

NEWS

6

NOV 2013

Imagen de tapa: "El Toro de Wall Street":
escultura de bronce situada en el Parque
Bowling Green cerca de Wall Street (N.Y.)

abelleiro.



INSTITUTO DE
ECONOMIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

FCE UNICEN
ECONOMICAS

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

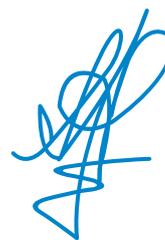
BECARIO
LORENA LUQUEZ

SECRETARIA EJECUTIVA
PIERINA FRONTINI

Editorial

En esta oportunidad Guillermina Simonetta nos presenta un comentario sobre bonos corporativos y su relación con la tendencias de las tasas de interés a nivel internacional y locales, en un contexto donde la inflación en Argentina viene presionando al alza a las tasas de interés. En una segunda nota, Daniel Hoyos vincula también otras fuentes de financiamiento, pero haciendo un foco en las Pequeñas y Medianas empresas. Por último propongo un cierre de este newsletter con una nota que repasa la evolución de los precios de los commodities, claves para los productores agropecuarios, considerando no sólo cómo podrían jugar los precios internacionales en sus decisiones sino combinados con el efecto de la inflación y el tipo de cambio en Argentina.

Esperamos que esta publicación sea de su utilidad,
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.



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.

Suben los precios... ¿suben las tasas?

En esta segunda mitad del año una de las variables más observadas en términos financieros ha sido el comportamiento de las tasas de interés a nivel mundial, con especial enfoque en la política monetaria de Estados Unidos, donde el accionar de los mercados financieros va incorporando paulatinamente que se acerca el final de la política de estímulos iniciada tras el colapso del 2008.

Desde valores cercanos a 1,50% en julio de este año, la tasa implícita de los bonos del Tesoro ha escalado hasta la zona cercana a 3,00% a principios del mes de septiembre pasado y desde ahí cierra el mes de octubre con una baja a 2,53%. Este activo suele considerarse a nivel global como libre de riesgo, y por ende brinda las bases para estimar el resto de las tasas de referencia del resto de los activos de riesgo, como bonos corporativos, y bonos soberanos de otros países, entre otros.

(ver gráfico 1)

En Argentina, se toma como tasa de referencia la tasa BADLAR. Es la tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de más de un millón de pesos, por el promedio de entidades financieras privadas. Las siglas Badlar hacen referencias a Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate. La misma es calculada por el Banco Central (BCRA) en base a una muestra de tasas de interés de entidades de Capital Federal y Gran Buenos Aires.

Esta variable ha pasado de un valor de 17,3% a comienzos de Julio a la zona de 19,5% a fines de octubre, dejando en evidencia que las fuerzas de la economía están cediendo lentamente hacia el ajuste macroeconómico, por el juego de oferta y demanda.

(ver gráfico 2)

En una economía donde los niveles de inflación calculados en base a estimaciones privadas, superan el 20% anual, implicaría que toda vez que se quiera hacer frente a los efectos adversos de las subas de precios generales, en alguna medida las tasas de interés deberían responder al alza para atacar el problema inflacionario, en especial cuando es persistente en el tiempo, y se espiraliza con presiones salariales similares, o incluso superiores...

1: RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS 10 AÑOS (EN PORCENTAJE)

Último dato: 2,53% al 31/10/13. Fuente: Yahoo finance



2: GRÁFICA HISTÓRICA DE COTIZACIÓN DE LA TASA BADLAR PRIVADA EN ARGENTINA



Último dato: 19,5% al 31/10/2013. Gráfica propia en base a datos del BCRA

Esto ha quedado plasmado en el accionar de tasas en lo que va del año, tanto tomando este ítem de referencia, como las tasas pagadas por plazos fijos minoristas a 30 días que en algunas instituciones ya superan el 18% anual.

Las subas de tasas en el plano local y en Estados Unidos nos delinean un contexto donde es importante tener en cuenta algunos factores básicos a la hora de invertir. En primera instancia, las subas de tasas de interés desalientan las inversiones en activos de renta fija en moneda local, excepto aquellos que brindan cobertura ante este suceso, como lo son los bonos (ya sea títulos públicos o corporativos) a tasa flexible o variable. En este caso, tenemos dos ejemplos claros dentro del espectro de títulos del Gobierno Nacional, el Bonar 2014 (AE14) y el Bonar 2015 (AS15), ambos con interés trimestrales atados a la tasa BADLAR y en el primer caso, con un plus de 275 puntos básicos (pb) sobre el valor de la misma. Varias provincias han elegido este tipo de emisiones a tasa variable para tentar al mercado en suscripciones de deuda durante la crisis del 2000-2001, y en los últimos años el mercado ha conjugado emisiones variables ajustadas al CER (siguiendo mediciones de inflación oficiales), al CVS ajustadas a la evolución de salarios, dollar-linked siguiendo la depreciación del peso contra el dólar oficial y también a tasas de interés, como en el caso de los bonos garantizados de la provincia de Río Negro, RNG22, con vencimiento en el 2024, que devengan la Tasa Encuesta del BCRA para depósitos a plazo fijo a 30 días. Gran parte de las emisiones de letras provinciales también se ajustan por tasas variables, como podemos ver en la última licitación de letras de la provincia de Entre Ríos, a 147 y 182

días, con márgenes de corte de 325 pb y 350 pb, respectivamente, sobre la tasa de interés Badlar. Incluso, se destaca la última emisión de Obligaciones Negociables de YPF: días atrás la compañía emitió bonos por \$300 millones a 18 meses, con un cupón variable de 324 pb por sobre la tasa Badlar. En septiembre, YPF había emitido bonos por u\$s150 millones en el exterior bajo ley Nueva York, al completar la colocación de ON a cinco años en el mercado local e internacional. Esta colocación fue la primera en el extranjero desde 1999. La tasa que paga ese título es también variable, y es de aproximadamente el 8% en dólares, al combinar un 7,5% más la tasa Libor, aplicada en Europa. Las colocaciones previas en el mercado argentino habían sido a tasa fija en pesos, la última del 19% anual.

Se puede observar claramente que el mercado se alinea cada vez más con emisiones de deuda a tasa variable, toda vez que las tasas fijas en pesos quedan sin atractivo con elevados niveles de inflación que persisten, más aún si no se vislumbra un conjunto de políticas que ataquen ese flagelo,

Podremos esperar entonces que ya sea por instrumentos en moneda dura, o con tasas variables o con algún otro tipo de ajuste vayamos evidenciando un panorama más complejo de financiamiento para los próximos años, tanto para el Estado (nacional y provincias) como para las empresas. Si al panorama local le sumamos un incidio de cambio de tendencia en la dirección de las tasas de interés de Estados Unidos, entonces, el panorama puede complicarse más aún ya que delinearé un contexto de dinero más caro para los próximos años. El aplazamiento de la reducción de los estímulos monetarios (QE3) de la Reserva Federal (FED) comunicado en

la última reunión del 30 de octubre reduce las expectativas de que las tasas de interés aumenten de manera abrupta, no obstante, será inevitable en el proceso de normalización de la política monetaria. En la región latinoamericana sólo aquellos países que guíen su crecimiento hacia mejoras productivas (por ejemplo, invirtiendo

en infraestructura) serán capaces de competir en un contexto menos favorable que el actual.

Algo similar ocurrirá a nivel de empresas, donde empezará a jugar el pago de intereses de las deudas contraídas siendo clave la performance de cada negocio en este nuevo contexto futuro.

ALGUNOS BONOS CORPORATIVOS DE ARGENTINA. ÚLTIMOS VALORES OPERADOS. (*)

NOMBRE	MONEDA	TICKER	MOD. DURATION	V/R%	TIR%	PARIDAD	FECHA
YPF 2014	ARS	OYP 14	0,32	100%	22,64%	99,5%	30/10/2013
AEROPUERTOS ARG. 2000	USD	Aa2020	3,03	89%	11,56%	98,68%	30/10/2013
ALTO PALERMO 2017	USD	ALTOPA2017	2,84	100%	10,97%	92,27%	30/10/2013
ALTO PARANA 2017	USD	ALTOPR2017	3,15	100%	3,53%	109,4%	30/10/2013
ARCOR 2017	USD	ARCOR2017	3,37	100%	5,11%	107,64%	30/10/2013
ARCOS DORADOS 2019	USD	ARCOS2019	4,74	100%	6,07%	107,43%	30/10/2013
AUTOPISTAS DEL SOL	USD	AUSOL2020	3,87	100%	14,36%	77,56%	30/10/2013
BANCO GALICIA 2018	USD	GALI2018	3,62	100%	9,63%	97,68%	30/10/2013
BANCO HIPOTECARIO	USD	Bh2016	2,14	100%	10,41%	99,15%	30/10/2013
BANCO MACRO 2017	USD	BMA2017	2,68	100%	10,61%	95,09%	30/10/2013
BANCO MACRO 2036	USD	BMA2036	8,47	100%	10,32%	82,61%	30/10/2013
CAPEX 2018	USD	OCEX1	3,23	100%	15,89%	83,85%	30/10/2013
CRESUD 2014 DL	USD	OCR10	0,37	100%	2,73%	101,87%	30/09/2013
CRESUD 2015 DL	USD	OCR13	1,4	100%	1,03%	101,22%	22/10/2013
CRESUD 2018 DL	USD	OCR14	4,13	100%	2,15%	97,42%	09/10/2013

(*) EN UNA SIGUIENTE NOTA SE HARÁ INCAPÍE SOBRE LOS CONCEPTOS PRINCIPALES EN BONOS, COMO SON LA DURATION MODIFICADA, TIR (TASA INTERNA DE RETORNO), PARIDAD, VALOR RESICUAL (V/R), ENTRE OTROS CONCEPTOS Y RIESGOS DE ESTE TIPO DE ACTIVOS.

Variables macroeconómicas

PricewaterhouseCoopers (PwC) anunció que compraría la firma de consultoría Booz. Luego de la ley Sarbanes-Oxley de 2002, PwC había vendido su firma de consultoría a IBM. En los últimos años, PwC compró a la firma Paragon Consulting Group y la firma de consultoría de servicios comerciales de BearingPoint; entre otras firmas. A inicios de este mes, PwC anunció que planea invertir USD 1.000 mn para hacer crecer sus operaciones globales en los próximos tres años.

Royal Dutch Shell anunció ganancias menores a las esperadas en el 3T13 (USD 4.500 mn vs USD 5.000 mn) debido a menores márgenes en refinación, mayores costos de producción y cortes de suministro de petróleo en Nigeria. La firma anunció que pagaría un dividendo trimestral de USD 0,45 por acción (+4,7% a/a).

Según el diario **Ámbito Financiero**, la minera Barrick Gold elevaría el costo estimado del proyecto binacional (Argentina-Chile) de Pascua Lama por tercera vez en dos años. Los mayores costos se deben principalmente a que la empresa acordó construir un nuevo sistema de manejo de aguas en Chile, luego que la Corte Suprema de este país ratificara un fallo por violaciones medioambientales.

En este contexto, según la agencia Reuters, la compañía estaría buscando inyecciones de capital privado, y mientras tanto, según **Ámbito Financiero**, los trabajos en San Juan sufrirían una demora.

El **Banco Interamericano de Desarrollo** aprobó un préstamo para Argentina. El crédito forma parte del plan de USD 1.200 mn que están presupuestados para el país

este año, y servirá para “la ampliación, rehabilitación y mejora de corredores viales, que incluyen acciones para mejorar las condiciones de seguridad vial de la región del Norte Grande de Argentina”.

Según el diario **O Globo**, el gobierno de Brasil habilitó un cupo para importar hasta 600.000 toneladas de trigo, sin cargos impositivos o aduaneros, hasta fines de mes. Esto se debe a los problemas de abastecimiento por parte de Argentina, cuyas exportaciones al país vecino cayeron -36% durante 201.

Para la **soja**, el avance nacional de siembra logró cubrir el 4,6% de la superficie proyectada en 20.200.000 hectáreas, permitiendo calcular un progreso intersemanal de 2,2% y un adelanto interanual de 1%. Gracias a la acumulación de humedad durante las semanas previas al inicio de este ciclo, la incorporación de cuadros comenzó con fluidez en varios puntos de la provincia de Buenos Aires y La Pampa, como así también en sectores del sur de Santa Fe y sudeste de Córdoba.

En el caso del **maíz**, se registró un avance semanal de siembra de 8 puntos porcentuales, y se redujo el retraso interanual a -5,2 puntos. A la fecha se lleva sembrado el 34,8% de un área proyectada en 3.640.000 Ha para la campaña en curso. La ventana óptima para implantar maíz de primera ha finalizado, sin haber logrado cubrir el 100 % de la superficie proyectada para esta campaña.

De este modo, el productor trasladaría esa superficie remanente a fechas tardías de diciembre o al cultivo de soja. ■



Dr. Daniel Hoyos

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

Las pymes argentinas y la financiación de sus proyectos

El financiamiento empresarial ha ocupado un puesto relevante en la agenda económica argentina. Ante tal panorama, los sucesivos gobiernos han organizado distintos programas e, incluso, han procurado direccionar el crédito bancario con éxito diverso. Sin embargo, periódicamente, surgen distintos voceros del sector empresario que resaltan la insuficiencia de estas iniciativas. Ahora bien, ¿está adecuadamente planteado el problema? ¿Es una cuestión de asignación del crédito bancario? o existen inconvenientes en torno a la medición de la rentabilidad empresarial, ya sea por factores propios de la firma o relacionados con el contexto.

Una rápida visita a la página web del ministerio de industria encandilará al cibernauta con una nube de siglas: FOGAPYME, RBT, PACC, EM, SGR, NEXO PYMES, entre otros. Idéntico cuadro podría obtener si recorriere cada uno de los distintos sitios de los ministerios de la producción provinciales. En fin, múltiples alternativas que resultarían indicativas de la presencia de un problema de alcance general en esta materia. La cuestión es identificar las fuentes del mismo y evaluar, en todo caso, si el diagnóstico y las herramientas elegidas son las adecuadas.

En este contexto, la primera cuestión a establecer es si se trata de un problema de naturaleza local o si, por el contrario, también tiene su reflejo en otros países.

En Brasil las firmas micro y pequeñas participan con el 13% (del stock de créditos al sector privado); en tanto, en promedio, incluyendo también los bancos públicos, este valor no llega al 20%. En Bolivia, sólo el 14% de las micro y pequeñas empresas accedió a un crédito en el primer trimestre de 2010. En México, el acceso es todavía menor". (1)

En síntesis, la cuestión no debería ser tratada asumiendo que sólo afecta al mercado argentino y que trasciende, al menos, al terreno

(1) Ferraro, C. y E. Goldstein, "Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina" en "Eliminando barreras: el financiamiento a las Pymes en América Latina", Carlo Ferraro (compilador), CEPAL – AECID.

(2) Bebczuk, R.N., "Información asimétrica en mercados financieros", Cambridge University Press, 2000.

latinoamericano.

Ante este diagnóstico sería razonable sumergirse en la teoría económica con el objetivo de obtener posibles explicaciones sobre este fenómeno. En este contexto, una teoría plausible sería aquella que enfatiza en el importante impacto de las asimetrías informativas sobre el funcionamiento del mercado de crédito.

“La asimetría informativa en los mercados financieros puede adoptar cualquiera de las siguientes modalidades: selección adversa, riesgo ético y costos de monitorización”.(2)

En definitiva, la relación entre los potenciales deudores y acreedores se encuentra afectada por la diferente dosis de información con la que cuentan tanto a priori (selección adversa) como a posteriori (riesgo ético y costos de monitorización) de la contratación.

En el primer caso, el acreedor puede enfrentar serias dificultades para identificar los diferentes grados de calidad o riesgo de los proyectos que requieren financiamiento. En tanto, las otras dos variantes se relacionan con el comportamiento del deudor luego de efectuado el desembolso por parte del acreedor y, con ello, se dificultaría el recupero de los fondos prestados. A partir de tal descripción se puede concluir, reafirmando lo mencionado previamente, que la información asimétrica no es un fenómeno exclusivo del mercado de crédito argentino. Eventualmente, la pregunta será: ¿existen factores locales que tienden a acrecentar la magnitud de este fenómeno?

A efectos de enfocar esta interrogante, debe recordarse que, en los proyectos empresariales, la real garantía de repago es la rentabilidad que generen los mismos. Por tanto, resulta clave para el análisis identificar

aquellos factores que contribuyen a delinear tal rentabilidad.

A grandes rasgos pueden identificarse dos ejes que hacen a tal rentabilidad. Algunos aspectos son intrínsecos a la propia empresa como, por ejemplo, la calidad y experiencia de su gerenciamiento, su oferta de bienes y servicios, su estructura organizacional, las características de sus factores o recursos productivos, etc. Por otra parte, se pueden enumerar elementos externos a la firma que condicionan el rango de utilidad empresarial. Entre otros, se pueden enumerar el grado de competencia o concentración en el mercado, el nivel de regulación (sectorial y general) y la estabilidad macroeconómica.

Más allá de la incidencia de las características propias de las empresas, la tradicional volatilidad argentina en materia macroeconómica y regulatoria acrecienta – bajo cualquier escenario – la prima por riesgo sistemático. Resulta evidente que esta circunstancia sesga la balanza contra aquellos proyectos que exhiben mayores debilidades al momento de estimar su rentabilidad y, por tanto, reduce sus probabilidades de acceder a financiamiento bancario.

Al mismo tiempo, la normativa prudencial, emitida por el BCRA, obliga a las entidades financieras a clasificar a los deudores y constituir provisiones por riesgo de incobrabilidad. A diferencia del segmento individuos (donde la evaluación se apoya significativamente en el sistema de score), en el caso de la banca comercial la apreciación del riesgo pondera aspectos tales como la información económica, el tipo de operación, historial crediticio, garantías y el propio rating asignado por la entidad. Por tanto, como se puede observar, los sistemas de información empresarios adquieren suma relevancia al momento de la evaluación del

riesgo de crédito.

Ahora bien, ¿cuáles son los principales datos que arroja el mercado de crédito en Argentina?

De acuerdo con la información publicada por el BCRA, las financiaciones otorgadas por el sistema financiero argentino – a junio de 2013 (3) – ascendieron a \$ 536.9 miles de millones (MM). De este total, el 56,23% corresponde a cartera comercial, el 36,54% a cartera de consumo o vivienda y el 7,23% a cartera comercial asimilable a consumo. En cuanto al nivel de operaciones el panorama luce sustancialmente diferente. Así, mientras que los préstamos a individuos totalizaron 23.272.015 operaciones, las operaciones con empresas sumaron 1.090.842 préstamos.

Observando los saldos promedio (4) de los préstamos otorgados al sector privado se puede advertir que el stock se puede dividir en las siguientes categorías: (I) préstamos personales y tarjetas de crédito (36.3%), (II)

los documentados (5) (26.1%), (III) adelantos en cuenta (13.1%), (IV) hipotecarios (9.1%), (V) prendarios (6.5%) y (VI) otros (8.9%). En promedio, la mayor participación de las personas físicas se registra en las categorías (I), (IV) y (V) mientras que en el resto la presencia de las personas jurídicas es más relevante.

En este contexto, y tomando como referencia la operación crediticia diaria, las pymes argentinas muestran una alta concentración de su crédito en adelantos en cuenta y préstamos documentados en sus diversas formas, aunque con una clara prevalencia del descuento de documentos como fuente de financiamiento. En términos agregados, la operatoria de pymes representa aproximadamente el 15% del monto correspondiente a personas jurídicas.

Un punto interesante es el relativo a los plazos y tasas involucrados en las transacciones referidas. En relación con los plazos, según la información brindada por el BCRA, se pueden estimar el siguiente cuadro

EN DIAS	SEPTIEMBRE		2013	
	PYMES	OTRAS JURIDICAS	PYMES	OTRAS JURIDICAS
ADELANTOS				
CUENTA CORRIENTE	90	65	94	66
OTROS	429	237	404	231
DOCUMENTOS				
A SOLA FIRMA - FIJA	719	471	553	442
A SOLA FIRMA - VAR	988	428	801	492
DESCONTADOS	60	62	59	61
COMPRADOS	55	51	49	47

(3) En octubre de 2013, el saldo de préstamos otorgados por las entidades financieras asciende a \$ 513,3 miles de millones. En dicho total, el sector privado no financiero participa en 90.4%.

(4) A octubre de 2013

(5) Computando documentos a sola firma, descontados y comprados.

Como se puede advertir los plazos otorgados a las pymes resultan notablemente superiores a los correspondientes a las otras empresas.

Este panorama podría completarse observando el comportamiento de las tasas de interés aplicadas a cada una de las operatorias.

EN %	SEPTIEMBRE		2013	
	PYMES	OTRAS JURIDICAS	PYMES	OTRAS JURIDICAS
ADELANTOS				
CUENTA CORRIENTE	27	31	26	31
OTROS	26	31	26	31
DOCUMENTOS				
A SOLA FIRMA - FIJA	26	30	25	29
A SOLA FIRMA - VAR	25	23	25	24
DESCONTADOS	21	23	21	23
COMPRADOS	20	25	20	25

De los cuadros precedentes se puede concluir que en el caso de las empresas **calificadas** por los bancos no existe una diferencia sustantiva en su comparación con otras firmas de diferente volumen. Lógicamente tal discrepancia surge si la comparación se efectuara con las denominadas empresas de primera línea, las cuales cuentan con la posibilidad de financiarse en el mercado de capitales. Sin perjuicio de ello, es necesario notar que algunas pymes también recurren a este último mercado para obtener fondos a través de distintos instrumentos: cheques de pago diferido, obligaciones negociables y valores de corto plazo y fideicomisos financieros con oferta pública.

En el caso de los cheques de pago diferido, el mercado local presenta dos modalidades: los cheques avalados y los patrocinados, siendo el primero el más difundido. Este

procedimiento requiere la intervención de una sociedad de garantía recíproca que brinda el aval correspondiente.

En septiembre, la tasa para este tipo de financiamiento promedió el 20.71% correspondiendo el menor registro para cheques con vencimiento a menos de 30 días (19.10%) Nótese que el volumen transado en el mes no alcanzó a los \$ 363 millones, cifra ciertamente menor en relación al descontado en bancos.

En tanto, las obligaciones negociables emitidas por las pymes en 2013 fueron 10 (9 en pesos y 1 en dólares) totalizando \$ 96 millones. Los emisores de este instrumento pertenecen a 6 sectores de la economía: agropecuario (1), alimentos (1), servicios (1), industrial y comercial (2), informática (1) y financiera (4). Con excepción estos dos últimos el resto se encuentra vinculado directa o indirectamente con el sector

agropecuario. En el caso del sector financiero, las emisoras se corresponden con entidades que realizan préstamos, fuera de la órbita del BCRA, fundamentalmente con destino al consumo.

Finalmente, los fideicomisos financieros vinculados con pymes se concentran básicamente con el sector agropecuario. El departamento comercial y pymes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha identificado 7 emisiones que totalizaron \$ 197 millones. Para comprender la incidencia de esta fuente de financiamiento debe observarse que, sólo en septiembre de 2013, ingresaron al mercado 17 fideicomisos financieros, 14 de los cuales “empaquetan” préstamos de consumo de diverso origen.

Finalmente, si se observa el stock de valores fiduciarios emitidos hasta dicho mes, se advertirá que el 53% del volumen corresponde al sector infraestructura y energía y un 10% a títulos e ingresos públicos, en ambos casos financiamiento al sector público. La pintura se completa con el 28% del monto emitido destinado al financiamiento del consumo. Estos últimos datos brindan un claro panorama del sesgo de nuestro mercado de capitales y, en cierta medida, una explicación de la baja incidencia de las pymes en esta modalidad de financiamiento.

Una de las mayores problemáticas que enfrentan las PYMES a la hora de conseguir financiamiento a través del mercado de capitales, así como muchas empresas más chicas a nivel de créditos bancarios, reside en el elevado grado de informalidad en el que aún trabajan. Esta problemática también es común en Latinoamérica: no poder mostrar números reales de ventas considerando aquellas ventas que se realizan en negro o en gris, hace que los números contables muchas veces no reflejen

la realidad de las empresas y que deban entonces aceptar financiamiento de proveedores u otras instituciones financieras a tasas mucho más elevadas que las que les darían los canales formales. Entender esta problemática será clave para poder potenciar el crecimiento de gran parte del entramado de pequeñas y micro empresas. ■



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.

Al Grano con los precios

¿Que pasa, que pasó y que pasará con los precios relevantes para los productores agropecuarios?

En el último mes la tendencia bajista en los precios internacionales de muchos commodities parece haberse frenado. Esto se debe a novedades en el exterior que afectan la dinámica de largo plazo de los precios.

En primer lugar, el mercado financiero se calmó respecto a que la Reserva Federal (FED) podría revertir su política de estímulos monetarios en EE.UU, y se encargó de crear expectativas de que no se iba a apurar para sacar el famoso QE3 (compras masivas de bonos - agency mortgage-backed securities- de USD 40 mil millones mensuales). Esto generó la expectativa que la tan mentada suba de tasas de interés se iba a retrasar un poco más en el tiempo, lo que le da aire a los precios de los commodities, y de otros activos financieros considerando la alta liquidez mundial derivada de estos estímulos.

Por otro lado, China anunció un cambio significativo de política económica, pasando a centrar su crecimiento en el mercado interno. El modelo de fuerte crecimiento liderado por las exportaciones y la inversión en infraestructura parece haberse agotado, en un mundo donde la demanda es débil. Internamente China todavía tiene un 50% de su población viviendo en zonas rurales en economías de subsistencia. La idea es incorporar a esta gente al mercado, mejorar sus condiciones de vida, invertir ahora en promover el crecimiento desde adentro, en un estado que ha sabido ahorrar mucho en todos estos años de bonanzas. Esto también es una buena noticia, especialmente para commodities agropecuarios, como la soja, ya que millones de chinos empezarán a demandar más alimentos.

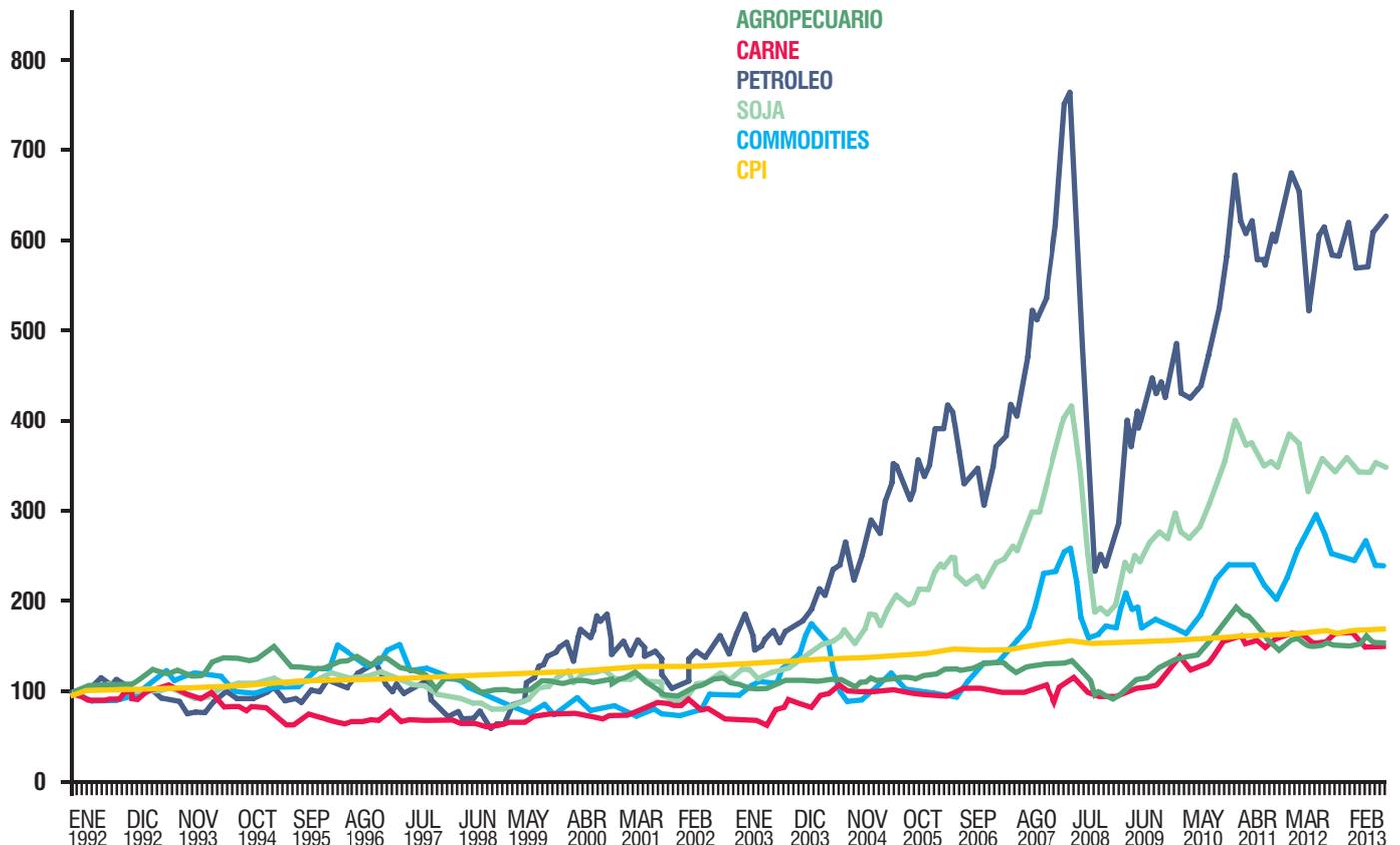
En el caso de la soja, los precios venían en caída desde un pico histórico de 622 dólares por tonelada en el mes de agosto de 2012, considerando el promedio mensual, con los típicos altibajos por las noticias del clima en países que son grandes productores, pero en una tendencia bajista al fin. En agosto 2013 el precio promedio registrado fue de 498.05 dólares por tonelada, el menor operado desde el pico, pero septiembre estabilizó el precio en 503 dólares. ¿Habrà terminado la caída? ¿Hasta cuánto ajustará?

El consenso entre especialistas es que el ciclo de súper precios de commodities ya se terminó. En los metales esto se ve más claramente. También es cierto que el contexto internacional no es el mismo que hace 15 años, por el contrario seguirá siendo favorable para los commodities, no tanto como en los últimos 4 años, pero mejor que en el pasado, por lo que tampoco es esperable una reversión de precios a su precio promedio, que para la soja desde 1980 sería algo así como volver a 200 dólares por tonelada, y si consideramos la

dispersión de datos desde el año 2000, ese promedio está cercano a 400 dólares. Los nuevos precios serán más altos, pero bastante por debajo de los picos observados un año atrás.

¿Qué pasa con la inflación y el dólar? Al productor local de commodities le importa además de la evolución de precios en el exterior, saber cómo va a evolucionar la conversión de esos dólares a pesos, y qué poder de compra tendrán esos pesos. Lo primero viene dado por el tipo de cambio

EVOLUCIÓN DE PRECIOS PARA DISTINTOS COMMODITIES E ÍNDICES DE COMMODITIES COMPARADO CON LA INFLACIÓN EN EE.UU. (CPI), ÍNDICES ENERO 1992=100)



oficial, al cual deben ejecutar los exportadores sus productos, al que obviamente se le debe sacar las retenciones. Para la soja, por ejemplo, si un productor vendiese soja blue, esto es al tipo de cambio blue sin retenciones, obtendría hoy casi 5000 pesos por tonelada exportada. Al tipo de cambio oficial le ingresan unos casi 3000 pesos, y con retenciones unos 1800. Es decir, de lo que podría obtener a un dólar Mesi de \$10 a lo que finalmente percibe el exportador se pierde casi un 75%, que en algún lado están y no es en las arcas de los productores.

La inflación en lo que va del año está contralada, según las mediciones privadas, alrededor del 25% anual. Para el tipo de cambio oficial se observó una fuerte devaluación que llegó a un ritmo de casi 40% anual en su pico, para luego irse apaciguando y cerrar hoy en un ritmo similar al de la inflación privada. Si la decisión de política es mover el tipo de cambio oficial al ritmo de la inflación, esto es una buena noticia para los exportadores, porque saben que su competitividad no se seguirá erosionando. Este parece ser el escenario.

Argentina perdió mucha competitividad vía precios en los últimos años producto de una fuerte inflación que no fue acompañada por una devaluación de la moneda o de aumentos importantes en la productividad. Para los exportadores esto significa que sus ingresos están fijos, que no han podido reducir costos por productividad, y que además los costos han tendido a aumentar por la inflación, combo fulminante para el sector. La buena nueva es que no seguirían perdiendo competitividad. Si el cinturón todavía queda bien, se puede seguir respirando cómodo, pero sabiendo que los

precios afuera no van a subir, y lo más probable es que bajen algo más, prudencia es una buena palabra para adoptar entre los que invierten en el sector. ■

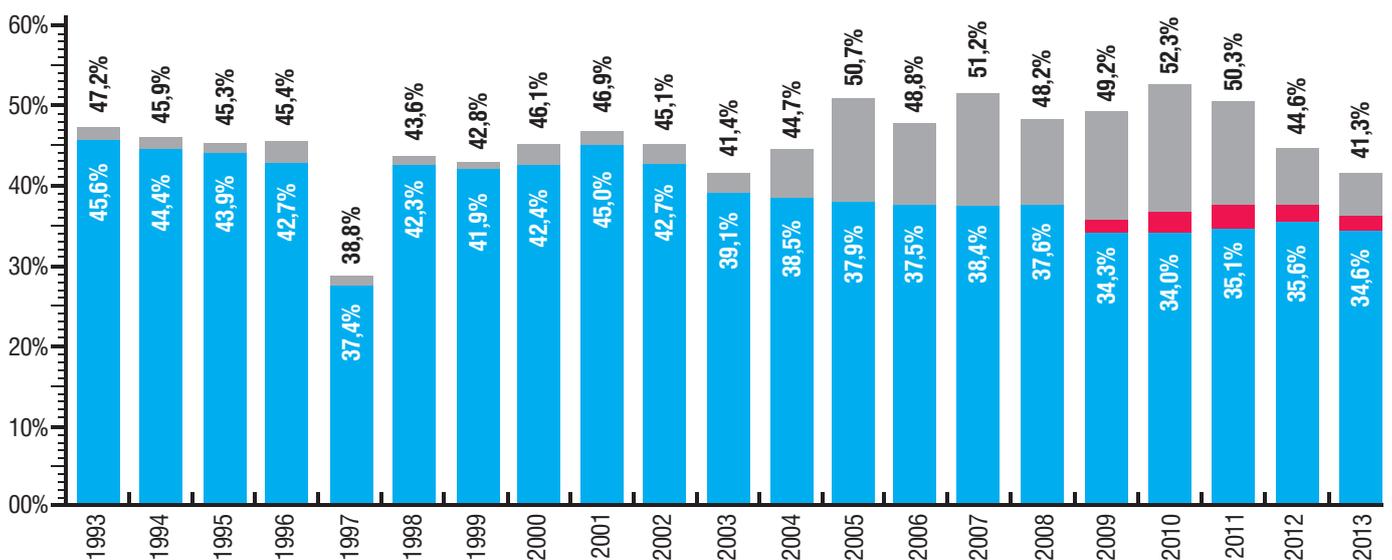
La coyuntura en gráficos

MERCADOS DE ACCIONES. COMPARATIVA DE RENDIMIENTOS EN LO QUE VA DEL AÑO 2013 DE LOS ÍNDICES DOW JONES INDUSTRIAL (DJI) NASDAQ COMPUESTO (IXIC) Y SP500 (INX) DE LA BOLSA DE NUEVA YORK.

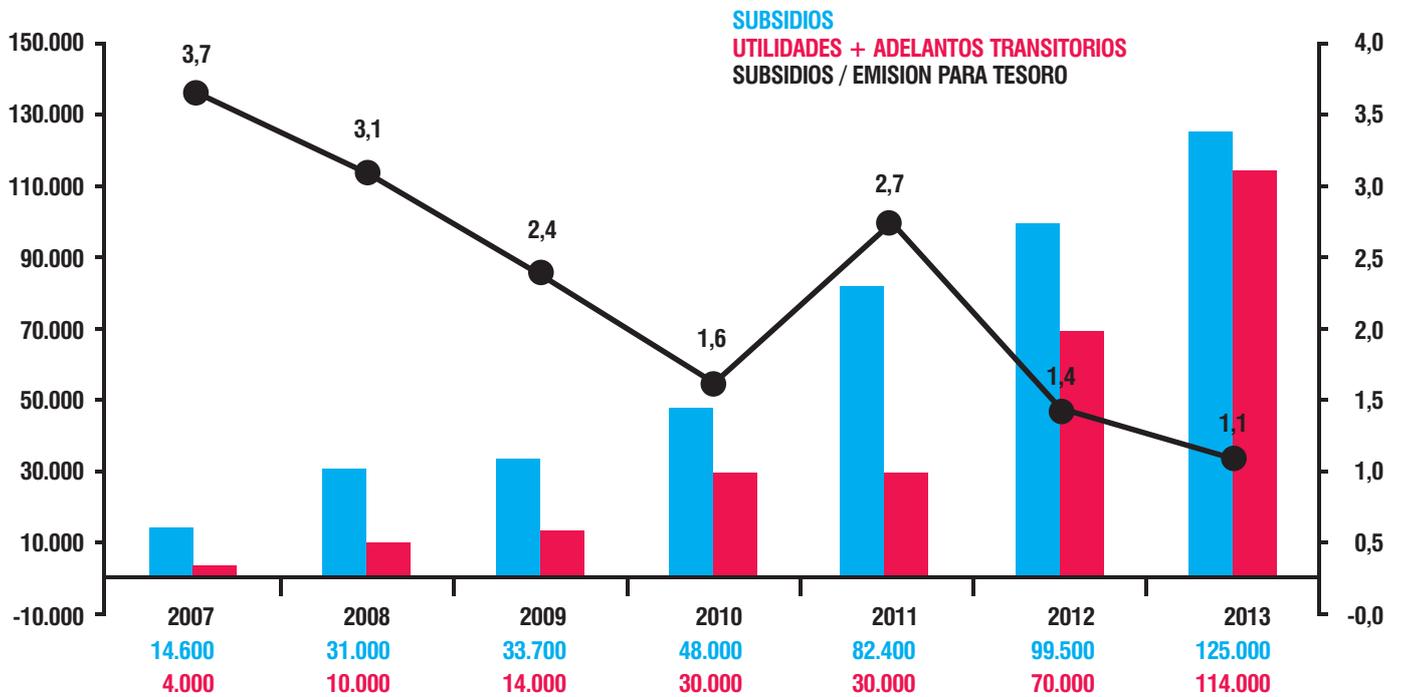


RECURSOS DE ORIGEN NACIONAL TRANSFERIDOS A LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES EN % DEL TOTAL DE RECURSOS PROVINCIALES

COOPARTICIPACION Y LEYES ESPECIALES TRANSFERENCIAS DISCRECIONALES FONDO FEDERAL SOLIDARIO

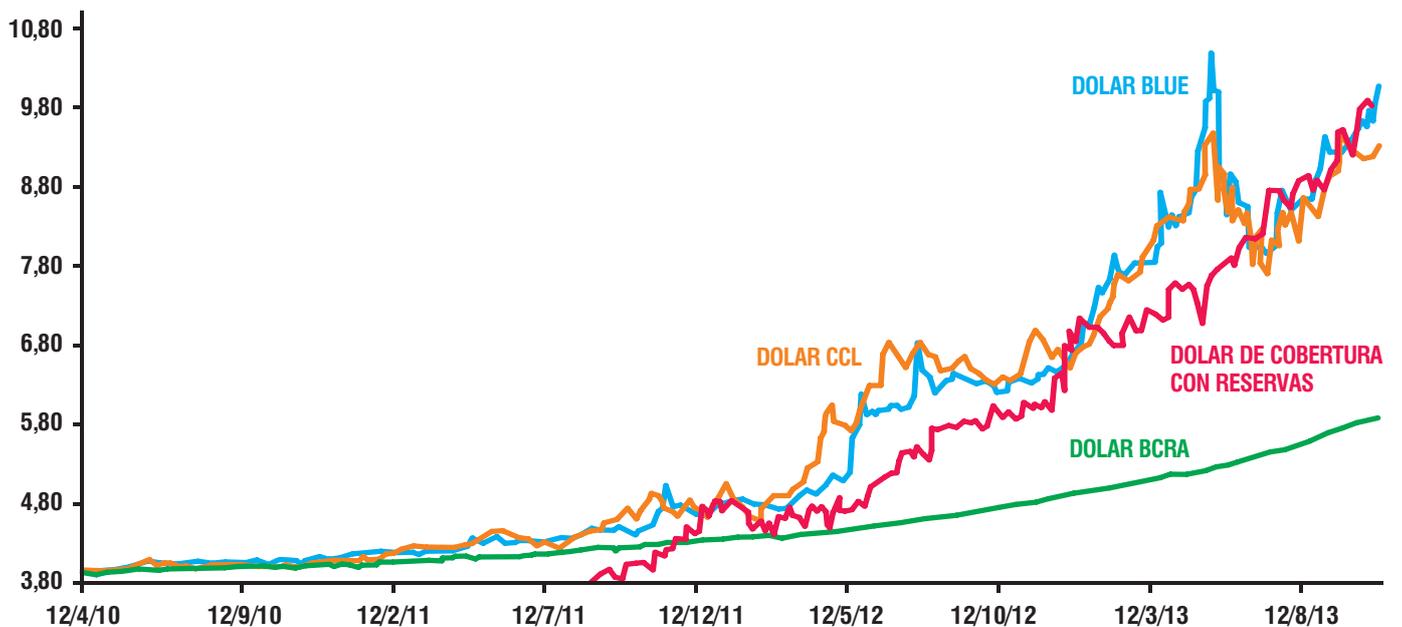


SUBSIDIOS Y FINANCIAMIENTO DEL BCRA AL TESORO

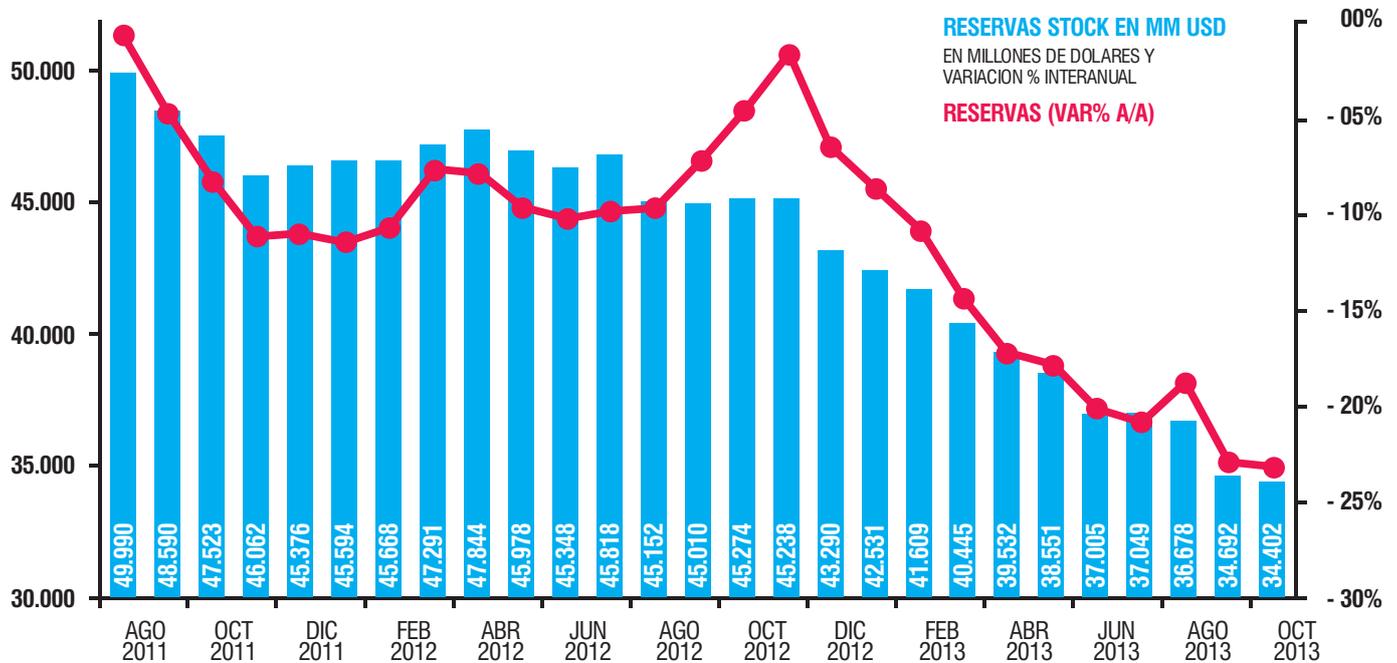


**DIFERENTES MEDICIONES PARA EL DOLAR EN ARGENTINA:
BLUE, CONTADO CON LIQUIDACION (CCL), BCRA Y DE COBERTURA CON RESERVAS**

PESOS ARG. POR UNIDAD DE DOLAR EE.UU. 22/10/13

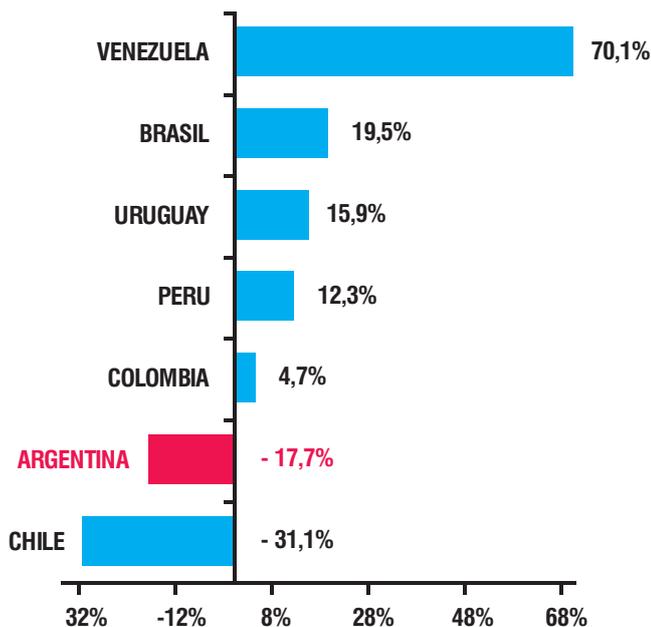


RESERVAS DEL BCRA

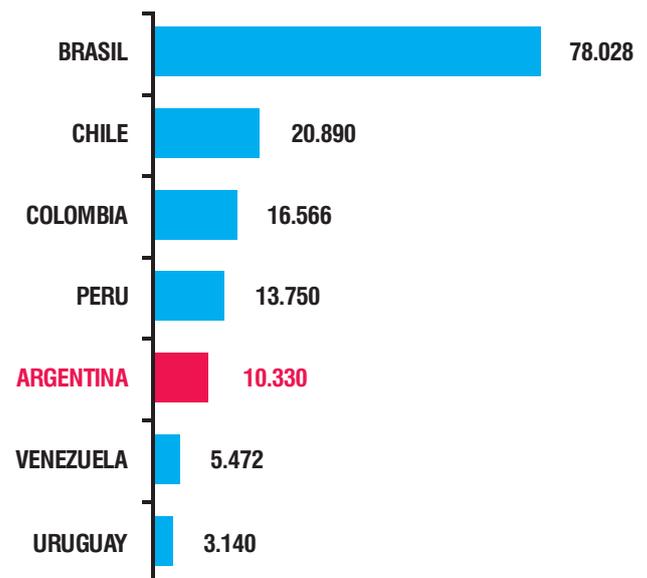


INVERSION EXTRANJERA DIRECTA BRUTA EN LATINOAMÉRICA

VARIACION IED 2013 vs 2012



INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN MILLONES DE DOLARES



INDICE MERVAL DE LA BOLSA ARGENTINA. EVOLUCION DE SU COTIZACIÓN, GRÁFICO DE BARRAS. AL 31/10/2013



VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD-2013
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	5,92	20,20%
DÓLAR INFORMAL - VENTA	9,91	45,74%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2,230	08,81%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	921	-7,06%
INDICES BURSATILES		
MERVAL (ARGENTINA)	5165	109,74%
DOW JONES (USA)	15567	18,79%
BOVESPA (BRASIL)	54256	-10,99%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	473,09	-9,25%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	168,38	-38,38%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	248,03	-13,24%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	9,38	4,97%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	19,50%	26,31%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	16,34%	31,56%