

NEWS

7

DIC 2013

Tapa: La Bolsa de Tokio, es la segunda bolsa de valores más grande del mundo.

obelleira.



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

Les acercamos la última edición de este 2013 de nuestro querido NEWS del Instituto de Economía de la UNICEN y nos despedimos hasta febrero del 2014. Siendo la última edición de nuestro primer año, nos hemos inspirado y esta vez contamos con 5 notas.

Guillermina Simonetta y Sebastián Auguste comienzan opinando sobre los cambios recientes de gabinete y en qué medida esto se traduciría en algún cambio de rumbo. Pablo Álvarez debate sobre el proceso de crecimiento argentino y la restricción externa. Daniel Hoyos nos presenta una mirada crítica sobre el uso insistente de los impuestos como instrumento para resolver los problemas de fondo de la economía. En la cuarta nota Sebastián Auguste reflexiona sobre la calidad educativa en Argentina a la luz de los recientes resultados en la prueba internacional PISA de 2012. Finalmente Guillermina cierra el NEWS con una nota sobre inversión en acciones.

Espero estas notas sean de utilidad, y esperamos sus comentarios e inquietudes.

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.



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.

Cambios en el gabinete... ¿cambio de rumbo?

Días atrás se anunciaron nuevas designaciones en el gobierno, principalmente nombrando a Jorge Capitanich y Axel Kicillof nuevos Jefe de Gabinete de Ministros y Ministro de Economía, respectivamente. La noticia tuvo un impacto positivo en los mercados financiero que se potenció posteriormente con una propuesta de indemnización a Repsol por la expropiación de YPF que fue muy bien recibida por empresarios y banqueros, más aun considerando la salida de Guillermo Moreno y el potencial que ello implicaba para sanear el INDEC.

En el fondo estos cambios introducidos, junto con designaciones posteriores como la de este lunes, con María Cecilia Rodríguez como nueva ministra de Seguridad, tienen el objetivo de atacar las problemáticas más urgentes en el plano local: detener la fuga de divisas y lanzar medidas para frenar la espiral inflacionaria a la vez de mostrar énfasis en atacar la inseguridad.

Hasta ahora se anunció un aumento de la alícuota para la importación de autos de lujo que no frenará el drenaje de divisas por parte del sector automotriz (dado que es la adquisición de partes para los vehículos pequeños y medianos los que impulsan el drenaje de dólares al exterior). Asimismo, se espera que a la brevedad sean anunciadas medidas en el plano de subsidios y tarifas de servicios, expectativa que dio un fuerte impulso adicional en el plano bursátil al valor de mercado de las acciones de empresas energéticas.

Por otro lado para atacar la inflación no bastará con un cambio en la forma de medición de precios, sino que será necesario reconocer como problema básico el plano fiscal: el incremento del gasto público de los últimos años financiado con emisión monetaria. Hasta no hacer explícita esta problemática, la fuga de divisas y la reducción de reservas internacionales será una consecuencia directa de ello.

La perspectiva que todos esperan es que estas modificaciones en el plano político impulsen una mejora en el tipo de cambio real que reciben los exportadores o los sectores que tienen la capacidad de vender sus productos al exterior. Si eso no se observa en el corto plazo, entonces los "nuevos jugadores en sus nuevos puestos" no

traerán un cambio en el resultado final.

Un punto es claro: se intentará un mix de financiamiento del gasto con emisión y (ahora) deuda para quitar presión sobre precios. Aún cuando a nivel nacional no se vislumbra una colocación de deuda en el exterior por la presión de holdouts latentes, YPF será una pieza clave para recuperar el acceso a los mercados internacionales (el antecedente de las emisiones de bonos de YPF es un ejemplo). El objetivo es que la petrolera salga a buscar recursos financieros agresivamente una vez que el Gobierno termine de arreglar la indemnización que pagará a Repsol. El Banco Morgan Stanley ya está trabajando junto al Itaú y al HSBC para una inminente colocación de US\$ 300 millones, pero incluso se rumorea que esta iniciativa sea parte de un plan para captar US\$ 2.000 millones, no más allá de enero del año que viene.

Otro plano importante del recambio de nombres es la iniciativa al dialogo con provincias. En este punto, será crucial el abordaje que se dé sobre la reestructuración de las deudas provinciales. Hoy, el stock de deuda que tienen las provincias ascendería a

160.321 millones de pesos, expandiéndose en 24.700 millones de pesos respecto a septiembre de 2012. En forma trimestral, el stock de títulos públicos que emiten las provincias se expandió en 5.000 millones de pesos, ya que al incremento en las colocaciones se debe agregar el impacto de las diferencias de cambio de los bonos “linkeados” en dólares, lo cual implicó un fuerte impulso a partir de la aceleración del ritmo devaluatorio en 2013.

Como puede observarse los frentes de ataque serán amplios, y la demanda de la sociedad en torno a ellos ha sido clara en las urnas. En el plano económico, a estos factores urgentes de ataque se le suma un contexto internacional menos propicio: presión a la baja en el precio de las principales commodities agropecuarios sumado a una perspectivas de mayores tipos de interés globales hacia adelante, por lo que poder aprovechar la coyuntura de cortísimo plazo actual para un mix de financiamiento que permita recomponer reservas y mostrar algún indicio de proyecciones de mayor inversión en infraestructura y en energía futura se torna crucial. ■

EVOLUCION DEL INDICE EMBI + DE RIESGO PAIS DE JPMORGAN PARA ARGENTINA





Dr. Daniel Hoyos

Doctor en Economía (ESEADE)
y Magister en Economía de
Gobierno (UDES). Director
del Departamento de Economía
y Métodos Cuantitativos.

¿Se puede arreglar todo aumentando los impuestos?: el arte de concentrarnos en la punta del iceberg.

Luego de los últimos cambios en el gabinete económico, se conocieron tres medidas de índole fiscal que han generado un amplio debate mediático. El menú involucró la suba de los impuestos internos sobre las compras de ciertos automotores, yates y aeronaves, el incremento en la alícuota en la percepción sobre compras que “drenen” divisas (consumos de tarjeta de crédito, turismo externo y otros análogos) y la negativa de atenuar el impacto del impuesto a las ganancias sobre la segunda cuota del aguinaldo de los empleados en relación de dependencia. Si bien tales decisiones no deberían causar sorpresa a raíz del impactante nivel del déficit de las cuentas públicas, la motivación de las dos primeras es la pérdida de reservas internacionales. En este contexto, la pregunta que deberíamos formularnos es: El camino adoptado ¿es el correcto para resolver el problema diagnosticado? O más precisamente, ¿es correcto el diagnóstico?

En el último trimestre de 2012, el gobierno estableció una percepción que encarecía, fundamentalmente, las compras realizadas en el exterior. La alícuota fue establecida en el 15%. A los pocos meses, fue incrementada al 20%, extendiéndose su aplicación a paquetes turísticos y pasajes con destino externo. A partir de este mes de diciembre se aplicará el 35%. Este adelanto de impuestos, más allá de su impacto fiscal, intenta desalentar el ya reconocido “drenaje” de divisas por esta causa.

Nótese que si bien el énfasis periodístico ha sido puesto sobre el turismo, la mayor pérdida de reservas es originada en las compras individuales de bienes en el extranjero. Al mismo tiempo, la preocupación oficial sobre el comportamiento de otras importaciones también ha ocupado un lugar central en la agenda del gobierno. Recuérdese que— infructuosamente —el ex secretario Moreno intentó

limitar su magnitud a través de distintos medios (permisos, prohibiciones, intercambio compensado, etc.) La última modificación de los impuestos internos sobre automotores de “alta gama” se inscribe en la misma línea.

Este panorama es revelador de la preocupación gubernamental sobre la caída en el nivel de las reservas internacionales de Argentina. De las recientes declaraciones de los funcionarios se puede inferir que tal stock debería asignarse, fundamentalmente, a atender destinos prioritarios (pagos de la deuda pública, cuenta energética e importaciones críticas). Por tanto, todas las demás aplicaciones resultarían superfluas y, por tanto, pasibles de medidas como las descriptas o, incluso, algunas más draconianas como, por ejemplo, la prohibición del atesoramiento o adquisición de divisas para el ahorro personal.

La cuestión es ¿por qué no crece el stock? ¿Por qué sólo se “drena” a una velocidad de, al menos, U\$S 100 millones diarios? La respuesta más superficial – la punta del iceberg – es el nivel de tipo de cambio real. Este indicador combinando el tipo de cambio nominal, los precios externos e internos permite evaluar el grado de competitividad de la economía local en relación con el resto del mundo. De ello se desprende que si, por alguna razón, el tipo de cambio real sube (se deprecia la moneda local) la economía es más competitiva. Caso contrario, estamos en un escenario de apreciación de la moneda local.

¿Cuál es el significado de esta última situación? Un encarecimiento relativo de la economía local. ¿Cuál es la consecuencia? Por un lado, el desaliento de ciertas exportaciones y del turismo receptivo y, por otro, un aliento a las importaciones. El

panorama argentino actual.

¿Por qué se produce la apreciación real de la economía? Porque el nivel de precios interno ha crecido a una mayor velocidad que el cambio existente en el tipo de cambio nominal. ¿Por qué crece el nivel de precios internos? Por la expansión de la oferta monetaria. ¿Por qué se expande la oferta monetaria? A pesar de la elevada presión impositiva, la dimensión del gasto público no se puede financiar con recursos genuinos. En definitiva, el déficit público es financiado por el Banco Central.

Luego, las medidas comentadas sólo se ocupan de la punta del iceberg. En el último tiempo, se aceleró la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial. Ahora, se intenta complementar con estas medidas impositivas tal proceso. Sin embargo, la cuestión de fondo (el gasto público) permanece sin mayores alteraciones.

Ahora bien, el nivel de presión fiscal ha alcanzado su máximo histórico, lo cual también afecta la competitividad local, ya que impacta directamente sobre la rentabilidad empresarial. Al mismo tiempo, la intervención gubernamental y el creciente nivel de regulación sobre la economía, registrado en los últimos años, tampoco colaboran en mejorar la situación.

En fin, la competitividad argentina depende del comportamiento de la política fiscal. Si la presión fiscal difícilmente pueda crecer significativamente sin comprometer seriamente la actividad económica y se desea mantener el gasto público en los niveles actuales, las opciones son limitadas.

Continuar con la emisión como fuente de financiamiento y, con ello, mayor inflación y repetir los problemas existentes. O, tomar

financiación internacional (en los mercados o el FMI u otros organismos internacionales), para lo cual el gobierno debería cumplir con ciertas condiciones previas (cerrar conflictos relativos a la deuda y a las empresas estatizadas y regularizar las estadísticas públicas).

La decisión alternativa sería atacar el nivel de gasto público, lo cual implicaría ajuste de las tarifas de los servicios públicos hoy subsidiados y reducir, sustancialmente, el gasto de naturaleza política (léase Fútbol y TC para todos, las empresas deficitarias como Aerolíneas y Austral, la pauta publicitaria oficial, entre otros). El nivel de gasto público es la génesis del problema, la parte oculta del iceberg, y es la dimensión sobre la que se requeriría actuar, como primer paso, para mejorar sustentablemente la competitividad.

Los pasos siguientes deberían ser la reducción sustancial de la presión tributaria y la desregulación económica. En tal contexto, la competitividad no sería un problema. Pero, en mi opinión, tales temas no ingresan en la agenda oficial. ■



Pablo Ricardo Álvarez

Licenciado en economía por la Universidad Nacional de la Plata y además cuenta con un Posgrado en Administración Bancaria y Economía Monetaria de la misma institución. Se ha desempeñado como economista de las consultoras Economía y Regiones, Ex-Ante, Estudio Broda y Asoc., y Evaluadora Latinoamericana. En la actualidad se desempeña como consultor independiente y es profesor de negocios en la UBA (Facultad de Ingeniería).

¿Es posible alcanzar un crecimiento económico sostenido? ¿O estamos condenados al viejo “Stop and Go” argentino?

Si bien es cierto que si excluimos el período 1975-1990 el desempeño de largo plazo de la economía Argentina no ha sido tan malo, también es cierto que gran parte del siglo pasado sufrimos de los famosos “stop and go”, esto es períodos de bonanza seguidos de fuertes crisis que por lo general venía con fuertes devaluaciones que buscaban reajustar los desalineamientos internos. Esto es, se daba una fuerte devaluación, se bajaban salarios y se ganaba competitividad, luego se comenzaba a crecer, pero de forma desbalanceada lo que te llevaba a un nuevo déficit comercial y fiscal y la necesidad de devaluar otra vez. La razón de fondo es que la competitividad de una economía no lo da el tipo de cambio nominal, las devaluaciones, y Argentina no hacía sus deberes en términos de mantener el gasto público bajo control y financiado, a la vez que no invertía lo suficiente en infraestructura y educación, entre otros pilares de la competitividad.

Luego de diez años transcurridos a partir de 2002; pareciera que volvemos a encontrarnos con un techo en el crecimiento del PIB real marcado por la falta de dinamismo en la evolución del PIB potencial (lo que el país podría llegar a producir a pleno con su stock de capital y recursos humanos), y parece culparse al mismo chivo expiatorio que en el pasado, una especie de maldición de “restricción externa”. Así, diez años más tarde del comienzo de una fase de expansión interrumpida por la recesión de 2008-2009, la cual nos colocó en el cuarto país emergente de mayor expansión después de China, India y Uruguay, Argentina tuvo un crecimiento ligeramente superior a 0% en 2012, y cerrará un 2013 para el olvido.

Ahora, la pregunta es: ¿estamos sólo ante una recesión causada por la profundización de la fuga de capitales registrada en 2011, el cepo cambiario, el freno a las importaciones por medio de la exigencia de la Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI), el derrumbe

(1) Ver nota del diario la nación en <http://www.lanacion.com.ar/1644247-jorge-capitanich-hablo-de-un-tipo-de-cambio-real-efectivo-competitivo-y-de-largo-plazo..>

de las expectativas de inversión en capital reproductivo, la sequía de 2011 y 2012 y la desaceleración económica de Brasil? Es decir, ¿el PIB potencial está creciendo a buen ritmo (digamos tasas de entre el 5 y el 7%), con lo cual sólo tendríamos un problema de corto plazo motivado por una retracción en la demanda agregada; o, por el contrario, estamos frente a un problema de capacidad de las empresas de ofertar bienes y servicios en el largo plazo independientemente del ciclo económico?

El bajo crecimiento actual, la falta de inversión y la dinámica del mercado laboral muestran que deberíamos estar mucho más preocupados por lo que pase en el largo plazo. Argentina, al igual que Europa y EE.UU, puede estar iniciando una etapa de bajo crecimiento, agravada por leves caídas cíclicas, si no se toman medidas correctivas pronto. Dichas medidas deberían ser la implementación de un programa de control de la inflación, una estrategia de crecimiento de largo plazo distinta a la de sustituir importaciones y un freno al crecimiento del tamaño del Estado junto con una mejora de su calidad.

Urge evitar una década perdida 2012-2022. El proceso de descapitalización que puede haber estado sufriendo el país durante los últimos diez años nos puede llevar a ese lamentable resultado. No debería sorprender. Hacer las mismas cosas que en el pasado nos llevaron a fracasos (déficit fiscal financiado con emisión monetaria, control de cambio, proteccionismo, estatismo, discrecionalidad, ruptura de las instituciones, desprecio por el mercado) deja la suerte de nuestro crecimiento sujeta exclusivamente a un contexto externo favorable. Es la continuidad de los errores de política mencionados lo que nos llevaría a la

reaparición del fantasma de la restricción externa.

El aparente giro del gobierno en las últimas semanas, comandado por el nuevo Jefe de Gabinete Jorge Capitanich, parece arrojar una luz de esperanza para por lo menos bajar la probabilidad de ocurrencia del escenario planteado en los párrafos anteriores. Resulta alentador que se haya reconocido que enfrentar el problema de la inflación utilizando un ancla nominal cambiaria genera no sólo graves problemas de competitividad internacional, sino también pérdida de reservas que pueden culminar con una crisis cambiaria terminal. Otra señal que puede generar optimismo es la intención de bajar el déficit fiscal, aunque sin reconocer que la necesidad de su financiamiento con emisión es lo que está detrás del problema de la inflación. Todo esto en relación a los problemas macroeconómicos, que si bien su solución es condición necesaria para lograr un crecimiento sostenido, no es condición suficiente.

Ahora, supongamos que aunque se tenga éxito en lo macroeconómico, siendo el principal escoyo que las medidas entren en la categoría del “too little and too late”, los problemas institucionales persistan (derecho de propiedad menguado, distorsiones discrecionales crecientes, etc.); y como consecuencia de esto, la formación de capital humano (a través de la educación y del aprendizaje en el trabajo), la formación de capital físico y la absorción de tecnología no estén a la altura de las circunstancias.

Existe una esperanza para la formación de capital físico con la intención explicitada de incrementar la inversión pública y privada. En cierta forma, este último aspecto de la

inversión ataca los dos frentes: el macroeconómico por el reconocimiento no explicitado de que hay mucho dinero detrás de pocos bienes y el de crecimiento sostenido por la formación de capital.

Adicionalmente, el anuncio del pago a Repsol por la expropiación de YPF, la voluntad de buscar financiamiento internacional para el gasto público y la idea de tasas más altas para que la gente disponga de instrumentos de ahorro en pesos con rentabilidad real positiva, parecen ser un giro de 180 grados en la política macroeconómica. Esto es un buen punto de partida para no ser víctimas por enésima vez de la denominada restricción externa y seguir en un proceso de “stop and go” con bajo crecimiento sostenido. Hay que darle crédito a los anuncios y esperar que los “como”, sobre todo respecto de frenar la inflación y lograr mayor inversión, sean explicitados y también efectivos. Por ahora el incremento del ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial y las operaciones con bonos sobre el tipo de cambio blue han logrado bajar la brecha cambiaria, aunque la sangría de reservas no cede, dado el exceso de demanda de un mercado con precio máximo en el cual siempre se produce un exceso de demanda y falta de oferta con la correspondiente escasez, y el mercado del dólar no es ninguna excepción. ■



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 calidad educativa en la Argentina

Se acaban de publicar los resultados de la prueba PISA, una evaluación realizada en 2012 a chicos de 15 años en 65 países del mundo. Con esta edición Argentina participó por cuarta vez (las anteriores fueron el 2000, 2006 y 2009). En el ranking general la Argentina se ubicó en el puesto 59 en el test en matemática y 60 en lectura, lo que la ubica entre las peores del mundo. Comparar esta posición con las ediciones previas no siempre es fácil porque la cantidad de países que participan han cambiado. En un trabajo que hice para el BID en el año 2008 armamos un índice de calidad educativa que pudimos seguir en el tiempo intentando cubrir la mayor cantidad de países. Logramos tener medidas para un grupo de 34 países yendo tan atrás en el tiempo como hasta los 1950s. La siguiente tabla muestra esta evolución, resaltando historias bien distintas, la de Argentina, que pasó de un puesto de mitad de tabla en calidad educativa en los 1950s al anteúltimo en 2012 (un deterioro casi continuo), y la de Irlanda y Polonia, dos historias bien distintas a la nuestra.

TABLA. EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD EDUCATIVA EN ARGENTINA

Ranking (de mejor a peor)	1950s ⁽¹⁾		1960s ⁽²⁾		2000 ⁽³⁾		2006 ⁽⁴⁾		2009 ⁽⁵⁾		2012 ⁽⁶⁾	
	País	Valor	País	Valor	País	Valor	País	Valor	País	Valor	País	Valor
1	Noruega	0.063	Japón	0.082	Países Bajos	0.567	Finlandia	0.563	Finlandia	0.554	Japón	0.538
2	Suiza	0.063	Noruega	0.079	Japón	0.555	Canadá	0.534	Japón	0.539	Corea	0.536
3	Dinamarca	0.059	Suecia	0.074	Corea	0.537	Corea	0.531	Corea	0.538	Finlandia	0.524
4	Belgica	0.058	Nueva Zelanda	0.073	Finlandia	0.533	Nueva Zelanda	0.530	Nueva Zelanda	0.522	Canadá	0.523
5	Australia	0.057	Suiza	0.072	Nueva Zelanda	0.533	Australia	0.527	Canadá	0.529	Irlanda	0.523
6	Reino Unido	0.056	Reino Unido	0.070	Suiza	0.528	Países Bajos	0.525	Australia	0.527	Polonia	0.518
7	Canadá	0.056	Australia	0.070	Australia	0.527	Corea	0.522	Países Bajos	0.522	Zelndia	0.512
8	Suecia	0.054	Austria	0.070	Reino Unido	0.527	Alemania	0.516	Alemania	0.520	Australia	0.512
9	Austria	0.053	Dinamarca	0.069	Canadá	0.522	Reino Unido	0.515	Suiza	0.517	Países Bajos	0.511
10	Francia	0.053	Belgica	0.069	Belgica	0.522	Rep Checa	0.513	Reino Unido	0.514	Suiza	0.509
11	Japón	0.052	Canadá	0.069	Dinamarca	0.514	Suiza	0.512	Irlanda	0.508	Belgica	0.509
12	Países Bajos	0.051	Finlandia	0.067	Francia	0.514	Austria	0.511	Polonia	0.508	Alemania	0.508
13	Alemania	0.051	Países Bajos	0.065	Suecia	0.509	Belgica	0.510	Belgica	0.507	Francia	0.505
14	Brasil	0.050	Francia	0.065	Austria	0.506	Irlanda	0.508	Hungría	0.503	Noruega	0.504
15	Finlandia	0.049	Alemania	0.064	Irlanda	0.502	Hungría	0.504	Rep Checa	0.500	Reino Unido	0.499
16	Italia	0.044	Irlanda	0.059	Alemania	0.500	Suecia	0.503	Noruega	0.500	Dinamarca	0.496
17	Rep Checa	0.044	Israel	0.056	Rep Checa	0.499	Polonia	0.498	Dinamarca	0.499	Rep Checa	0.493
18	Nueva Zelanda	0.044	Italia	0.054	Noruega	0.498	Dinamarca	0.496	Francia	0.498	Austria	0.490
19	Argentina	0.044	Rep Checa	0.053	Hungría	0.486	Francia	0.495	Suecia	0.495	Italia	0.490
20	Portugal	0.043	España	0.052	España	0.481	España	0.488	Austria	0.494	Hungría	0.488
21	Irlanda	0.043	Indonesia	0.051	Fed Rusa	0.479	Noruega	0.487	Portugal	0.493	Portugal	0.488
22	España	0.042	Argentina	0.051	Polonia	0.464	Fed Rusa	0.479	Italia	0.489	España	0.488
23	Rumania	0.041	Rumania	0.050	Portugal	0.462	Italia	0.475	España	0.488	Israel	0.486
24	Chile	0.041	Hungría	0.048	Italia	0.462	Portugal	0.474	Fed Rusa	0.478	Suecia	0.483
25	Indonesia	0.040	Fed Rusa	0.045	Grecia	0.452	Grecia	0.473	Grecia	0.470	Grecia	0.477
26	Hungría	0.040	Corea	0.045	Rumania	0.451	Israel	0.454	Israel	0.455	Fed Rusa	0.475
27	Polonia	0.040	Portugal	0.045	Israel	0.449	Chile	0.438	Chile	0.447	Chile	0.441
28	Israel	0.039	Chile	0.044	Tailandia	0.444	Tailandia	0.421	Rumania	0.428	Tailandia	0.441
29	Fed Rusa	0.034	Polonia	0.043	México	0.406	Rumania	0.418	Tailandia	0.425	Rumania	0.438
30	Corea	0.033	Grecia	0.043	Argentina	0.404	México	0.410	México	0.416	México	0.424
31	Perú	0.030	Brasil	0.042	Chile	0.398	Indonesia	0.393	Brasil	0.405	Brasil	0.410
32	Grecia	0.030	Tailandia	0.034	Indonesia	0.363	Argentina	0.391	Argentina	0.401	Indonesia	0.396
33	Tailandia	0.025	Perú	0.032	Brasil	0.352	Brasil	0.390	Indonesia	0.383	Argentina	0.396
34	México	0.025	México	0.020	Perú	0.325	Perú	0.327	Perú	0.369	Perú	0.384

La Argentina hoy se ubica anteúltima entre los de países de Latinoamérica que participan en estas evaluaciones. En PISA 2012 nos superan Chile, Colombia, México y Brasil; sólo Perú está por debajo pero alcanzándonos: en el 2000 le sacábamos 79 puntos de ventaja, en el 2012 sólo 12 (el puntaje en PISA es estandarizado para tener una media de 500 puntos). Todos los países mencionados, a excepción de Argentina, lograron mejorar su puntaje promedio, y aún peor, en las pruebas Lab 1997 la Argentina estaba primera en este grupo de 5 latinos, pero hoy estamos últimos. Lo de México es notable, pasó de último a segundo. Además logró mejorar su calidad a la vez que logró un gran incremento de la matrícula y con mucha mayor inclusión social que Argentina (el Programa Progresá lanzado en 1997 (hoy Oportunidades), similar al Subsidio Universal por Hijo argentino que lanzamos recientemente, jugó un rol en esto, junto con otras políticas de estado). Chile y Uruguay son otros dos países con éxito al lograr inclusión a la vez que mejoraron su calidad. La Argentina, por otro lado, no sólo tenía los mejores resultados, sino que además tenía la mayor cobertura (porcentaje de niños en la escuela).

TABLA. LOS 5 LATINOS

Prueba PISA 2012, Test de lectura (promedio=500 puntos)			Prueba LAB 1997, test de lectura (promedio=250 puntos)		
Puesto	País	Puntos	Puesto	País	Puntos
1	Chile	441	1	Argentina	263
2	Mexico	424	2	Chile	259
3	Brazil	410	3	Brazil	256
4	Colombia	403	4	Colombia	238
5	Argentina	396	5	Mexico	224

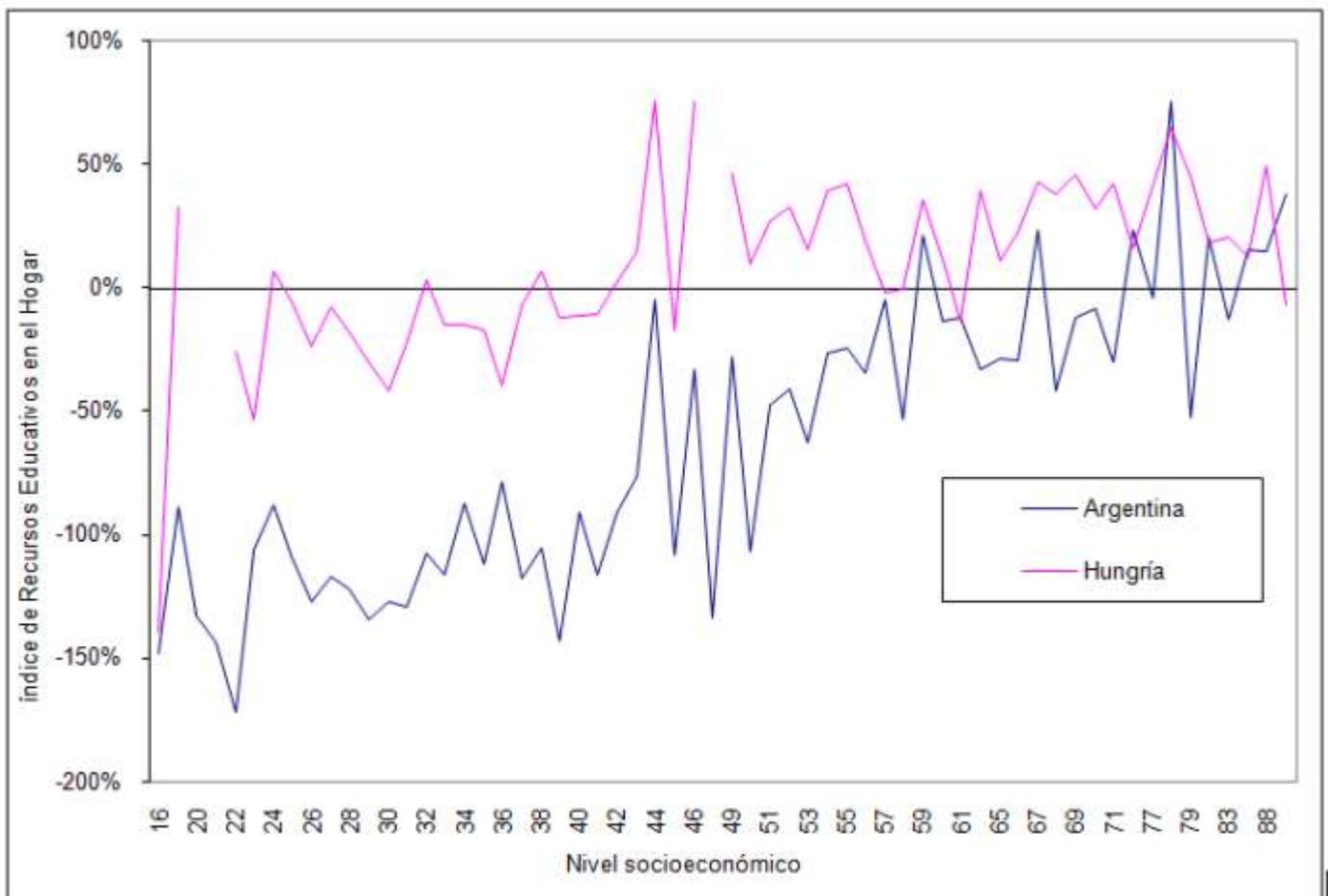
El deterioro de la calidad educativa argentina es muy preocupante, y no se explica por la inclusión de niños con bajo nivel socioeconómico ni se justifica en el nivel de gasto público que la Argentina realiza. Por el contrario el problema del país es un problema de eficiencia, no estamos utilizando los recursos en forma adecuada. En el trabajo que realicé para el BID, analicé en detalle qué hacían distinto aquellos países que tenían un nivel de desarrollo, cobertura y gasto educativo similar a la Argentina (entre ese grupo, que incluye a países como Hungría, Colombia, Chile o Polonia, Argentina es la que obtiene peores resultados).

Encontramos muchas diferencias en cómo se forman y se promocionan a los docentes, cómo se utiliza el tiempo en el aula, cómo se eligen las lecturas, cómo se apoya a los alumnos con peor desempeño y cómo se motiva a los alumnos. Por lo que la Argentina tiene mucho para aprender de los casos exitosos. Por otro lado, lo otro que llama la atención de este análisis que

realicé es el bajo esfuerzo de los padres argentinos. Del grupo que analicé, la Argentina era el país donde los padres le dedicaban menos horas a la lectura de los niños menores de 3 años (estimulación temprana), donde se gastaba mucho menos en material educativo para tener en el hogar, y donde menos importancia se le prestaba a la calidad educativa.

El siguiente gráfico ilustra esta diferencia para uno de los tantos indicadores que analicé, un índice de recursos educativos en el hogar (ordenado por nivel socioeconómico). Hungría le gana a Argentina en todos los niveles socioeconómicos salvo en el 10% superior. La diferencia en los niveles socioeconómicos más bajos es atroz, y es en estos niveles precisamente donde la escuela pública es mayoritaria: si los padres no hacen el esfuerzo todo recae en la escuela pública.

**ARGENTINA VS HUNGRÍA.
RECURSOS EDUCATIVOS EN EL HOGAR POR NIVEL SOCIOECONÓMICO**



Un estudio reciente del BID trata de entender porque a los países de Latinoamérica les va mal en las evaluaciones de calidad educativa. Este estudio se centra en la estimulación temprana, basado en unas evaluaciones de capacidad a niños de 4 y 5 años (análogo a una evaluación de test de lectura). Encuentra que nuestros países tienen un porcentaje muy elevados de chicos en condiciones adversas. En algunos países, como Nicaragua, tienen al 70% de los niños en el nivel mínimo. Esto muestra que las escuelas de nuestros países deben lidiar con una situación más adversa, tanto por la baja estimulación temprana, como por el bajo apoyo de los padres en el proceso.

La escuela en la Argentina tiene mucho por mejorar, no hay dudas. Los países que lo hacen bien tienen un sistema muy distinto, desde cómo se forman y remuneran los docentes, hasta como es el uso del tiempo en el aula y la personalización de la educación. En el país en la última década se ha aumentado el gasto en educación y los resultados educativos empeoran, esto es grave. Se podría argumentar que hay que esperar para ver los resultados. En Chile, por ejemplo, los resultados de todas sus reformas se reflejaron en las evaluaciones internacionales recién 10 años después. Pero en Argentina lo que preocupa es que se ha cambiado muy poco. Nos va peor y aún no hemos reaccionado, es preocupante. Los padres que reaccionan buscan una respuesta en la escuela privada, que gana participación. Debemos ya ocuparnos de lo importante (además de preocuparnos) y exigir que se mejore el sistema educativo. Pero por otro lado como padres sería un gran error delegar todo en la escuela y pensar que no tenemos un rol. El cambio empieza en casa. ■



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, UNICÉN.

Invirtiendo en empresas que distribuyen dividendos

El dividendo es un derecho que se adquiere al ser titular de una acción.

Anualmente, las sociedades tienen la obligación legal de efectuar el cierre de cuentas, normalmente referido al último día del año natural, si bien la fecha del cierre puede ser libremente elegida por los socios. De las operaciones de cierre se extrae, entre otros, el estado contable denominado Cuenta de Pérdidas y Ganancias, que contiene la información del resultado obtenido por la sociedad en el ejercicio. En caso de obtención de beneficios hay que proceder, en primer lugar, a compensar las pérdidas que, en su caso, la sociedad tenga acumuladas de ejercicios anteriores y, en segundo lugar, a la dotación de las reservas. Tras dichas operaciones, el beneficio obtenido podrá ser repartido entre los socios, siendo la Junta General de Accionistas el órgano encargado de establecer la cuantía, el momento y la forma de pago del dividendo a repartir.

Cabe la posibilidad de repartir un dividendo a cuenta de beneficios futuros, siempre y cuando los administradores sociales justifiquen la existencia de liquidez suficiente y que dicho dividendo a cuenta no exceda de la cuantía de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio, así como que no se repartan cantidades suficientes para atender a la compensación de pérdidas de ejercicios anteriores, para dotar las reservas y para satisfacer el impuesto que grave el beneficio que se prevea obtener.

Todas las empresas tienen que formular su propia política de dividendos, incluido el caso extremo de aquellas que excepcionalmente deciden no pagar ningún dividendo. Los principios generales que establecen esta política son:

- La cuestión fundamental es la capacidad de la empresa de generar beneficios y el riesgo a que están sujetos los mismos y es tan importante la política de dividendos.
- Usualmente cuando una empresa dispone de muchas oportunidades de inversión disminuye el coeficiente de reparto de dividendos.
- No conviene sorprender a los accionistas con cambios imprevistos en la cuantía de los dividendos.

A nivel internacional el contexto de tasas de interés extremadamente bajas de los últimos años ha redundado en un incremento de la demanda por parte de los inversores de activos con políticas de distribución de dividendos constantes. Sin embargo esta tendencia ha llevado a que la mayoría de las acciones con las tasas más elevadas de pagos de dividendos en los mercados centrales arrojen niveles muy elevados en sus cotizaciones quedando con vulnerabilidad frente a un escenario de tasas de interés mundiales que comienzan a incrementarse paulatinamente. Ese esquema deja entonces, un claro potencial para aquellos activos que actualmente presentan tasas de dividendos más moderadas, pero que han mostrado una performance histórica de crecimiento en sus dividendos, acciones que se presentan en conjunto como menos vulnerables ante expectativas de subas de tasas de interés y que presentan valuaciones más atractivas en términos relativos. De hecho, siguiendo las acciones que cotizan en el índice SP500 en términos relativos a las acciones con más altas tasas de dividendos, aquellas con altas tasas de crecimiento en sus dividendos reflejan mínimos en sus valuaciones relativas de dos décadas, lo que podría implicar un mejor escenario a futuro para el segundo grupo. Cerca del 84% de las acciones del SP500 retribuyen a sus accionistas con dividendos, pero los niveles relativos a los precios de las acciones (dividendyield o tasas de dividendo) varían en forma marcada entre industrias y compañías.

En Argentina, las presiones del Gobierno y de los representantes de la Anses en los directorios de las empresas más grandes del país para evitar el pago de ganancias entre sus accionistas, o por lo menos disminuir los

montos a repartir ya dejaron de tener efecto. Desde principios de este año, la mayoría de las compañías que cotizan en Bolsa volvieron a incrementar los dividendos distribuidos, empujados por el año electoral, por la necesidad de volver a reconocer la apuesta que hacen sus accionistas y para evitar una tasa del 10% que se aplicará a la distribución de ganancias. En lo que va de 2013 se distribuyeron más de \$ 20.000 millones, según datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Las empresas líderes locales que usualmente pagan dividendos son: Grupo Financiero Galicia; Tenaris; YPF; Siderar; Petrobras Brasil; Telecom y Molinos Río de La Plata. Uno de los puntos importantes a tener en cuenta para el año siguiente, es la problemática cambiara, ya que una posible aceleración de la depreciación del tipo de cambio oficial daría un viento de cola a empresas como Siderar que destinan parte de su producción al mercado internacional, al igual que YPF y Molinos Río de la Plata, entre otras. En el caso de Siderar, este escenario de aceleración del ritmo de la depreciación de la moneda provocaría mayores ganancias con lo cual la empresa podría optar en sumar parte ellas al siguiente pago de dividendos. Asimismo, Molinos Río de La Plata, una de las empresas líder de Sudamérica en el sector alimenticio, con llegada a más de 50 países, tiene la mayor parte de su producción se destina a la exportación, por lo tanto ante un posible escenario de una mayor devaluación agrega un plus a esta empresa. En cuanto al sector bancario los últimos meses han reflejado muy buenos resultados contables, destacando entre ellas al Banco Francés; Banco Macro y Grupo Financiero Galicia, que han obtenido utilidades un 35% mayores a las del mismo trimestre del 2012, con lo

cual mientras no hayan sobresaltos a nivel local, los bancos son una carta fuerte a seguir consiguiendo resultados favorables y por consiguiente volcar montos mayores sobre los accionistas a la hora de pagar dividendos. Con respecto al sector petrolero, Petrobras Brasil, si bien continúa con ratios de endeudamiento altos respecto a la media de las empresas del sector, sigue llevando adelante su plan de inversión (2013-2017), se pusieron en funcionamiento nuevos pozos y continúa con la venta de activos para financiar proyectos. YPF se encuentra en una etapa de financiamiento para poner en funcionamiento el mega pozo de petróleo no convencional de Vaca Muerta. En un futuro, luego de esta etapa, la empresa podría quedar muy bien ubicada a nivel competitivo con respecto a sus pares mundiales. En forma paralela, un nuevo pozo descubierto en Mendoza, aumentaría la producción en poco más de 500 barriles de petróleo diarios, lo que podría generar mejores márgenes de ganancia en los próximos años, con su correlato en mayores dividendos para los accionistas. En relación a la performance de Tenaris, podemos señalar que si bien su último balance decepcionó las previsiones del mercado, mejoró las proyecciones de los próximos trimestres, con lo que podemos esperar una suba en su estable dividendo anual.

Dentro de las empresas multinacionales, con negocios en el mercado local y cotización internacional, tenemos ejemplos adicionales. Gas Natural opera en Argentina, Brasil, Colombia, México, Panamá, Perú, Puerto Rico y República Dominicana con más de 6 millones de clientes de gas, 2.545 megavatios de generación eléctrica y 2,8 millones de clientes de electricidad. La empresa prevé reducir su nivel de deuda a 13.000 millones de euros en el 2013 a 10.600 millones de euros

en el 2017. Asimismo, el grupo cambió su estrategia de remuneración al accionista, ya que en su anterior plan estratégico apuntaba a un incremento anual del 10% de su dividendo, girando actualmente dividendos complementarios.

Muchas veces el efecto de un incremento del pago de dividendos no tiene el mismo efecto en las cotizaciones de mercado, ya que el impacto de un mayor efectivo para accionistas se analiza en conjunto con la proyección de ventas de las compañías, para tener un efecto conjunto de las expectativas de precios de mercado frente al cash recibido anualmente.

Es por ello que tanto la distribución de altos dividendos, como el crecimiento de los mismos es una condición propicia pero no suficiente para redundar en un correlato en las valuaciones de mercado de las empresas.

PRINCIPALES ACCIONES DEL NEW YORK STOCK EXCHANGE QUE REPARTEN DIVIDENDOS

AFLAC
Boeing
Clorox
Coca-Cola
Colgate-Palmolive
CSX
Emerson Electric
Illinois Tool Works
Intel
Johnson & Johnson
Medtronic Inc
NextEra Energy
Nordstrom
Northeast Utilities
Occidental Petroleum
Stanley Black & Decker
United Parcel Service
United Technologies
V.F. Corp.
Yum Brands

La coyuntura

VARIABLES ECONOMICAS

- El Banco Central de Brasil aumentó +50 pb la tasa de interés Selic a 10% anual para morigerar el aumento en la inflación. Este ciclo de suba de tasas comenzó en abril de este año y lleva hasta ahora un aumento de 275 pb. La inflación se ubicó por encima de la banda superior de tolerancia de 6,5% anual, en marzo y en junio de este año, y actualmente se mantiene en 5,8% anual (lejos del objetivo del Banco Central de Brasil de 4,5% anual).
- El Consejo Directivo de Repsol aprobó por unanimidad el preacuerdo del gobierno argentino por la nacionalización del 51% de su participación en YPF. El principio de acuerdo contempla el pago de USD 5.000 mn en activos líquidos, que aún no estarían definidos, aunque algunos analistas estiman que el pago se realizaría con bonos en dólares a diez años. La compañía española comunicó que espera iniciar un pronto período de negociaciones para ultimar los detalles finales del acuerdo.
- La Cámara de Diputados dio media sanción a la modificación a la Ley de Impuestos Internos, que incluye un aumento en la alícuota para los autos de alta gama, embarcaciones y aviones. La alícuota para aquellos automóviles cuyo precio de venta antes de impuestos se encuentre entre \$170.000 y \$ 210.000, sería de 30%, mientras que para aquellos por encima de \$210.000, sería de 50%.
- Los volúmenes de ventas en supermercados y shoppings subieron +18,4% interanual (+2,7% intrmensual) y +20,4% (+3,6%), respectivamente, en octubre. La facturación de los supermercados subió +27,4% interanual, mientras que la de los shoppings creció +32,7%.

VARIABLES FINANCIERAS

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2013
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	6.15	24.87%
DÓLAR INFORMAL - VENTA	9.57	40.74%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2.336	13.98%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	776	-21.70%
INDICES BURSATILES		
MERVAL (ARGENTINA)	5704	99.84%
DOW JONES (USA)	16086.41	22.76%
BOVESPA (BRASIL)	52482.49	-13.90%
SOJA. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	485.03	-6.96%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	164.27	-40.24%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	239.3	-16.29%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	92.72	0.98%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	19.56%	26.72%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	18.13%	45.97%