENDIMIENTOS – BONOS DOLLAR LINKED AL 20/7/2015



: PMY16: Mendoza 2016 ; NDG1: NEUQUÉN 2016; PMD18: MENDOZA 2018; FORM3: FORMOSA 2022; CO17: CÓRDOBA 2017; PUO19: CHUBUT 2019; ERG16: ENTRE RÍOS 2016; BDC20: CABA 2020; BD2C6: CABA 2016; BD2C9: CABA 2019

## El invitado del mes

En esta oportunidad les acercamos un segundo artículo de GRUPO GC, enfocado en la formación del sucesor dentro de una compañía, una problemática común a numerosas empresas, enfocada desde la resolución de casos en donde no hubo una planificación del relevo y una alternativa para transitar este camino minimizando el conflicto, especialmente presente en empresas familiares.



[www.grupogc.com.ar](http://www.grupogc.com.ar)

### **La transferencia del mando, en la carrera por la supervivencia y el desarrollo de una empresa familiar ya establecida.**

Cuando revisamos la historia de exitosas empresas familiares de la región, con las cuales nos hemos relacionado, ya sea como clientes o proveedores, son muchos los ejemplos que podemos traer respecto de negocios que se vieron obligados a transitar por el sinuoso camino de la reconversión o adaptación ante la salida o el retiro del socio fundador, o de uno de los socios, o el alejamiento del director o administrador, de la mano de quien obtuvieran sus mayores logros.

### **¿Es posible plantear un camino “seguro” hacia la transferencia de mando?**

El rol de la consultora como formadora y guía de los continuadores en la dirección, brindando el acompañamiento que el nuevo líder ha de necesitar para afianzarse en su puesto y asegurar de esa forma, la continuidad del negocio es un ítem clave para la minimización de riesgos, analizando desde la confidencialidad información que surge de casos de empresas que se acercaron con una problemática común a muchas PyMEs desarrolladas: el retiro o la ausencia del padre fundador.

Hasta el más hábil negociador puede intentar sin éxito, después de fundar y llevar adelante su empresa sin mayores inconvenientes, dirigir la mirada de sus hijos o familiares, herederos naturales a la dirección del negocio, hacia los mismos objetivos. Inculcar la visión, los valores y los conocimientos que fueron forjadores de los cimientos de la empresa no siempre resulta una tarea sencilla. Las diferencias generacionales, conjugadas con distintos factores emocionales y la dificultad para poder separar las cuestiones profesionales de las familiares, suelen ocasionar que, incluso cuando el empresario se ha planteado como una prioridad la

planificación de esta sucesión, la continuidad del desarrollo de la empresa peligró ante la ausencia del líder.

## ***Cuando la falta de previsión puede poner en peligro la continuidad de la empresa***

Las empresas a las cuales nos referimos se encontraban totalmente afianzadas cada una en su plaza y contaban con una importante trayectoria. Las respectivas direcciones habían estado a cargo de los socios cuyos hijos desempeñaban diferentes funciones dentro de las áreas de ventas, cobranzas o atención al público, sin involucrarse en cuestiones estratégicas para la gestión de la empresa. Tras el retiro o la desaparición de los socios que ejercían el control de las empresas, sus familias se encontraron ante la incertidumbre producida por el desconocimiento acerca de su situación económica, su estado patrimonial, la relación con los otros socios, los acuerdos que existían entre ellos y la gestión del negocio.

Una vez decididos a hacerse cargo de la gestión de la empresa, cada uno solicitó informes y detalles económicos y financieros para evaluar la situación. Allí aparecieron todo tipo de interrogantes y amenazas, algunos reales otros simples fantasmas surgidos de la confusión o especulación: la solvencia de las empresas, la credibilidad de la información suministrada por otros socios o administradores, la capacidad de los herederos para continuar con la empresa y hacer frente a la situación y se generaron enfrentamientos entre socios o incluso familiares.

Grupo GC llevó adelante, para cada uno de los casos, la valuación de las empresas en marcha, asesorando a los socios para que pudieran llegar a un acuerdo y condujo, en uno de los casos, las negociaciones vinculadas con el proceso de disolución de la sociedad y la creación de una nueva empresa. Entre las tareas desarrolladas se realizaron exhaustivas revisiones de documentos y contratos vigentes, revisiones de cuentas, recuentos y valuaciones de activos y la determinación de los valores llave. Desde ese entonces, continúa acompañando a los sucesores en su crecimiento, asesorando en diferentes aspectos de la gestión como por ejemplo: análisis estratégico, diseño organizacional, control de inventarios, desarrollo de política de precios, etc.

El trabajo realizado por el equipo, no solo hizo posible un acuerdo entre las partes que permitió que las empresas continuaran brindando los productos o servicios prestados, sino que contribuyó a potenciar las habilidades de los nuevos directores permitiéndoles afianzarse en su crecimiento, garantizándole a cada uno de los integrantes de las nuevas sociedades la transparencia en la información relativa a los resultados de su gestión.

La base sobre la cual se funden los cimientos de esta estrecha colaboración y la sinergia entre el equipo de la consultora y la empresa no es otra que la combinación de calidad profesional, la experiencia adquirida tras años de desempeño trabajando para empresas de diferentes rubros en todo el país y la cercanía: el conocimiento de la plaza y la problemática de las empresas de Tandil y la zona y la vinculación a diversos sectores de la actividad local permiten lograr una comunicación más efectiva con los clientes.

## Es mejor prevenir...

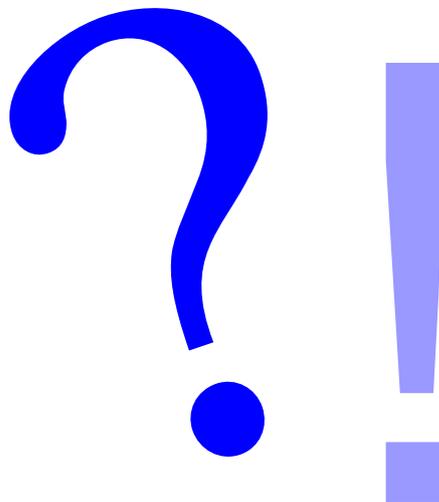
Si bien es imposible adivinar el futuro, hay formas de minimizar el impacto que la ausencia del líder pueda generar y allanar el camino a los potenciales sucesores, sean o no parte de la familia, formalizando y estandarizando procesos, registrando debidamente la información relativa a todas las operaciones de la empresa y comprometiendo en la gestión a las personas adecuadas, brindándoles apoyo y asistencia a fin de capacitarlas para determinar los roles que cada una podría desempeñar en el futuro. Localizar las causas de los problemas, diseñar soluciones posibles e integrales y lograr que los miembros de la organización se involucren, integren y capaciten para implementar adecuadamente aquellas mejoras, constituyen la competencia distintiva entre las prestaciones de servicios profesionales de GRUPO GC.



# Usted pregunta, IECON responde

Bienvenido a este espacio donde, no sólo podrá resolver sus dudas, sino que también podrá responder interrogantes que quizás tenga latentes por las preguntas de otros lectores.

Lo invitamos a enviarnos su consulta a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economia@econ.unicen.edu.ar) antes del 20 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas. Respetando su anonimato sólo se incluirá su nombre de pila.



**Lucas:** en un newsletter anterior, comentaron los basamento del análisis técnico, podrían detallar cuales consideran indicadores claves del análisis fundamental para valorar acciones?

**IECON:** “Precio es lo que paga, valor es lo que recibe”, reza el proverbio de los value investors, y bajo esta visión les brindamos los principales ratios a tener en cuenta en ese análisis:

1. Precio sobre Ganancias (Price-to-Earnings Ratio o P/E). Es el cociente entre el precio de mercado de una acción y la ganancia por acción. Ésta puede ser la de los últimos 12 meses (trailing P/E) o la proyectada en el futuro (forward P/E). En concreto, el P/E da una noción de cuántos años hacen falta para recuperar la inversión, de mantenerse constantes los beneficios y ser distribuidos en su totalidad en forma de dividendos. Así, el P/E da una base para comparar empresas. Si éstas tienen métricas financieras similares, aquella con menor P/E es la más barata y constituye una oportunidad de compra. Sin embargo, a causa de las diferentes estructuras patrimoniales, se recomienda usar el P/E para firmas de un mismo sector o contra el promedio del mercado.
2. Precio sobre Valor Libros (Price-to-Book Value Ratio o P/B). Éste es otro indicador de valuación que compara el precio de mercado con el valor contable (que surge de dividir el patrimonio neto por la cantidad de acciones) de una acción. Es una forma de ver hasta cuánto pagan los accionistas por el patrimonio neto de una empresa. Si el ratio es menor a 1, podría pensarse que el mercado está subvaluando la firma por alguna razón de corto plazo, lo que podría ser una compra barata en el caso de que los otros fundamentos sean positivos. Si el resto de los indicadores no acompañan, un P/B menor a 1 significa que la firma no tiene buenas perspectivas. Como aclaración, el P/B no es fiable para estudiar casos de compañías con muchos activos intangibles, ya que suele estar sobreestimado.
3. Enterprise Value / EBITDA. Es otra métrica muy importante de valuación. En el numerador

está el valor teórico de una empresa, que se calcula como la capitalización bursátil más la deuda corporativa más los intereses minoritarios menos el dinero cash y sus equivalentes. El denominador incorpora una medida operativa de la compañía, que es el resultado neto más los intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA por sus siglas en inglés). El ratio en cuestión da una idea de cuánto tiempo requería para la empresa repagar la inversión del comprador, asumiendo que no hay cambios en el EBITDA. Cuanto menor sea esa relación, más rápido el inversor llegaría al umbral de rentabilidad.

4. Deuda sobre Capital Propio (Debt-to- Equity Ratio). Es una medida de apalancamiento financiero de una empresa. Surge de dividir el pasivo por el patrimonio neto, y muestra qué porcentaje de los activos fue financiado con deuda (préstamos u obligaciones negociables) y cuánto con acciones. Cuanto mayor es la relación, mayor es la carga de deuda que soporta el capital propio. Esto quiere decir que los intereses pueden ser un lastre para los resultados en el futuro. Hay una variante más específica de este ratio: “deuda de largo plazo sobre el capital propio”. Esta alternativa es más refinada porque sólo incluye las obligaciones que tienen un horizonte mayor a un año.

5. Retorno sobre Patrimonio Neto (Return On Equity o ROE). Es el resultado neto del último año expresado como porcentaje del capital propio de una compañía. El ROE es una medida de rentabilidad que muestra cuántos beneficios genera cada unidad monetaria invertida por los accionistas. Al igual que otros ratios, es muy útil para comparar firmas de un mismo sector o para analizar el presente versus la performance histórica de una misma empresa. Asimismo, aquellas compañías en franco crecimiento suelen tener ROE más elevado que las empresas maduras.

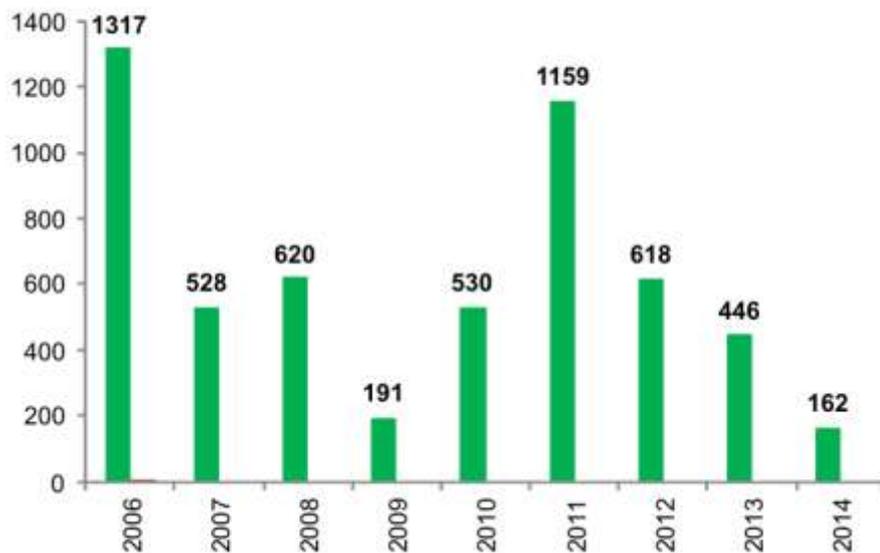
6. Ratio de Liquidez (Current Ratio). Es un indicador que mide la capacidad de una firma para cumplir con sus obligaciones de corto plazo, empleando sus activos más líquidos. Es la división entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente. Si el resultado es mayor a 1, implica que la empresa tiene más activos que obligaciones de corto plazo, por lo que no se espera que tenga problemas de liquidez en los meses siguientes. Paralelamente, existe una alternativa que se concentra en la respuesta del dinero efectivo: el ratio de liquidez ácida (activo corriente menos inventarios/pasivo corriente). Cuanto mayor es el ratio, más líquida es la empresa.

7. Margen EBITDA. Mide el EBITDA de una empresa como porcentaje de las ventas. Es decir, muestra el beneficio operativo obtenido por cada dólar, euro o peso vendido. Como el EBITDA excluye las erogaciones impositivas, intereses y pérdidas contables, el indicador ofrece una mirada más pura del núcleo de rentabilidad operativa. Su análisis permite entender la capacidad de generar dinero que tiene la empresa y compararla con sus competidores. Cuanto mayor es el margen, más rentable es la firma y mayor potencial tiene para los accionistas.

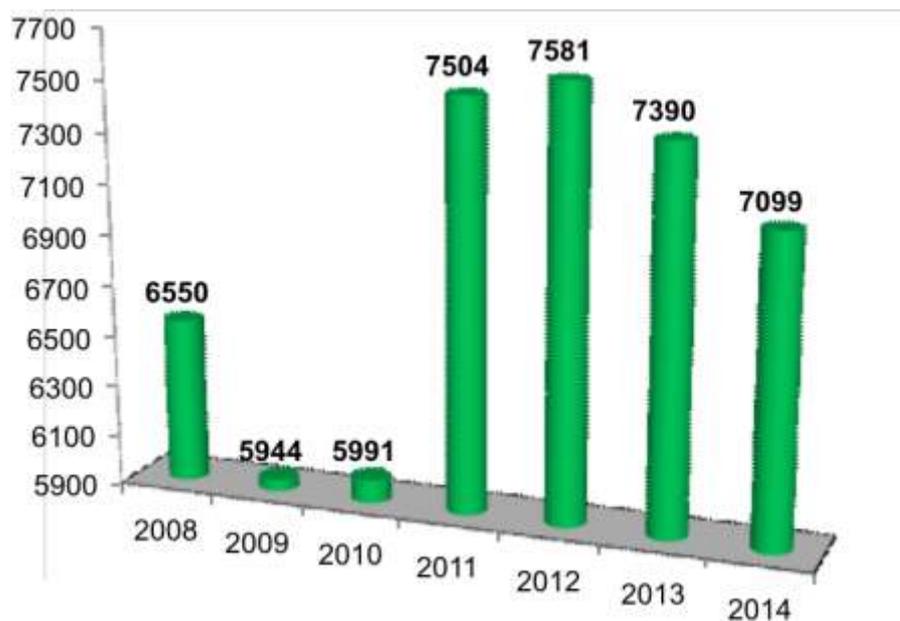
8. Ratio de Cobertura EBIT / Intereses (Interest Coverage Ratio). Es una métrica acerca de la capacidad que una compañía tiene para cumplir con sus obligaciones financieras. Cuanto mayor es el ratio, mejor es su capacidad de pago. Surge de dividir los ingresos antes de los intereses e impuestos (EBIT) y el pago de intereses del último año. El estudio de la tendencia histórica de este indicador sirve a los inversores para conocer la evolución de la posición financiera de una firma. En materia de comparaciones, lo mejor es hacerlo entre empresas de un mismo sector o industria ya que le dan un uso similar a la deuda. Por lo general, un ratio de cobertura de 1,5 o mayor indica que la compañía tiene una situación robusta de solvencia.

# La Coyuntura en gráficos

## INVERSIONES DE BRASIL A ARGENTINA - EN MILLONES DE USD

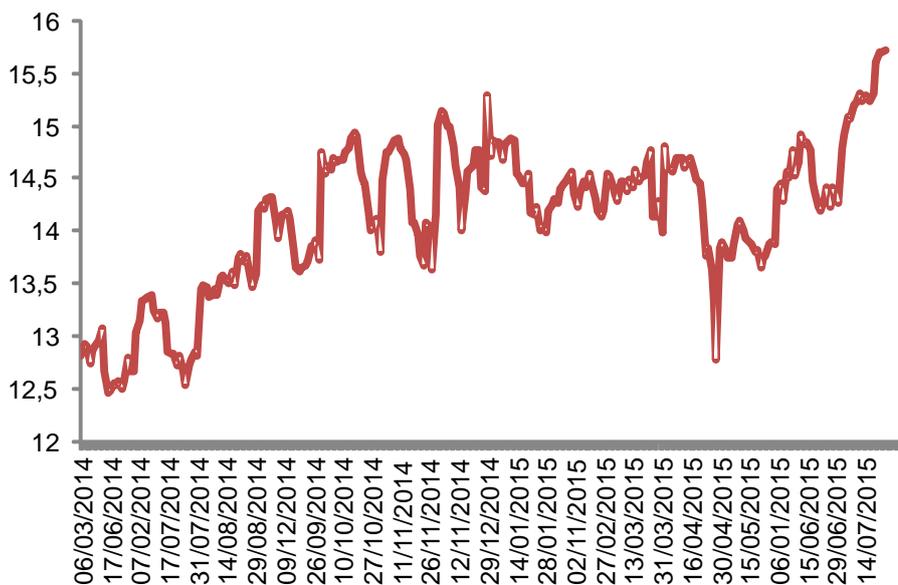


## SECTOR LACTEO. RECEPCION DE LECHE EN LAS PRINCIPALES INDUSTRIAS EN MILLONES DE LITROS

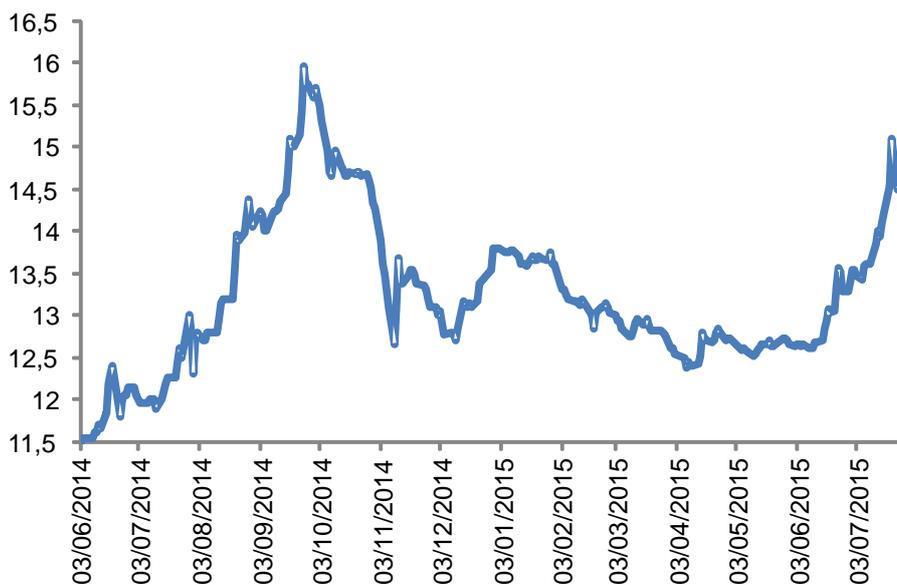


Otro año de estancamiento en la producción lechera

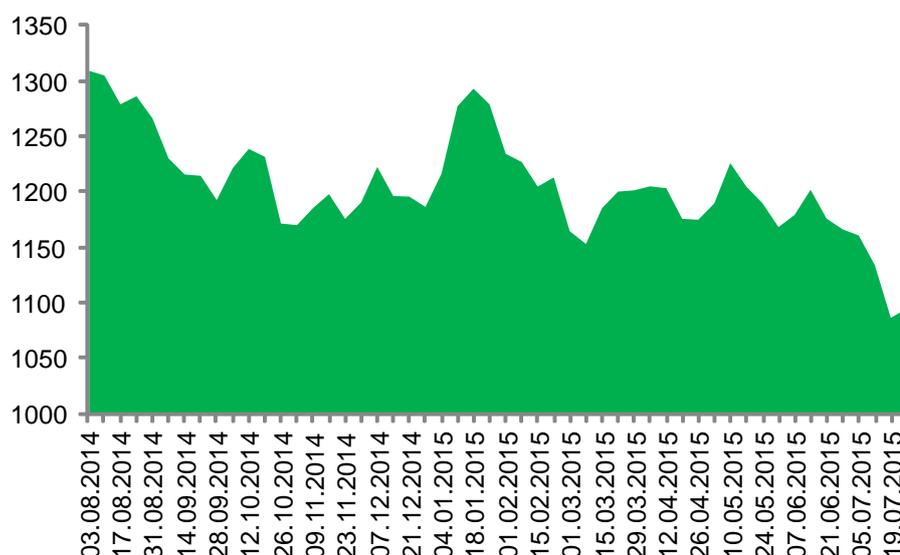
**BASE MONETARIA/RESERVAS DEL BCRA - ULTIMO DATO 23/7/2015: 15.71**



**DÓLAR INFORMAL O BLUE - ULTIMO DATO 28/7/2015: 14.95\$**



## EVOLUCION DEL PRECIO DEL ORO. CIERRES SEMANALES



## VARIABLES FINANCIERAS - Valores al 31 de julio de 2015

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2015
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	9,2	7,23%
DÓLAR INFORMAL - VENTA	14,94	8,65%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	3,423	26,44%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	615	-18,00%
MERVAL (ARGENTINA)	11101	36,65%
DOW JONES (USA)	17689	1,07%
BOVESPA (BRASIL)	50864	7,04%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	360,37	-5,67%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	146,06	-8,62%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	183,45	-15,24%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	47,12	-5,84%
ORO - USD POR ONZA	1097	-8,73%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	21,56%	6,15%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	21,55%	9,61%