

## JUN 2014

La Bolsa de Comercio de Los Angeles comenzó la construcción del edificio en 1929. En 1956 se fusionó con la Bolsa de San Francisco y se convirtió en la Bolsa de Valores de Costa del Pacífico, que se mantuvo en el edificio hasta 1986.

(Detalle bajorrelieve tallado en el granito por Salvatore Cartaino Scarpitta.



# 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.

---

**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

**COLABORADOR**  
SANTIAGO LINARES

**BECARIO**  
LORENA LUQUEZ

**SECRETARIA EJECUTIVA**  
PIERINA FRONTINI

Estimados lectores:

En esta ocasión les presentamos dos notas. La primera, por Sebastián Auguste y Guillermina Simonetta, analiza la situación macro-financiera internacional, a la luz de la baja en la tasa de interés internacional y en el renovado interés por activos de mercados emergentes. En la segunda nota, Guillermina Simonetta analiza la política de dividendo de las empresas argentinas, pagos que muestran una contracción importante en los últimos dos años.

Esperando que encuentre a estas notas de su interés, lo saluda cordialmente

Saludos cordiales



**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).



**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.

# ¿Están los países emergentes preparados para el impacto del próximo ajuste monetario en Estados Unidos?

Exactamente un año atrás el ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Ben Bernanke anunciaba el principio del final del periodo de expansión monetaria, QE, por sus siglas en inglés. El simple anuncio impactó en los bonos del tesoro, que incrementaron sus tasas rápidamente. En junio 2013 la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años subió 60 puntos básicos a la zona de 3%. Las acciones americanas tuvieron una corrección acorde con la subida de tasas, pero fueron los países emergentes los que más sufrieron el rebalanceo de portafolio (el EEM, índice de mercados emergentes, cayó en junio de 2013 cuatro veces más que el índice de EE.UU. Standard and Poors 500).

El debacle de los emergentes siguió por gran parte de 2013 y, con altibajos, se ubicaron en enero de 2014 un 12% por debajo del valor que tenían en enero de 2013. Las economías que más sufrieron el impacto del cambio de expectativas fueron aquellas con déficits de cuenta corriente y fiscales más grandes, que venían sustentando su crecimiento por el aumento del crédito doméstico. A nivel global esas economías fueron etiquetadas como las 5 frágiles, en inglés, The Fragile five, podría asemejarse sonoramente con The Jackson Five: y ellas fueron Turquía, Sudáfrica, Indonesia, India y Brasil. Esos 5 países y otros emergentes mostraron una performance muy débil en el 2013, con una menor performance de sus activos, no vista incluso en la crisis global del 2008/2009.

**FIGURA 1. TASA IMPLÍCITA DE BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS A 10 AÑOS**



Fuente: Yahoo Finance

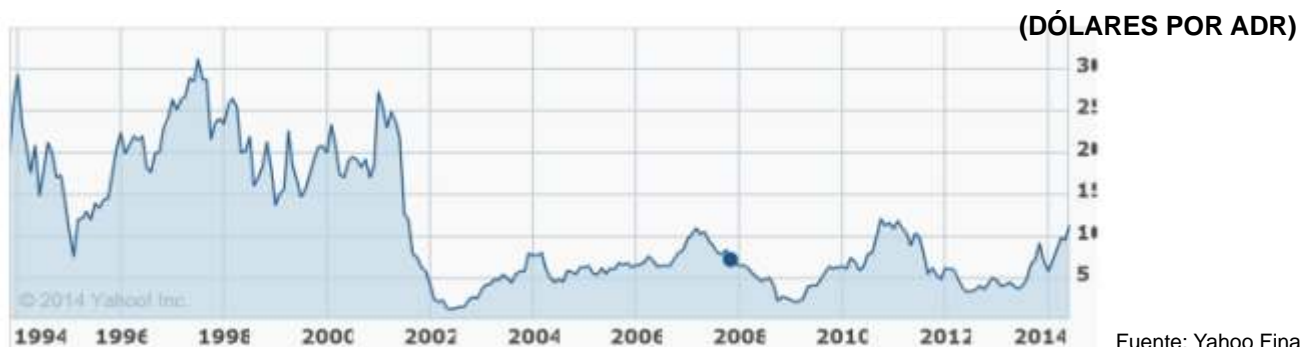
Hoy, un año después, el panorama no es tan sombrío como parecía, y el mercado de emergentes hizo una fuerte recuperación en los primeros meses de 2014, con Argentina a la cabeza. Una combinación de factores, entre ellos, podemos mencionar dos que hemos tratado en newsletters anteriores: la desaceleración de la economía China y la continuidad de presiones deflacionarias en la Eurozona, han ayudado a dilatar las perspectivas que una mejoría en la economía americana redunde prontamente en subas más marcadas de las tasas de interés.

EE.UU. implementó una reducción paulatina de las inyecciones monetarias, pero no se apresuró, y no afectó al crecimiento como se temía. Por el contrario, la economía americana está en plena senda de recuperación, y Europa ha mejorado sensiblemente. El mundo desarrollado sana sus problemas económicos, lo que ha impactado en que las tasas de interés globales han cedido nuevamente, se ha generado liquidez y apetito por el riesgo, lo que explica la vuelta a la vida de los mercados emergentes.

Cabe destacar en este contexto a la Argentina, que ha tenido un desempeño superlativo. El índice Merval rindió en el último año un 174% en pesos (comparando fines de junio de 2013 con la cotización del 10 de junio de 2014). Es verdad, el tipo de cambio se devaluó mucho, pasando el dólar blue de las periferias del 8.5 de junio de 2013 al 11.5 que muestran las pizarras hoy. Pero aún así el incremento fue enorme: 100% en dólares, y ganando por goleada al resto de los emergentes que dieron un retorno en dólares punta a punta de 15% (EEM) y a EE.UU. que rindió un 24% (S&P500), y de más está decir al propio dólar, principal refugio de los argentinos.

Lo que es más interesante aún, es que el desempeño de Argentina no se debe esta vez tanto al afamado “viento de cola”. El reciente fue un buen contexto internacional, es cierto, pero a nosotros nos fue mucho mejor. Si tomamos un índice que replique la exposición sectorial de Argentina (es decir, consideramos empresas parecidas a las nuestras del Merval pero de otros países) el retorno anual fue de 33% en dólares, varias veces menor al que realmente registró Argentina, lo que muestra que a la Argentina le fue mejor que lo que hubiera indicado la evolución sectorial mundial. Es cierto, Argentina venía muy vapuleada por los mercados, sobre todo los bancos. El Banco Francés, por ejemplo, con todo el incremento reciente en realidad recuperó el valor en dólares que tenía a inicios de 2011, antes de que la Argentina entrara en un colapso de varios meses donde reflataba el fantasma de crisis pasadas, escenario que comenzó a aclararse recién a fines de 2013. También es cierto que aún así, la acción de Banco Francés en dólares todavía no llega a valer la mitad del valor que tenía en el 2001, antes de que la crisis Argentina la golpeará fuertemente.

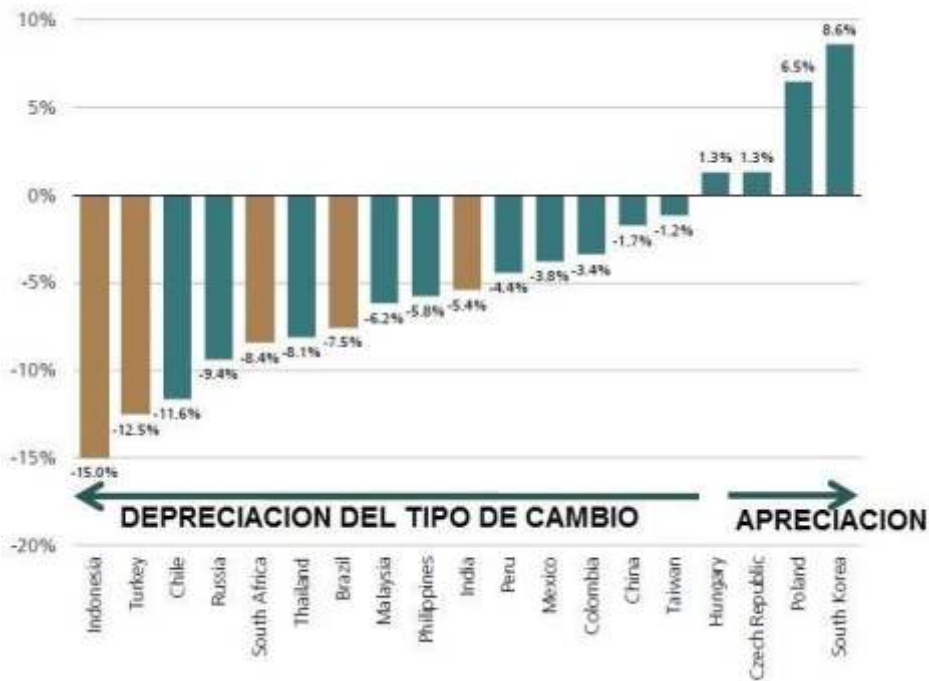
**FIGURA 1. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DEL BANCO FRANCÉS BBVA, 1994-2014**



No debe descartarse, sin embargo, que posiblemente la segunda parte del año nos arroje nuevas recuperaciones en las tasas de interés globales y observemos avances en los meses que siguen por arriba de 3% en la tasa de referencia de los bonos del Tesoro a 10 años, buscando el rango de 3.5/3.7%. Apesar de este escenario de subas de tasas, creemos que las economías de varios países emergentes hoy se encuentran en una mejor posición relativa que un año atrás, ya que algunos han logrado una acumulación de reservas internacionales y mejorar sus balances de cuenta corriente (exportaciones vs. Importaciones) y han permitido mediante tipos de cambio flexibles una adecuación de sus monedas frente al dólar en términos nominales, restando aún que se observen mayores ajustes en el plano fiscal. Argentina, país que hoy no se considera emergente sino fronterizo, siguió esta tendencia a las depreciaciones. Las depreciaciones ajustan la realidad de los países al nuevo escenario internacional, y abaratando la producción local permiten que los emergentes no sufran el rebalanceo con caídas del producto y del empleo.

Creemos que para la Argentina será crucial observar mejoras fiscales y en el balance de cuenta corriente, así como en la política cambiaria hacia 2015, ya que si los efectos del menor estímulo monetario llevaran la tasa libre de riesgo por arriba del rango 3.7/3.75% la dinámica de esas presiones de tipos de interés sería más perjudicial para el país.

**FIGURA 3. VARIACION DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL - 22/05/2013 AL 26/05/2014**



Fuente: Bloomberg



**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.*

# Aprendiendo de inversiones: acciones que distribuyen dividendos

Generalmente cuando las personas se inician en el mundo de las finanzas, tienden a querer replicar en sus carteras estrategias o recomendaciones de fondos de inversión o personas exitosas en el mundo de los mercados, y uno de los personajes más renombrados en ese sentido, es Warren Buffett. Cualquiera que siga sus comentarios y sus tenencias de inversión sabe que Buffet ama invertir en acciones de largo plazo y en aquellas que pagan dividendos.

Los dividendos son la parte de los beneficios que las empresas entregan a sus accionistas en concepto de retribución; generalmente se hacen en efectivo, aunque pueden entregarse dividendos en forma de nuevas acciones. Por ende, además de la rentabilidad por variabilidad de precio de una acción, existe una , segunda fuente de ganancias por tenencia de estos activos a través de dividendos. El pago más común es de dividendos trimestrales, no obstante, es competencia de la Asamblea de accionistas decidir el monto y las fechas de pago. Los dividendos ordinarios se establecen en función de los beneficios de un ejercicio de la compañía, mientras que los extraordinarios pueden obedecer a otros factores puntuales.

En el mercado global es común poder separar empresas en listados, según se trate de empresas en crecimiento, de valor, por sectores, o por las que más distribuyen dividendos, entre otros ítems, y en este último caso, comparar en forma de tasa de interés la distribución de los dividendos con el promedio de tasas de un país, para evaluar su atractivo, o mismo, dentro de un sector o con el promedio de acciones en un índice. Por ejemplo, actualmente las 24 empresas de mayor distribución de dividendos en el mercado americano, arrojan un dividend yield promedio de 2.49%.

**CUADRO. EMPRESAS DEL NYSE SELECCIONADAS POR EL BANCO UBS POR DISTRIBUCION DE DIVIDENDOS. FUENTE: UBS**

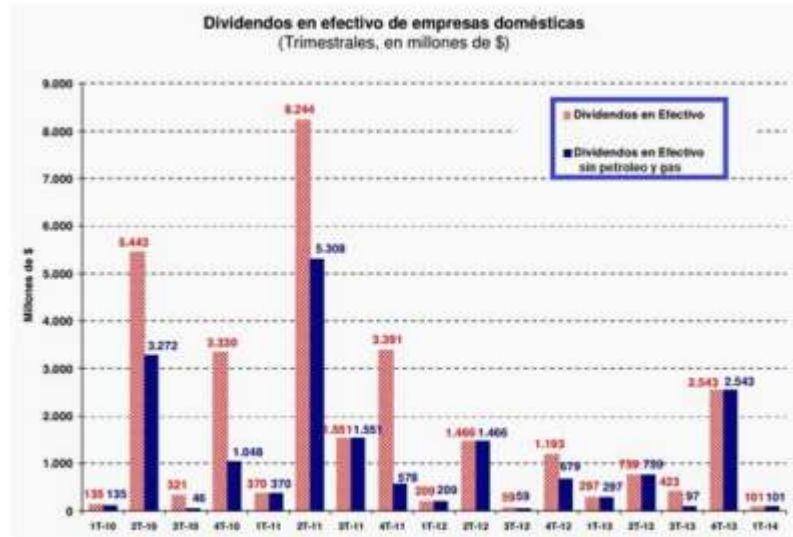
COMPANIA	TICKER	DIVIDENDO YIELD
AFLAC	AFL	2.3%
Boeing	BA	2.2%
Coca-Cola	KO	3.0%
Colgate-Palmolive	CL	2.1%
Dominion Resources	D	3.4%
Emerson Electric	EMR	2.5%
Illinois Tool Works	ITW	2.0%
Intel	INTC	3.4%
Invesco	IVZ	2.8%
Johnson & Johnson	JNJ	2.8%
Medtronic Inc.	MDT	1.9%
Microsoft	MSFT	2.8%
NextEra Energy	NEE	3.0%
Nordstrom	JWN	2.1%
Northeast Utilities	NU	3.4%
Occidental Petroleum	OXY	3.0%
QUALCOMM	QCOM	2.1%
Stanley Black & Decker +	SWK	2.3%
Travelers	TRV	2.4%
Union Pacific	UNP	1.9%
United Parcel Service	UPS	2.7%
United Technologies	UTX	2.0%
V.F. Corp.	VFC	1.7%
Yum! Brands	YUM	1.9%

Un punto a resaltar es que la observación de pagos de dividendos no es algo estático, Buffett remarca siempre que hay que considerar una visión de largo plazo en la selección de activos, ponderando más calidad que precio, y en consideración de calidad, para elegir acciones se debe tener en cuenta cuan sólidos son esos dividendos y no sólo la proporción actual que se distribuye. Este hecho resulta muy claro en el contexto actual, si tenemos en mente al sector de empresas tecnológicas: diez años atrás este sector representaba sólo el 4% de los dividendos agregados del índice SP500, el menor de todos los sectores, mientras que hoy las empresas de tecnología aglutinan el 15% de los dividendos del promedio SP500, el mayor aporte sectorial con 2/3 de empresas tecnológicas del SP500 pagando dividendos. Históricamente, la mayoría de estas empresas no calificaban en listas de selección de acciones por dividendos, no sólo por sus bajos rendimientos de dividendos sino también por la volatilidad de los mismos. Esta dinámica ha cambiado a medida que un número creciente de empresas de tecnología han pagado dividendos trimestrales en efectivo en forma constante y creciente.

Cuando queremos trasladar este tipo de análisis al mercado argentino, una vez más la escasa cantidad de empresas cotizantes y la poca profundidad del mercado generan un limitante. Como podemos observar en el siguiente gráfico en Argentina se ha dado una caída en los montos de dividendos pagados en efectivo en los últimos años.

Para el primer trimestre de 2014 se registra el menor monto desde 2010, con tan solo 101 millones de pesos distribuidos, caída que sorprende en un contexto inflacionario (en el primer trimestre de 2011, por ejemplo, se pagaron 370 millones de pesos).

**GRÁFICO. DIVIDENDOS TRIMESTRALES EN EFECTIVO DE EMPRESAS DOMESTICAS. FUENTE: IAMC**



Fuente: Instituto Argentino de Mercados de Capitales (IAMC)

Nota: En el primer trimestre de este año 2014 distribuyeron dividendos las siguientes sociedades anónimas: Mirgor, Agrometal, Ovoprot, Banco Santander, Aluar, García Reguera, Leyden (mensualmente), Mercado de Valores, Boldt, Domec y Fiplasto. En este segundo trimestre, Rigolleau, Petróleo Brasileiro y Siderar pagaron dividendos en abril, mientras que en lo que va de mayo, lo hicieron: Compañía Introdutora, Telefónica, Consultatio, Grimoldi, Distribuidora de Gas Cuyana, Grupo Tenaris, Concesionario del Oeste y Grupo Financiero Galicia y tendremos en lo últimos días de mes el pago de Grupo Clarín, Caputo y Carlos Casado.

Durante el año 2013 las empresas cotizantes pagaron dividendos por \$ 35.594 millones, un 8,1% menos que en el 2012, baja afectada casi en su totalidad por la reducción de Repsol. Casi el 90% (un total de \$ 31.571 millones) fueron abonados por empresas extranjeras que operan en el país. En el 2013 la distribución de dividendos en efectivo volvió a caer, producto de las restricciones informales para girar divisas al exterior por parte de las multinacionales y la falta de inversiones rentables en pesos para los accionistas locales. Durante 2012 y 2013, por la inflación y la consecuente falta de oportunidades para el accionista de invertir en pesos a tasas reales positivas, las empresas prefirieron mantener el cash, invertir en tecnología o mejoras de productividad, acumulando stock de insumos dolarizados o como en el caso de bancos, para ampliar red de sucursales y de oficinas. Se esperaba una tendencia similar para este año, no obstante, es posible que las mayores tasas de interés convalidadas este año, la flexibilización del cepo cambiario y la consideración desde el directorio por parte del gobierno como en el caso de Telecom, ayuden a para la reducción de dividendos distribuidos en el mercado local.

Un hecho interesante es que se conoció a fines de mes que Telecom Argentina aprobó el pago de dividendos por un total de 1.201 millones de pesos argentinos (148 millones de dólares) por el ejercicio 2013. La suma representa un incremento de 400 millones de pesos argentinos (49 millones de dólares), con respecto al total distribuido en el ejercicio 2012, utilizando cerca del 40% de la ganancia anual para ese desembolso. El pago de dividendos se efectuará en



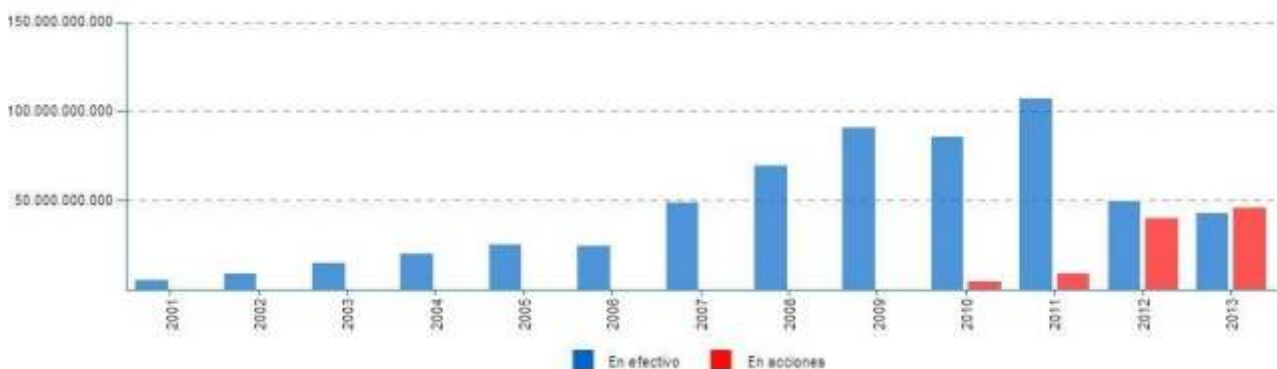
dos cuotas en junio y septiembre. Se pagarán 0,62 pesos argentinos (0,07 dólares) por acción en circulación y 3,1 pesos argentinos (0,38 dólares) por ADR en la primera cuota. Un punto no menor para este último dividendo anunciado, reside en que la decisión de destinar fondos al pago de dividendos en Asamblea fue acompañada por los representantes del Estado en el directorio de Telecom, lo cual marca un cambio de política por parte del Gobierno, que venía rechazando este tipo de medidas en otros directorios de empresas desde que instauró el cepo cambiario y le puso freno a la salida de capitales al exterior.

Muchas veces se soslaya el concepto de ganancias por dividendos cuando se analizan los activos de renta variable, ya que se priorizan las posibilidades de ganancia vía precio en mercados alcistas o de alta volatilidad y el paso de dividendos pasa muchas veces a ser clave en mercados bajistas, ya que pueden compensar en parte las pérdidas de valor de mercado de las acciones. Es verdad que los dividendos que no se pagan quedan en la compañía y por ende son parte del valor de la empresa, pero si no se pagan dividendos el inversor tiene que estar vendiendo parte de sus tenencias para hacerse de efectivo algo que es por lo menos incómodo y que en momentos de baja puede generarle pérdidas indeseadas. Restringir el pago de dividendos suele destruir valor en las compañías porque no les permite asignar los fondos en forma eficiente. El fuerte incremento en las acciones argentinas en el exterior tal vez esté indicando que el mercado descuenta una política del gobierno más amigable con el inversor, además de una transición ordenada, buenas noticias para el mercado. profundidad del mercado generan un limitante.

Como podemos observar en el siguiente gráfico en Argentina se ha dado una caída en los montos de dividendos pagados en efectivo en los últimos años.

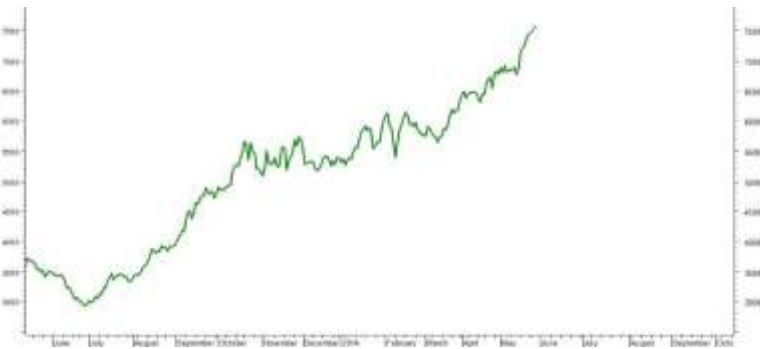
Para el primer trimestre de 2014 se registra el menor monto desde 2010, con tan solo 101 millones de pesos distribuidos, caída que sorprende en un contexto inflacionario (en el primer trimestre de 2011, por ejemplo, se pagaron 370 millones de pesos).

**GRÁFICO. DIVIDENDOS ANUALES DE EMPRESAS COTIZANTES EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES (EN PESOS). FUENTE: BOLSAR.COM**

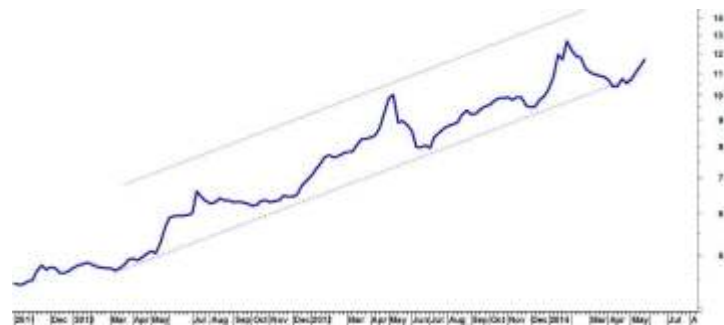


# La coyuntura

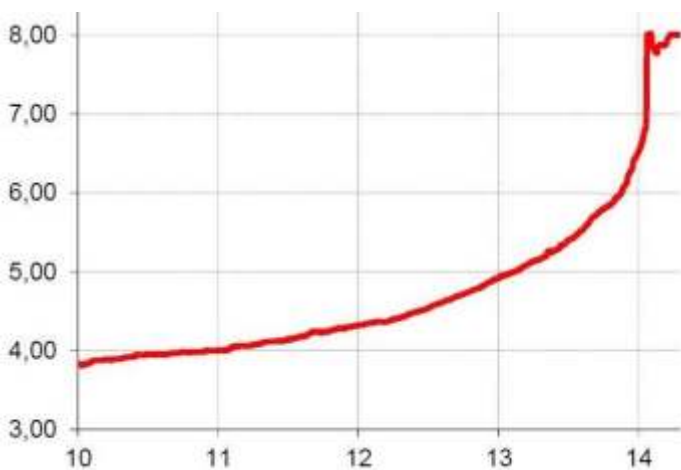
**EVOLUCION DEL INDICE MERVAL EN EL ÚLTIMO AÑO**



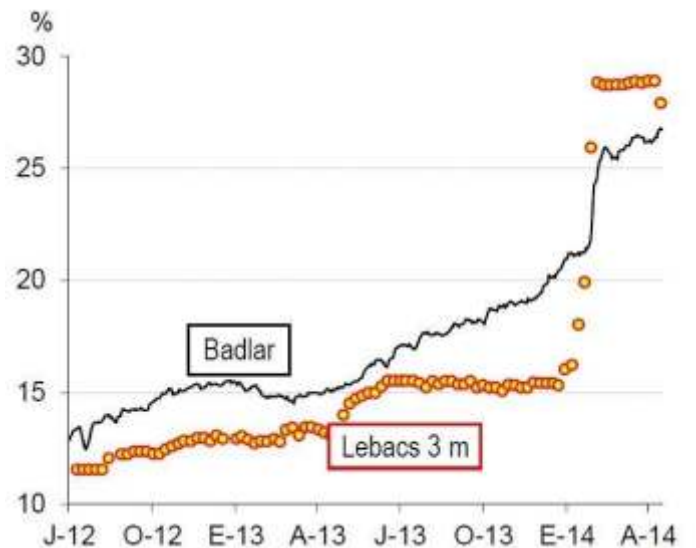
**EVOLUCION DEL DÓLAR INFORMAL (BLUE) EN ARGENTINA**



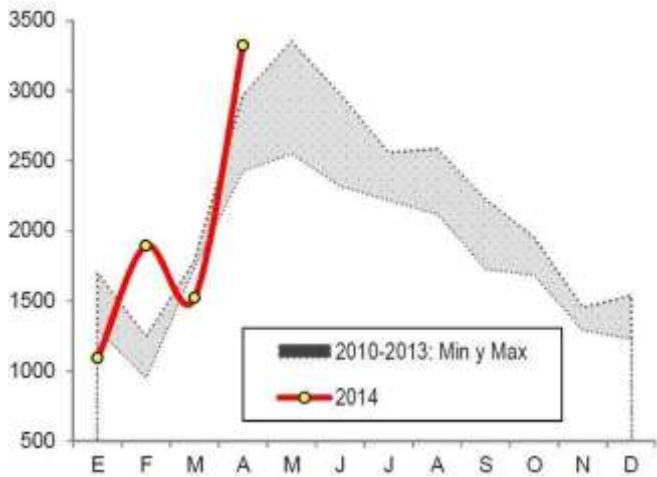
**EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL OFICIAL 2010/2014**



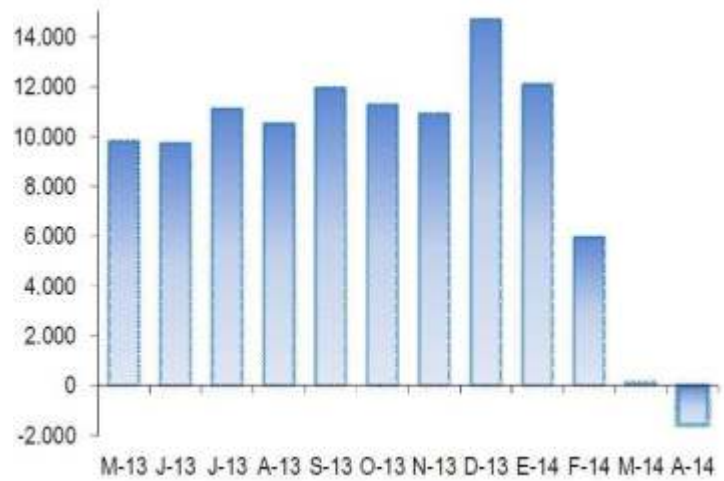
**EVOLUCION DE LAS TASAS BADLAR Y DE LEBACS A 3 MESES**



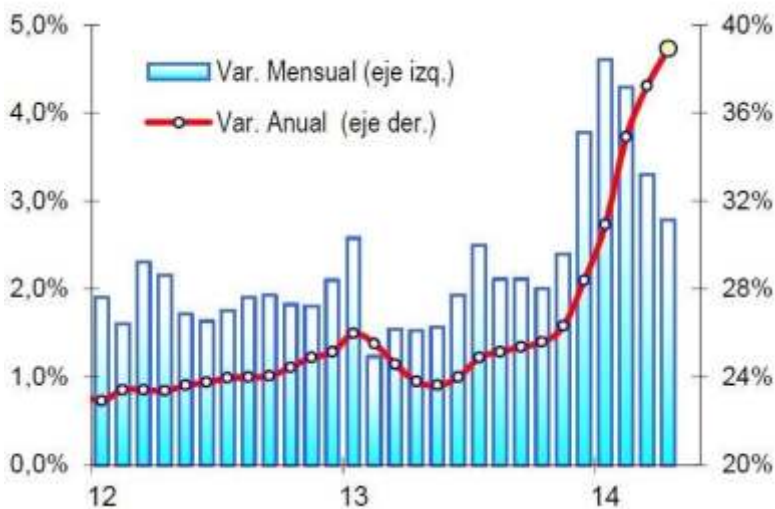
**LIQUIDACION DE DIVISAS EXPORTADORES AGRICOLAS (EN MILLONES DE DOLARES - MINIMOS Y MAXIMO DE 2010/2013 VS. 2014)**



**CREDITOS AL SECTOR PRIVADO (EN MILLONES DE PESOS)**



**INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC CONGRESO) VARIACIONES ANUALES Y MENSUALES**



**CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL CIERRE DEL MES DE MAYO 2014**

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2014
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA – VENTA	8.095	24.06%
DÓLAR INFORMAL – VENTA	11.4	14.00%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2.243	-5.08%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	828	2.48%
MERVAL (ARGENTINA)	7712.23	43.06%
DOW JONES (USA)	16717.17	0.85%
BOVESPA (BRASIL)	51239.34	-0.52%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	548.69	13.77%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	183.36	10.36%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	230.48	3.63%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	102.71	4.36%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	24.50%	13.29%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	22.06%	24.28%