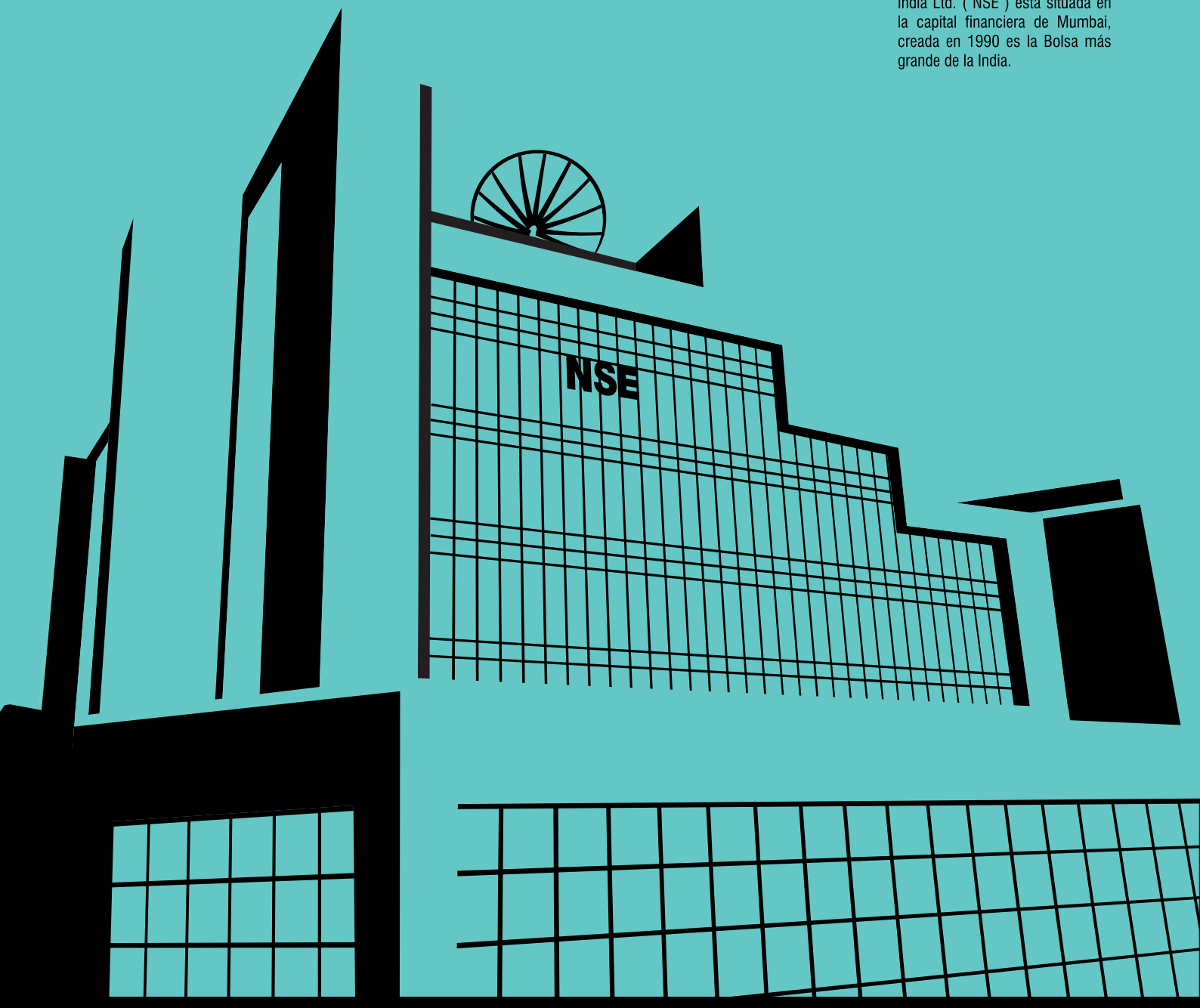


MAY 2014

La Bolsa de Valores Nacional de la India Ltd. (NSE) está situada en la capital financiera de Mumbai, creada en 1990 es la Bolsa más grande de la India.



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

FCE UNICEN
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.

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, es una reflexión sobre la macroeconomía y el management en el país, que invita a reflexionar por qué el país no está formando a los cuadros medios en gestión y la alta gerencia de igual forma que otros países de la región, y si esto tiene que ver con el rezago que mostramos en términos de internacionalización de las empresas y falta de profesionalización en las prácticas de management.

La segunda nota, por Guillermina Simonetta, analiza cómo el cambio de metodología en la medición del PBI impacta en los bonos con cupones atados a la evolución de esta variable, a la luz de la fuerte caída en el precio de estos bonos. Guillermina desliza algunas hipótesis sobre cómo podría terminar este capítulo aún abierto.

Esperando que encuentre a estas notas de su interés, lo 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.



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.

La difícil tarea de gestionar en la Argentina

Lo que más llama la atención en los países más dinámicos de Latinoamérica es la gran cantidad de gente estudiando maestrías y cursos de educación ejecutiva de negocios. Por ejemplo, si miramos al MBA, el programa más popular en negocios a nivel mundial, en la Argentina ingresan por año a este programa aproximadamente 1000 personas en todo el país. Estos mil por año, son menos de lo que ingresan al MBA en Chile con 15 millones de habitantes, y la mitad de lo que tiene Perú con 30 millones. Para poner otra referencia, en EE.UU. ingresan por año al MBA más de 100 mil personas, 100 veces más que Argentina, con una población que es 7 veces y media mayor, solamente.

¿Es un problema de demanda o de oferta? La oferta y calidad de los Programas de Negocio de las universidades del país se ha incrementado mucho y hoy tenemos varias instituciones que lo ofrecen entre las mejores de Latinoamérica. Además, y a diferencia de otros países, tenemos una oferta de calidad diversificada regionalmente: cada región tiene un MBA destacado. La Argentina está recibiendo cada vez más postulaciones de otros países de la región y sus profesores se destacan a nivel internacional. Por lo que la falta de buenas alternativas locales no explica la baja difusión de la formación para negocios en el país. Tampoco lo explica la falta de buenos candidatos, ya que si bien la calidad educativa argentina ha venido en retroceso desde hace varias décadas, todavía tenemos muy buen nivel en la región. Por último, en términos de precios, los MBA argentinos están muy baratos en relación a otros países. Si se comparan las opciones top de los países (de acuerdo a los rankings internacionales), en Argentina el MBA sale (por los dos años) aproximadamente 2 veces un PBI per cápita de nuestro país, mientras que en Colombia sale más de 5 y en Chile casi 3 veces.

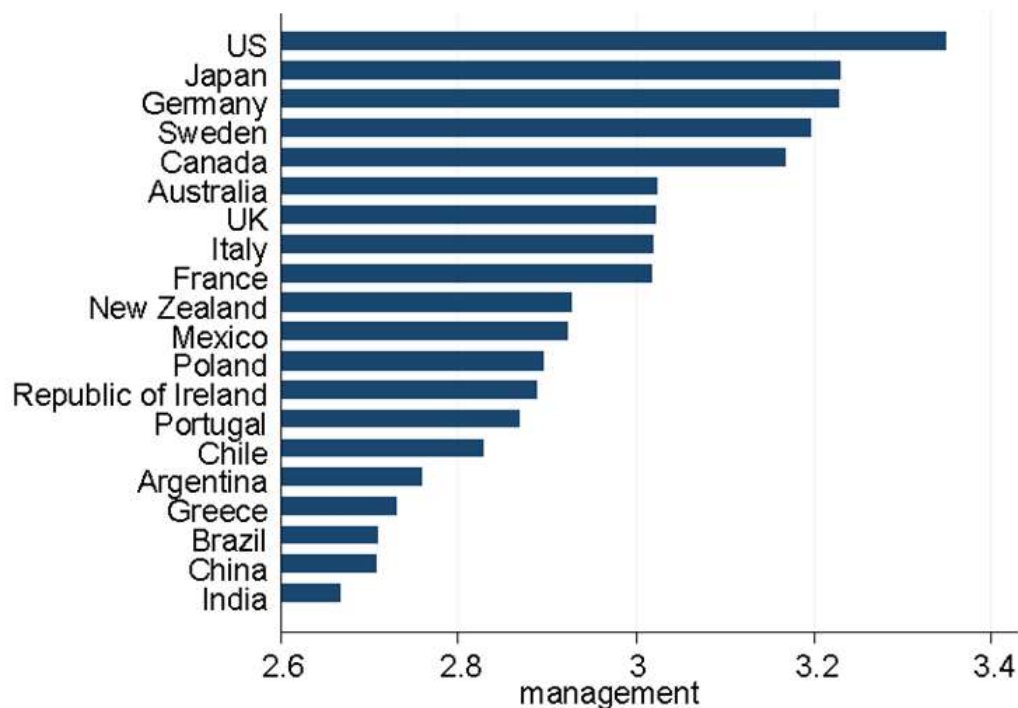
El problema de la baja cantidad de gente formándose en educación de negocios parece que tiene que ver más con una cuestión de demanda que de oferta. ¿Las empresas valoran la formación en negocios? ¿Qué pasa en Argentina distinto de la región? Hay varios factores que podrían explicar este resultado, y seguramente la volatilidad macroeconómica es un aspecto relevante, aunque también es cierto que la Argentina tiene un mayor porcentaje de PyMES que otros países de la región, y muchas de estas PyMES son familiares, que dependen

mucho del dueño, con mandos medios muy flacos, y estructuras de delegación limitadas, lo que inhibe el desarrollo de un management profesional (de nuevo, cabría preguntarse qué factores son los que inhiben a las PyMEs argentinas a crecer más).

Hace muy poco algunos profesores de la Universidad de Harvard publicaron los resultados de una mega investigación internacional donde se estudiaron las prácticas de management de las firmas a nivel mundial. Como era de esperar, Argentina no se destaca entre los líderes mundiales en términos de buenas prácticas, y tampoco sorprende que nuestras firmas tengan bajos niveles de productividad y problemas de competitividad internacional. Este estudio no sólo encuentra diferencias significativas en las prácticas de management, sino que estas diferencias ayudan a explicar las diferencias

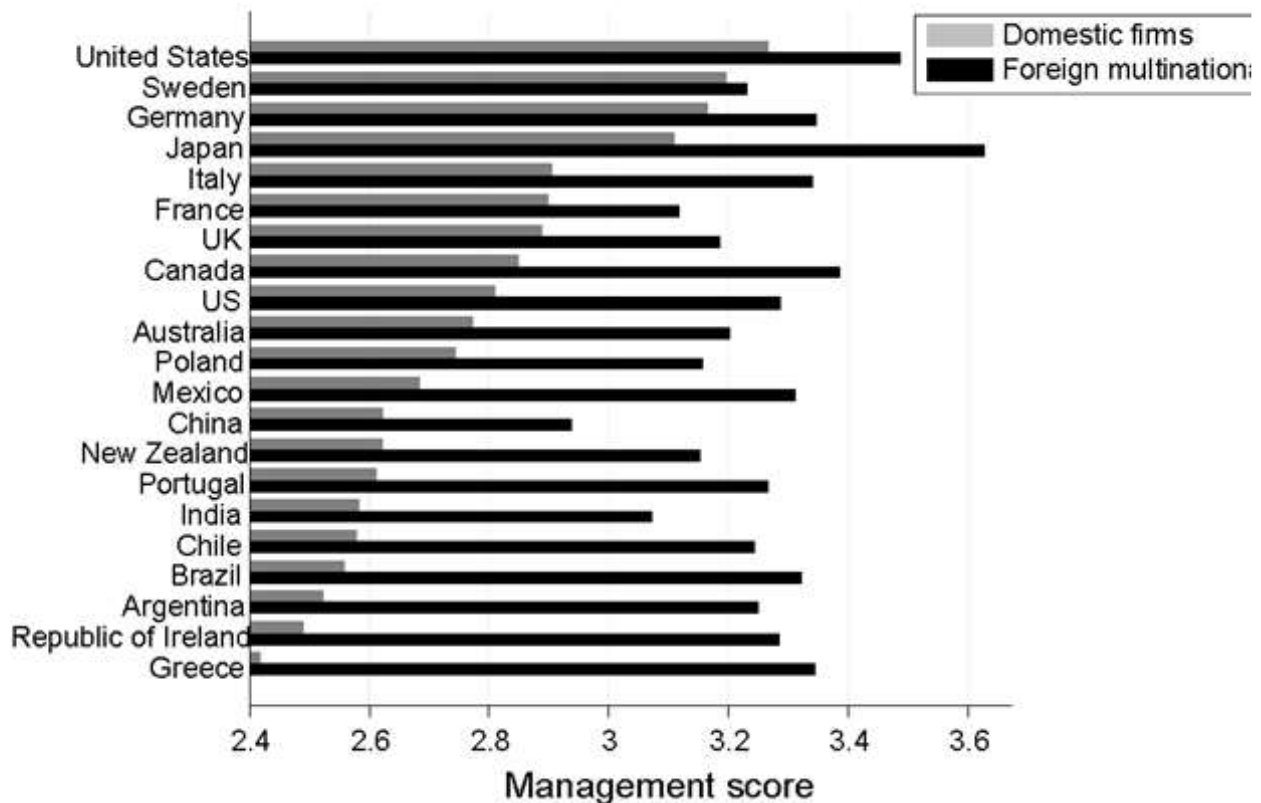
de productividad y competitividad. La Figura 1 resume este puntaje promedio por país, donde se observa que México y Chile claramente superan a nuestro país. Pero un promedio nacional, como todo promedio, puede esconder diferencias importantes entre distintas empresas. La Figura 2 muestra el mismo puntaje pero distinguiendo entre empresas nacionales y multinacionales. Nuevamente el resultado es sumamente interesante, las diferencias en buenas prácticas es mayor entre países para las firmas nacionales que para las multinacionales, y además la Argentina es uno de los países donde mayor diferencia se observa en las buenas prácticas entre empresas nacionales e internacionales.

Figura 1. Puntaje promedio por país en prácticas de management de sus firmas



Fuente: "Management Practices Across Firms and Countries" Bloom N., Genakos Ch., Sadun R. y Van Reenen J., Harvard Business School.

Figura 2. Puntaje promedio por país en prácticas de management de sus firmas según si son ¿sean? multinacionales o firmas locales



Fuente: "Management Practices Across Firms and Countries" Bloom N., Genakos Ch., Sadun R. y Van Reenen J., Harvard Business School.

De los países Latinoamericanos incluidos en el estudio, nuestras firmas nacionales son las que peor se ubican, superadas por las de Brasil, Chile y México. Las multinacionales en el país tienen en promedio el mismo score que las que operan en Reino Unido o Australia, y esto no llama la atención, ya que suelen exportar sus modelos de management. Pero las empresas domésticas están muy lejos de la frontera a nivel internacional, lo que explica el bajo puntaje promedio del país.

Esto muestra que no sólo la Argentina invierte menos en formación profesional en management que otros países, sino que a su vez esto se refleja en peores prácticas de management, sobre todo de las nacionales. Por lo que, si la formación en management está relacionada con mejores prácticas, y mejores prácticas con mayor eficiencia en la empresa, en algún punto este comportamiento debiera mostrar algún costo a nivel de crecimiento económico. Una señal en este sentido es el retraso que muestra Argentina en su internacionalización a través de las "multilatinas" (empresas multinacionales que tienen origen en la región, tales como LAN, Cencosud o Cemex, y que se expanden al mundo a tasas aceleradas).

De las 80 multilatinas más grandes de la región (según el ranking de América Economía), la Argentina genera sólo 5, por debajo de Chile (20) que es el país más internacionalizado por su tamaño relativo, Brasil (26) y México (18). Perú y Colombia, que hasta hace no mucho no tenían, ya cuentan con 4 cada uno, y expandiéndose. Si miramos de cerca al ranking de Argentina veremos que dos de las 5 empresas son Tenaris y Ternium, ambas del grupo Techint, luego se encuentran Impsa (que no es realmente una multilatina), Arcor y Bagó.

El siguiente cuadro muestra la cantidad de empresas Multilatinas por país entre las 80 más grandes, sus ventas en el año 2012 en miles de millones de dólares, el PBI del país de origen y sus participaciones en el total. Argentina participa en las ventas totales de las multilatinas tops en 3.2%, pero su PBI representa 9.1% del total de estos países. Comparando las participaciones relativas podemos construir un índice de penetración de las multilatinas (ver última columna) –ratio de columna 4 y 6). Si este índice es mayor a uno, quiere decir que las multilatinas de este país tienen más peso en la región que el PBI del país que le dio origen. Este índice muestra que Argentina está lejos de los países que están liderando este fenómeno, Brasil, Chile y México, y que Colombia y Perú no están tan lejos y nos están alcanzando.

Cuadro 1. El fenómeno de las multilatinas

	<u>Cantidad</u>	<u>Ventas 2012</u> (MM US\$)	<u>Participación</u>	<u>PBI país</u> (MM US\$)	<u>Participación</u>	<u>Índice de</u> <u>Penetración</u>
AR	5	\$26.012	3,2%	\$476	9,1%	0,352
BR	26	\$381.975	47,1%	\$2.253	43,2%	1,090
CL	20	\$83.831	10,3%	\$270	5,2%	1,997
CO	4	\$7.859	1,0%	\$370	7,1%	0,137
MX	18	\$169.512	20,9%	\$1.178	22,6%	0,925
PE	4	\$6.522	0,8%	\$204	3,9%	0,206
<u>Otros</u>	3	\$135.846	16,7%	\$468	9,0%	1,867
Total general	80	\$811.556	100,0%	\$811.556	100,0%	1

Fuente: América Economía Intelligence Unit y World Development Indicators (Banco Mundial)

Nuevamente, la escasa internacionalización de las empresas argentinas llama la atención, porque la teoría económica predice que a mayor volatilidad de un país, mayor es el incentivo a diversificarse geográficamente para reducir riesgos. Además, Argentina fue quien lideró este proceso en forma muy temprana, las primeras multilatinas fueron nacionales, pero luego se fue perdiendo terreno. Si la diversificación vía internacionalización es deseable, ¿Qué inhibe a las empresas argentinas a hacerlo?

Mi hipótesis es que la elevada volatilidad es el factor común que, si bien promueve la diversificación, a la vez la inhibe porque no permite a las empresas pulir su modelo de negocio, tener tiempo para hacer la sintonía fina, y tener tiempo y recursos para buscar nuevos mercados en el exterior. Esto a su vez explica porqué la formación profesional en negocios en Argentina está rezagada, y porqué las empresas del país, sobre todo a las nacionales, no les va bien en el ranking internacional de buenas prácticas de management.

El MBA es un posgrado que en el mundo se lo utiliza para profesionalizar las empresas, mejorar la estructura del negocio y hacer sintonía fina. El problema es que para hacer sintonía fina, esto es, por ejemplo, mejorar la logística de un proceso productivo o estudiar una mejora en el packaging, se requiere cierta estabilidad previa que no tenemos. De esta forma, en nuestro país la alta gerencia de una empresa pasa demasiado tiempo tratando de entender la macro, que si la inflación sube o no, a cuánto estará el tipo de cambio a fin de año, o qué se hará con las políticas de comercio exterior. Esta gran volatilidad hace que el esfuerzo de la alta gerencia no se pueda focalizar en la micro del negocio, en los detalles. Es cierto, con alta inflación probablemente sea una mejor estrategia focalizarse en la macro, ya que mejorando el perfil de cuentas a cobrar y a pagar se puede generar muchísimo dinero, frente a otras medidas. Pero lo cierto es que esa macro opaca a la micro que es la que en última instancia da la verdadera estructura del negocio y la capacidad de crecer y mejorar, la capacidad de exportar este negocio a otros países. En países estables, los hombres de negocio hacen sintonía fina, y mejoran su productividad y rentabilidad. Esto les permite tener el tiempo para pensar en estrategias de internacionalización y de crecimiento. En la Argentina, a los dueños de empresas se les hace muy difícil salirse del día a día para pensar el largo plazo.

Pero esto no quiere decir que no haya formas de hacerlo, o que no sea conveniente tratar de hacerlo, de romper con esta inercia. Claramente hay ejemplos de empresas nacionales que han logrado hacerlo exitosamente. El desafío es sobrevivir la coyuntura macroeconómica sin perder de vista los fundamentos de largo plazo de la empresa, para lo cual se requiere tener una visión global y estratégica, un uso inteligente del tiempo, y una estructura de delegación de tareas operativas que libere a las cabezas de la empresa para pensar el largo plazo.

Un país mejor requiere muchas cosas, mejor calidad educativa, mejor infraestructura, mejores políticos, pero también mejores empresas, mejores empresarios y un management más profesional. Las Universidades tienen un rol importante en esto, y debemos hacernos cargo. Los empresarios nacionales también tienen su rol, y si quieren crecer y subsistir en un mundo globalizado, deben dar “el salto del dueño”, para generar el espacio necesario para que ese hijo que se engendró (la empresa) tome vuelo propio y crezca más allá del ala protectora del dueño.



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.

Los cupones vinculados al PBI ante la nueva metodología de cálculo

Los nuevos datos oficiales del crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) con el cambio de año base de comparación, de 1993 a 2004, plantean un interrogante respecto si el Estado argentino pagaría o no los cupones de los bonos emitidos en el canje del 2005 que están vinculados a esta variable. En los medios se publicó en principio que no se haría efectivo el pago, no obstante la incertidumbre aún permanece. Hacemos hincapié que la discusión es más de carácter técnico. Desde el anuncio del cambio de base para la estimación del PBI las declaraciones del Gobierno omitieron especificar si los cupones arrojarían o no un pago en relación a los resultados del crecimiento del año 2013, de hecho, el ministro de economía, Axel Kicillof especificó que recién con la revisión de septiembre tendremos una respuesta a este interrogante...

Y es que las unidades vinculadas al crecimiento del país pasaron de ser la estrella a mediados del 2013 a casi ser considerados activos basura en las últimas semanas, perdiendo en apenas dos semanas operativas entre 49% y 64% de su valuación de mercado, según se trate de los denominados en dólares o en pesos, si tomamos en cuenta los máximos alcanzados el 27 de marzo, un día antes de la presentación de la nueva metodología de cálculo del PBI y lo ocurrido en las sesiones posteriores. Hacia el último trimestre del año pasado se evidenciaba una marcada euforia en torno a estos activos, ya que las presentaciones intermedias del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del INDEC dejaban indicios para ese entonces de un pago casi certero de los cupones, con estimaciones de crecimiento en el nivel de actividad que arrojaban cifras entre 4/5% anual para ese indicador proxi del PBI.

Recordemos que los comúnmente denominados cupones atados al PBI son una especie de activo derivado, que se entregaron en conjunto con los bonos post canje y luego cotizaron en forma escindida. Su pago no está sujeto a una tasa de interés sino a que se cumplan las siguientes condiciones: que para el año de referencia:

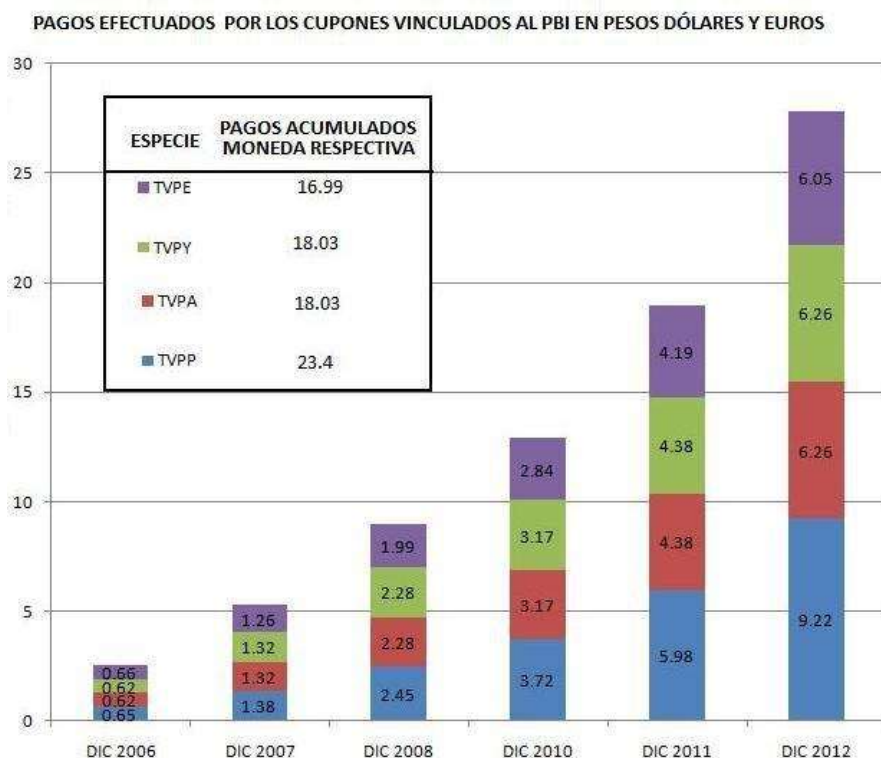
- 1) el PBI real exceda al PBI del caso base establecido por el gobierno.
- 2) el crecimiento anual del PBI real exceda al ritmo de crecimiento indicado para ese año por el caso base.
- 3) y que los pagos totales no excedan el capital ya establecido en las condiciones de emisión para la unidad: 0,48 centavos por unidad de

moneda de la especie. Una vez alcanzado este techo el instrumento no realizará más pagos. Esto significa que si un inversor mantiene 100 unidades en dólares el máximo pago que puede recibir son 48 dólares o \$48 por cada 100 cupones en pesos.

Sólo si estas tres condiciones se cumplían quienes tuvieran los cupones tendrían derecho a recibir pagos por el 5% del excedente del PBI disponible hasta el vencimiento (15 de diciembre de 2035) o hasta que rijga la condición (3).

Desde su emisión, los cupones realizaron seis pagos; quedando sin cumplirse la meta de crecimiento en el 2009 y 2012, acumulándose pagos en TVPP por \$23,4 y en los cupones en dólares por USD18.

FIGURA. PAGOS ACUMULADOS EN LOS CUPONES



Quedaba entonces abierta la posibilidad de un pago en 2014 frente a los resultados del PBI del 2013. La condición para ese año era alcanzar una meta mayor a 3,22% de crecimiento, en base al año base 1993. La medición con cambio de base a 2004, arrojó para el 2013 un crecimiento del 3%, inferior a esa meta, pero que no contempla la misma metodología de cálculo.

La falta de información sobre los detalles metodológicos del cambio de base en la nueva medición del PBI llevó a una fuerte polémica en los días subsiguientes al anuncio de fines de marzo, impulsada fundamentalmente por el ex Secretario de Finanzas Guillermo Nielsen, responsable en su momento del diseño de estos instrumentos derivados. De acuerdo a su interpretación del prospecto, la revisión de toda la serie del PBI por el cambio de año base debería llevar también a un cambio en la tasa de crecimiento necesaria para que se dispare el pago del cupón. Bajo este criterio, si el PBI del 2013 calculado sobre la base del año 1993 hubiera crecido el 4.9% como indicaban las cifras del EMAE, y si se tomara el ratio entre el calculado sobre base 2004 y este número para ajustar el crecimiento base del prospecto el gatillo disminuiría del 3.22% al 1.38%, implicando un pago... La mayoría del mercado, sin embargo, considera que el ratio entre los números del 2012 se mantendría inalterado, por lo que la condición de crecimiento seguiría siendo del 3.22%; y es por ello que la valuación de estos activos ha mostrado una caída vertical, regresándonos en escasas jornadas a valores que no se observaban desde mediados del 2012 para los denominados en pesos, TVPP y de mediados del 2013 para los TVPA y TVPY en dólares. La publicación de un número de 4.3% de crecimiento del 2013 en el informe semestral de perspectivas económicas del FMI, y las declaraciones del Ministro de Economía apuntando a que en septiembre se terminará de definir la situación, alimentaron aún más el clima de confusión. La polémica continuará y se estima una alta volatilidad para el precio del cupón en un escenario donde muchos analistas consideran que no habrá pago este año, y donde la evolución de los precios dependerá del crecimiento del 2015, y los años subsiguientes y de las revisiones hacia atrás que eventualmente puedan realizarse de los números de crecimiento anteriores, que lleven eventualmente a una reducción en los excedentes acumulados. En ese marco, siguen siendo activos atractivos de largo plazo, pero vulnerables de corto plazo.

FIGURA. EVOLUCION DE LA COTIZACION DE LOS CUPONES TVPP Y TVPA EN EL MERCADO LOCAL



El prospecto de emisión (anexo V folios 1208 y 1209) establece el mecanismo para computar el valor que gatilla el pago si se produce un cambio de base, cláusula que prevenía contra casos del tipo del que estamos describiendo.. Esa previsión era lógica porque en general cada 10 años los países recalculan su PBI y por ende no podía quedar ausente en los prospectos de estos activos que se emitieron con un horizonte de 30 años. La baja inicial, promedio del 50% en el valor de los cupones supone un escenario de oportunidad versus riesgo para los inversores, ya que aquellos con gran propensión al riesgo considerarán esta fuerte baja de precios como una oportunidad para especular con los activos, más aún si se consideran los esfuerzos del país para volver a acceder al financiamiento externo. De hecho se rumorea que hubo una fuerte presencia de la ANSES comprando cupones durante el desplome inicial, cuando muchos inversores se vieron obligados a vender sus activos para cubrir la deuda que habían tomado con sus agentes de bolsa (cauciones), mecanismo de apalancamiento que fue un hábito durante los últimos años. Sin embargo este escenario no es recomendable para inversores conservadores. Asimismo, en este marco se han beneficiado más las especies en dólares frente a las de pesos, reforzando el cambio de tendencia observado a comienzo de año.

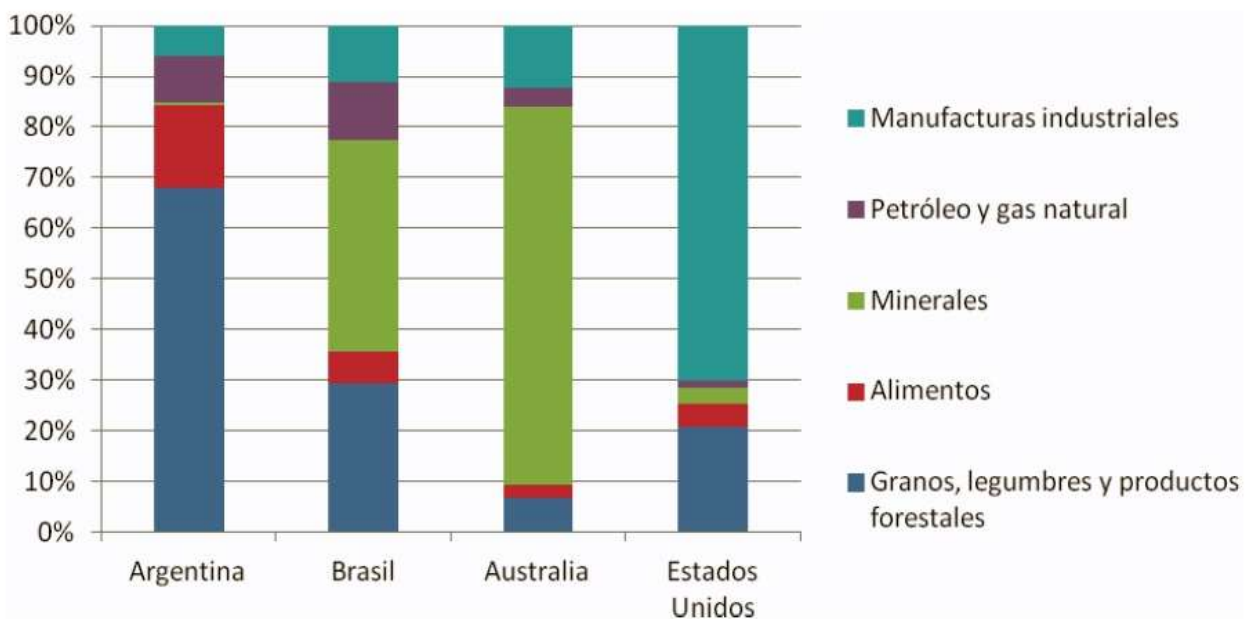
La incertidumbre da lugar pues a nuevas apuestas. Veremos qué suerte se termina decidiendo para estos activos y por ende, para la credibilidad argentina como deudor... ■

La coyuntura

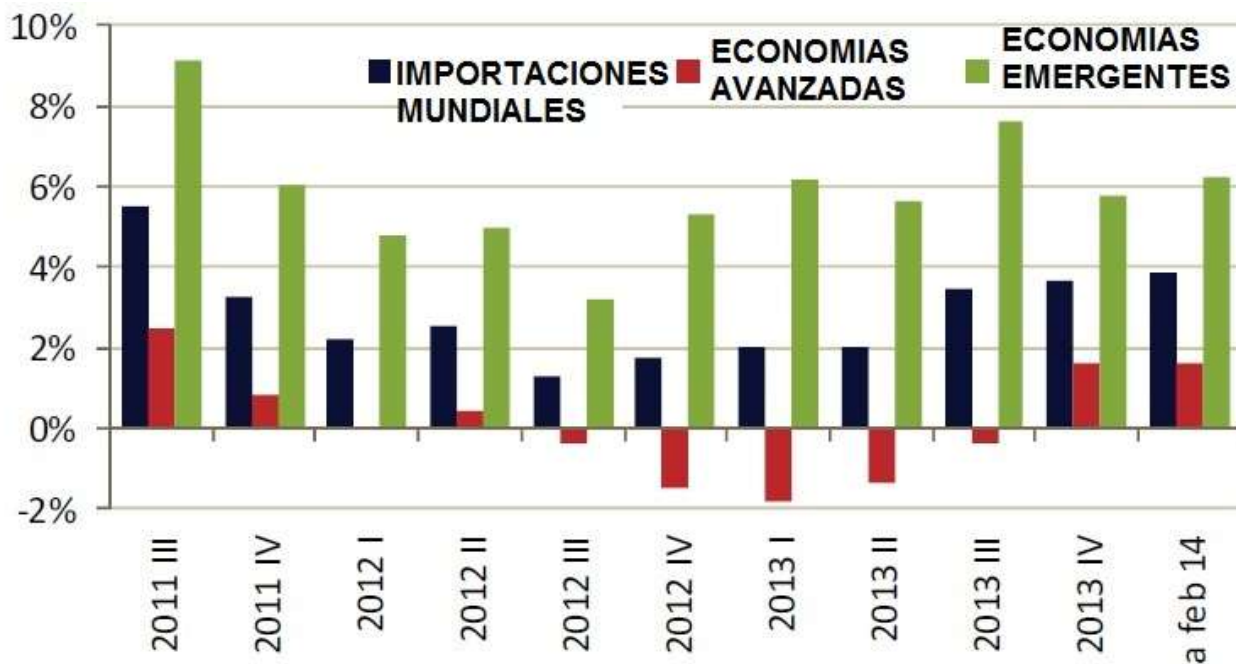
EVOLUCION DE LA COTIZACION DEL DÓLAR INFORMAL EN ARGENTINA



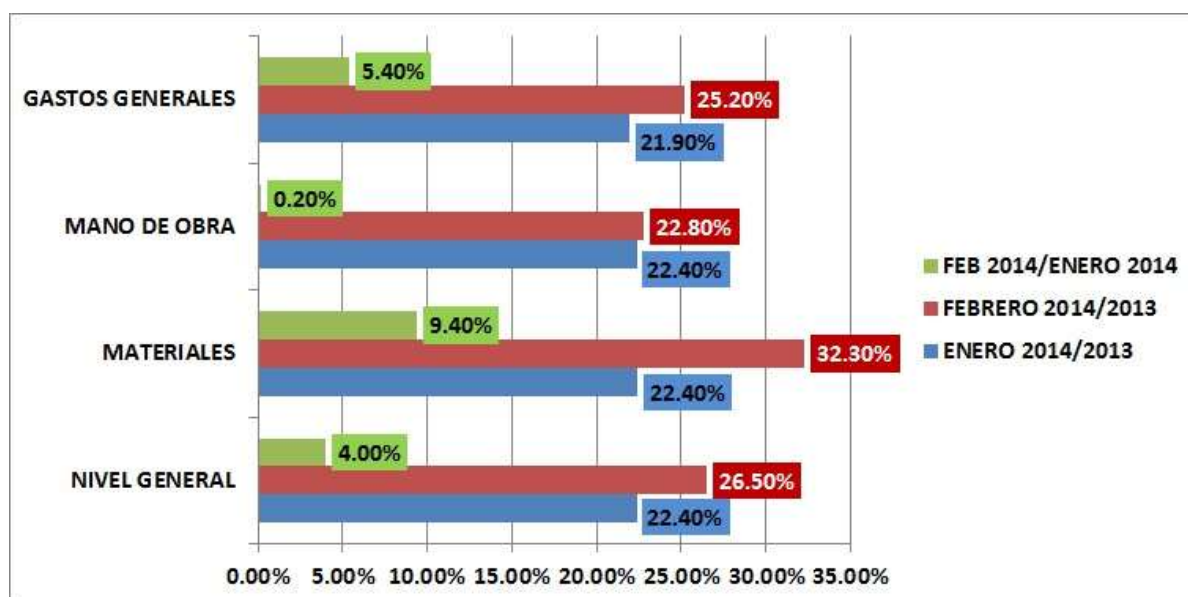
ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES A CHINA



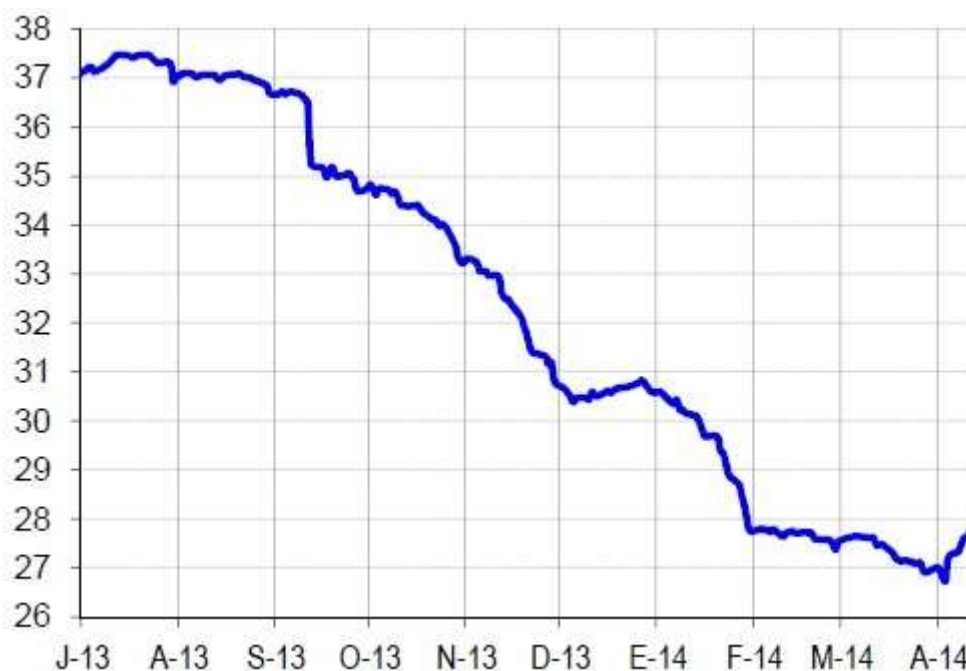
**EVOLUCION DE LAS IMPORTACIONES MUNDIALES POR VOLUMEN
VARIACION INTERANUAL POR TRIMESTRES**



VARIACION DEL ÍNDICE DEL COSTO DE LA CONSTRUCCIÓN (ICC) EN EL GRAN BUENOS AIRES



**EVOLUCION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA
(EN MILES DE MILLONES DE DOLARES)**



CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL CIERRE DE ABRIL DE 2014

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2014
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	8,01	22,76%
DÓLAR INFORMAL - VENTA	10,55	5,50%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2,234	-5,43%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	790	-2,23%
MERVAL (ARGENTINA)	6782	25,80%
DOW JONES (USA)	16580	0,02%
BOVESPA (BRASIL)	51626,29	0,23%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	562,47	16,63%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	202,35	21,79%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	261,99	17,80%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	99,74	1,34%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	25,75%	19,08%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	22,95%	29,30%