

# ie NEWS



**ABR 2023**  
**ED. #105**

**Don Martín Rodríguez, el  
ilustre fundador de nuestra  
ciudad.**



**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.

## DIRECTORES

SEBASTIAN AUGUSTE

ROMÁN FOSSATI

## STAFF

SERGIO GUTIÉRREZ

DANIEL HOYOS MALDONADO

PATRICIA LAURA RÁBAGO

MARÍA DEL CARMEN ROMERO

SEBASTIAN RAMÓN

SANDRO JOSÉ GUIDI

MARIO RAVIOLI

MARIO SEFFINO

VERÓNICA BAZTERRICA

AGUSTINA SBERGAMO

## SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

El pánico bancario en Estados y Unidos y Europa se ha calmado, y nuevamente el foco de atención está en la inflación y la expectativa de más subidas de tasas. En el plano local la incertidumbre sigue siendo muy alta, y los datos de inflación no han sido nada buenos. En el intento de paliar la inflación el gobierno ha tomado diversas medidas que terminan afectando la toma de decisiones empresariales. Por esta razón en esta edición le dedicamos un análisis más profundo a la incidencia de estas medidas. En primer lugar, Tomas Do Cobo expone sobre el manejo del capital de trabajo en las empresas dada las restricciones actuales de inversión, lo que limita mucho las alternativas y expone a las empresas a riesgos mayores. Posteriormente, Román Fossati hace una síntesis académica de algo que ha menudo los procesos de alta volatilidad macroeconómica afecta mucho, la calidad de las prácticas de management. En la tercera nota Guillermina Simonetta presenta los detalles del nuevo dólar agro, conformado por una nueva versión de “dólar soja” y un “dólar economías regionales” y analiza las reacciones del mercado financiero. Para cerrar este Newsletter Agustina Sbergamo nos cuenta sobre el Indicador Sintético Tandil, un nuevo indicador que muestra la evolución mensual de la actividad económica de Tandil. En la sección de preguntas, atendemos una consulta de lectores sobre la suficiencia de la regulación financiera para evitar colapsos; y como en cada edición, les presentamos un resumen de cuadros y gráficos de coyuntura.

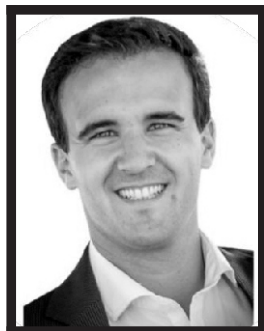
Cordialmente



**DR. SEBASTIAN AUGUSTE**  
Director Instituto de Economía

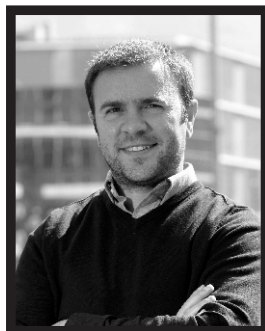
Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos 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\\_economía@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economía@econ.unicen.edu.ar).

## Escriben en este número



**Mg. Tomás do Cobo**

MBA (Politécnico di Milano), Magister en Finanzas (UTDT) y Licenciado en Administración (UNICEN). Es asesor financiero matriculado (CNV) y director de la consultora financiera Animas



**Dr. Roman Fossati**

*Doctor en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid, Magister y Licenciado en Economía por la Universidad Nacional de La Plata. Es Profesor en la Universidad Nacional del Centro (UNICEN) 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.*



**Mg. Agustina Sbergamo**

*Licenciada en Economía (UNLP), Magister en Políticas de Desarrollo (UNLP). Docente en la Facultad de Ciencias Económicas de la UNICEN*

# Sumario

**P5 - Manejo de capital de trabajo en un año desafiante**

Por Tomás do Cobo

**P7- Prácticas de management y performance económica.**

Por Román Fossati

**P13- Los mercados locales en la antesala electoral**

Por Guillermina Simonetta

**P20- Indicador Sintético Tandil**

Por Agustina Sbergamo

**P24- Usted pregunta, IECON responde**

**P26- La coyuntura en gráficos**

**P28- Cuadro de variables financieras al cierre del mes.**

# PRIMERAS JORNADAS DE **ECONOMÍA** **PARA PYMES**

Tandil, 5 de mayo 2023  
Centro Cultural Universitario UNICEN  
Hipólito Yrigoyen 662 a las 17:30 hs

**17:30 HS.**

**PANEL DE AGROINDUSTRIA  
Y TECNOLOGÍA.**

**Disertantes:**

Mg. Belén Arditi  
Dr. Isabel Camio  
Dr. Román Fossati

**19:00 HS.**

**NAVEGANDO EL (DES)ORDEN  
MUNDIAL ACTUAL: POLÍTICA Y  
ECONOMÍA.**

**Disertantes:**

Dr. Mariano Turzi  
Dr. Sebastián Auguste

**ACTIVIDAD NO ARANCELADA**  
Requiere inscripción previa  
(ficha escaneando el código QR)



**INSTITUTO DE  
ECONOMÍA**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICEN



**UNICEN  
ECONÓMICAS**

AUSPICIAN



Concesionario Oficial



# Manejo de capital de trabajo en un año desafiante

Por Tomás Do Cobo

Este año electoral probablemente sea uno de los más desafiante para las PyMES de los últimos 20 años. En el plano local, los desequilibrios macroeconómicos se están haciendo sentir: estamos ingresando en una recesión y, por primera vez desde 1991, con una inflación interanual de tres dígitos que tiene alto riesgo de espiralización. Sin reservas ni acceso a los mercados de crédito, un ajuste en el gasto es inminente.



<https://comercioyjusticia.info/factor/>

Por el lado internacional, el panorama tampoco es muy alentador. Seguimos viviendo las secuelas de bancos centrales ultra dovish en tiempos de Covid, con tasas de inflación muy por encima de la media histórica. El intento de reducir la hoja de balance de la Fed y la suba de tasas puso presión en los mercados financieros y ayudó a generar una corrida bancaria hace pocas semanas. La guerra entre Rusia y Ucrania tampoco ayuda, empujando los precios de los commodities al alza y dificultando las políticas anti-inflacionarias. Si bien Argentina está muy excluida de la economía global, es inevitable que algunas esquilas nos terminen golpeando.

A toda esta complejidad debemos incorporar múltiples tipos de cambio e incertidumbre política que dificulta mucho hacer predicciones inclusive en el muy corto plazo. Mención aparte a la maraña de regulaciones que limitan la operación de ciertos activos. Por ejemplo, aquellas compañías importadoras que accedan al MULC o quienes hayan liquidado la cosecha a dólar soja pierden la posibilidad de dolarizarse vía MEP, Contado con Liquidación u Obligaciones Negociables emitidas bajo ley extranjera. Claramente, las empresas no la tienen fácil para buscar mantener el valor adquisitivo o buscar coberturas de corto plazo.

Para el giro comercial lo ideal en estos momentos es estar en fondos de mercado de dinero con rescate inmediato (money market, T+0) o cauciones que son colocaciones garantizadas entre

privados. Las inversiones en estos dos tipos de instrumentos deben ser seguidas a diario ya que, si bien tienen menor riesgo que algunos fondos de renta fija, existe una exposición indirecta al riesgo soberano. Hasta hace poco, las cauciones eran el único activo “libre de riesgo” en Argentina, pero desde que permitieron a los bancos ser tomadores de estos activos, se contaminaron del riesgo sistémico.

Para aquellos excedentes de liquidez de mediano plazo, las empresas que no acceden al MULC ni al dólar Soja, están optando por dolarizar sus portafolios con Obligaciones Negociables ley Nueva York o haciendo operaciones de Contado con Liquidación y hasta comprando Letras del Tesoro de Estados Unidos.

Quienes no se encuentran incluidos en las categorías mencionadas en el párrafo anterior, optan por cubrirse con Obligaciones Negociables en dólares ley argentina, que en la medida de lo posible paguen capital e interés en dólar cable. La gran demanda que están teniendo estos títulos empujó a los precios al alza e inevitablemente los rendimientos a la baja.

Las coberturas de tipo de cambio utilizando derivados o instrumentos dollar-linked también deben ser evaluadas con prudencia. Estos instrumentos, que ajustan al BCRA A3500, pueden ser susceptibles de cambios normativos. Desde hace unas semanas, distintos economistas están comenzando a plantear escenarios de desdoblamiento cambiario que tranquilamente pueden impactar en estos contratos. La historia reciente nos muestra que cambios forzosos en estos instrumentos pueden ocurrir (ej. Contratos de dólar futuro de Rofex año 2016).

A modo de cierre, es importante destacar que existen alternativas de inversión que puedan ayudar a las empresas a proteger el capital y minimizar riesgos en el corto plazo. La complejidad y la incertidumbre general que rodea a los mercados dificultan la tarea de gestionar el capital de trabajo de manera efectiva. Pero, con la debida planificación, se puede ajustar las colocaciones en función de las necesidades, los plazos y la liquidez de los instrumentos.

# Prácticas de management y performance económica.

Por Román Fossati

Es natural pensar que la calidad del management (el talento empresarial de quien está a cargo de las decisiones de una empresa y la aplicación de buenas prácticas gerenciales) está asociada a una mejor performance de las organizaciones y, por ende, la presencia de una mayor fracción de empresas con estas características en una economía incide en un mejor desempeño económico agregado. Sin embargo, en la práctica no es trivial definir estas características intangibles asociadas al capital humano de una organización. Empíricamente la dificultad reside en identificar y determinar métricas para proceder a su cuantificación y, aún más complejo, encontrar relaciones de causalidad con variables de performance empresarial. Comprender los mecanismos por los cuales las disparidades en management afectan los resultados empresariales ha sido foco de interés por parte de una gama muy amplia de áreas de investigación, como por ejemplo en management, sociología, economía y políticas públicas en general.



Sin embargo, la literatura empírica ha registrado recientemente importantes progresos en esta dirección. Los desarrollos más rigurosos sobre estos temas han sido aportados por dos economistas, Nicholas Bloom (Stanford University) y John Van Reenen (London School of Economics and MIT). En uno de sus trabajos desarrollaron una metodología empírica operacionalizando el concepto de buenas prácticas gerenciales o de management. Estos autores han diseñado indicadores que se nutren de información de encuestas realizadas a empresas sobre varias dimensiones de las prácticas de management implementadas, observando los procedimientos internos de las firmas en términos de operación (introducción de técnicas de

documentación y mejoramiento de procesos productivos), monitoreo (si cuentan con planificación y seguimiento al desempeño de los trabajadores), objetivos (se examina los tipos de metas y objetivos, su realismo y consistencia, la claridad con que se presentan y su transparencia), e incentivos (se analizan los criterios de promoción, exploran en qué medida existen prácticas de promoción apropiadas y pagos por desempeño, mecanismos de despido por mal desempeño, etc). De esta manera obtuvieron mediciones que permiten brindar una aproximación a la calidad de las prácticas de management implementadas en cada empresa en distintos países, y luego documentaron que las mismas están fuertemente asociadas con variables de performance empresarial, como el crecimiento (de ventas, empleo, u otras medidas de tamaño), le probabilidad de exportar, el nivel de productividad, la rentabilidad, y la supervivencia. La rigurosidad de estos estudios reside no solo en la metodología utilizada para el diseño muestral y análisis estadístico que los autores describen muy minuciosamente, sino también en el análisis condicional que implementaron, es decir, econométricamente identificaron las diferencias en la performance de las empresas controlando por varios factores ajenos a las practicas gerenciales.

En el artículo Bloom and Van Reenen (2007) relevaron datos de 732 firmas medianas de EEUU, Francia, Alemania y Reino Unido e identificaron dos factores clave asociados a la calidad de las prácticas de management, la competitividad del mercado y la dinámica familiar (en particular el rol del primogénito). Por un lado, encontraron que las empresas registran mejores prácticas gerenciales y mejor desempeño económico, en promedio, cuando hay ambientes más competitivos. Adicionalmente cuando la propiedad de la empresa es familiar se encuentran efectos son mixtos, pero el hecho de que la empresa sea administrada familiarmente (en particular por el primogénito) tiene efectos negativos consistentes (en implementación de prácticas gerenciales de mayor calidad y en la performance de la empresa). Es decir, la no adopción de buenas prácticas gerenciales se asocia a baja competitividad del mercado y firmas familiares con traspaso al primogenitor.

En otro trabajo, Bloom and Van Reenen (2010), consideran un grupo de países más amplio y muestran los diversos factores que inducen una mayor calidad de prácticas de management. Identifican nuevamente que la presencia de competencia en el mercado es un factor crucial, pero brindan una explicación del mecanismo por medio del cual esto sucede, apuntando a que la competencia induce una mayor selección y disciplina de mercado, generando una menor la proporción de empresas que no adoptan estas prácticas. Gran parte de las disparidades entre



países vienen dadas por este mecanismo. Por ejemplo, en Estados Unidos, las empresas con mejores prácticas gerenciales tienden a ser recompensadas más rápidamente con mayores participaciones de mercado, mientras el resto de las empresas se contraen o son forzadas a abandonar el mercado. También encuentran que los impuestos y otras distorsiones que favorezcan a las empresas familiares están asociadas a peores indicadores de management; mientras que la educación en general y la presencia de empresas multinacionales tienen efectos positivos en la adopción de buenas prácticas de management y performance.

Bloom and Van Reenen (2017) muestran que la calidad de las prácticas de management explica un 30% de la diferencia entre la productividad (total de los factores) de 25 países y la de los EEUU. En otros trabajos se observa que las empresas de propiedad estatal suelen tener un índice de calidad gerencial significativamente bajo, y las empresas con vocación exportadora suelen estar mejor gerenciadas en todos los países.

Hay dos trabajos que prestan particular atención a América Latina, y Argentina en particular, cuyos resultados son en gran medida consistentes con los hallazgos anteriores.

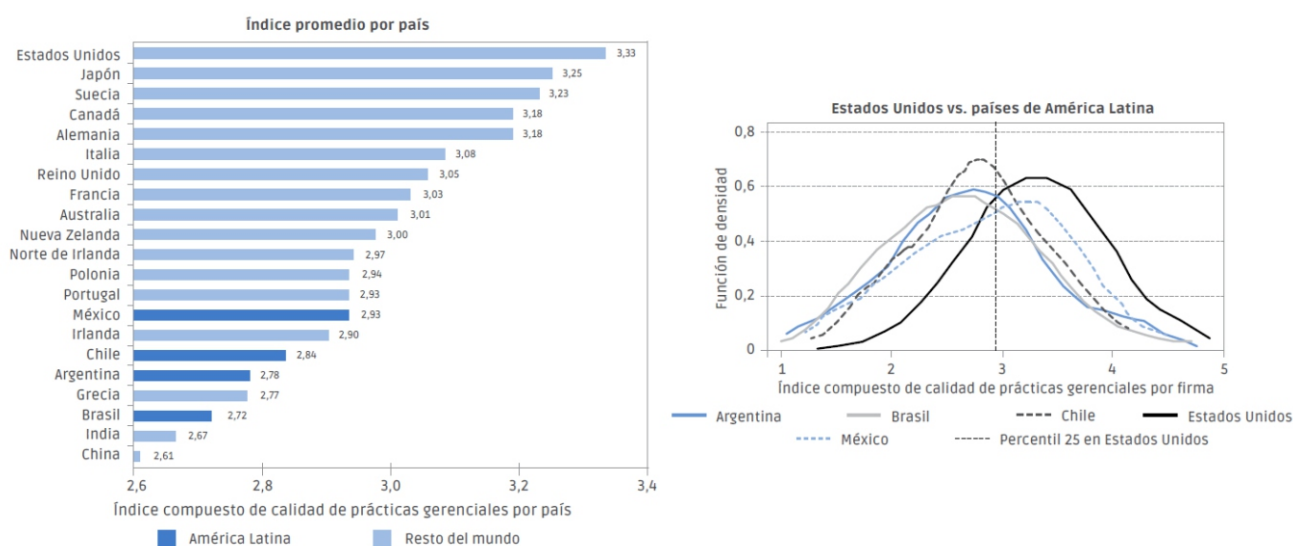
El primero es Lemos y Scur (2012) que se centra en nuestra región. Siguiendo la metodología de Bloom y Van Reenen (2007), para cada una de las prácticas asociadas a cada dimensión mencionada (operación, monitoreo, objetivos e incentivos), definen un puntaje (que va de 1, peor calificación, hasta 5, mejor calificación), y luego agregan estas características en un índice compuesto de calidad de prácticas gerenciales. Como lo muestra el panel de la izquierda del gráfico 1, encuentran que este índice compuesto (promedio entre empresas) para Argentina es similar al de Brasil y Chile, y está muy por debajo de las mediciones arrojadas por países desarrollados (Estados Unidos, Japón y Alemania, por ejemplo, que registran los mejores indicadores). Sin embargo, observando el panel de la derecha del gráfico 1 que muestra la densidad (o fracción) de firmas con distintos puntajes del indicador, se observa una dispersión elevada en el índice dentro de cada país, reflejando gran heterogeneidad en la calidad del management entre empresas. Es decir, incluso dentro de Argentina, coexisten empresas que reportan mediciones elevadas con otras de mediano o muy bajo indicador.

El bajo nivel observado en Argentina se explica por la elevada proporción relativa de empresas con bajas mediciones. En Estados Unidos solo 25% de las empresas poseen un índice inferior a 2,94,

mientras que el 63% de las firmas en Argentina (66% en Brasil y 62% en Chile, respectivamente) poseen un índice por debajo de dicho valor. Observan también que el bajo índice para las empresas familiares sin gerente externo es particularmente acentuado para los países de América Latina en comparación con Estados Unidos. En contraste, las diferencias son menos marcadas para las empresas con propiedad dispersa.

## GRAFICO 1

Índice compuesto de calidad de prácticas gerenciales promedio por país y distribución del índice

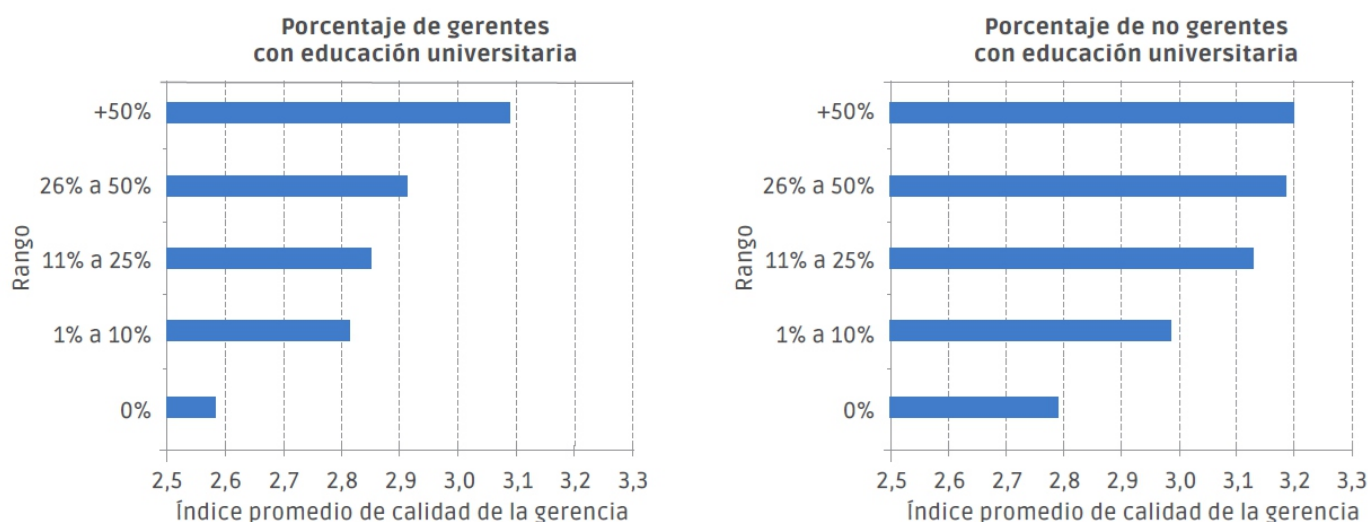


**Fuente:** Lemos y Scur (2012). Firms encuestadas entre 2006 y 2010, con al menos 100 empleados. Se controló por tamaño de firma.

Los autores también documentaron que prácticas gerenciales de mayor calidad tienden a estar asociadas con mayor capital humano, tanto de los managers como de los empleados (no managers) en general. De esta manera, podemos deducir que managers con mayor nivel educativo tienden a introducir mejores prácticas gerenciales; y que un plantel de empleados con mayor capital humano facilita la adopción de buenas prácticas de management. El gráfico 2 muestra que el índice de calidad de prácticas gerenciales aumenta con la educación del personal de management y con la educación de los empleados en general (aproximada por la fracción de personas con educación universitaria completa en cada una de esas dos categorías de empleados).

**GRAFICO 2**

Prácticas gerenciales y calidad de la mano de obra en países seleccionados de América Latina (varios años)



**Fuente:** Lemos y Scur (2012). Firms encuestadas entre 2006 y 2010, con al menos 100 empleados, en Argentina, Brasil, Chile y México. Se controló por tamaño de firma.

El segundo trabajo es el de Cristini y Bermúdez (2017) que utiliza la misma metodología con datos para la industria manufacturera correspondientes a la encuesta ENDEI y a los benchmarking de IDEA. Los resultados muestran que por cada 10% que aumenta la calidad de gestión, las ventas aumentan en un 2%. Por otro lado, los principales factores correlacionados con las variaciones de ventas de las empresas son el origen del capital, la edad de la empresa, su condición de exportadora, y si es familiar. Las empresas internacionales registran mayor nivel de ventas por empleado, así como las empresas formales grandes. Por otro lado, las empresas de mayor edad también reportan mayores ventas por empleado, y las empresas exportadoras tienden a tener un nivel de ventas por empleado superior en relación a las que no exportan. Las empresas familiares tienden a mostrar un desempeño relativamente peor, a excepción del caso en que el manager supera los 60 años (reflejando cierto rol para la experiencia, en particular en un país tan inestable como Argentina). Por último, las mayores diferencias de resultados debido a diferencias en la capacidad de gestión empresarial se relacionan con el tamaño de las empresas (mayor aplicación de buenas prácticas gerenciales en empresas grandes).

Las recomendaciones de estos trabajos giran en torno a limitar el rol del estado y potenciar la relación entre privados (empresas, proveedores de servicios empresariales, universidades, etc.), que estimule a las empresas a depender cada vez menos de la protección y de la asistencia estatal. Se sugiere que las políticas públicas de desarrollo se centren en proveer estímulos a la bancarización y la apertura del capital de las empresas familiares (induciendo mejora de las prácticas de management) procurando mayor acceso al financiamiento un aumento de su exposición al análisis más riguroso por parte de nuevos socios o accionistas.

## Bibliografía

- Bloom, N y J. Van Reenen, (2010). “Why do management practices differ across firms and countries?”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 24 (1), Winter 2010, pp. 203-224.
- Bloom N., . K. Manova, J. Van Reenen, S. Sun y Z. Yu (2018 b). “Managing trade: evidence from China and the US”, Working Paper 24718, National Bureau of Economic Research.
- Nicholas Bloom y John Van Reenen (2007). “Measuring and explaining management practices across firms and countries”. Quaterly Journal of Economics Vol. CXXII, Issue 4.
- Lemos, R. y Scur, D. (2012). “Management practices, firm ownership, and productivity in Latin America”, Working Paper CAF N° 2012/07.
- Marcela Cristini y Guillermo Bermúdez (2017). “La gestión empresarial en la Argentina, clave para la productividad y el crecimiento”, Documento de Trabajo FIEL.

# Los mercados locales en la antesala electoral

Por Guillermina Simonetta

Aunque no constituyó ninguna sorpresa porque los mercados ya se esperaban el anuncio, días atrás el Ministro Sergio Massa comunicó los detalles del nuevo dólar agro, conformado por un dólar “soja” (en su tercera versión) y un dólar “economías regionales”. La normativa del programa exportador establece un tipo de cambio a 300 pesos para las liquidaciones de una amplia variedad de productos agrarios. La medida apunta a acumular (transitoriamente) reservas durante el segundo semestre para poder seguir con la máquina de emisión monetaria. Es probable que le sirva al BCRA para mitigar en una pequeña parte los efectos de la sequía en el segundo semestre y acercarse a la suba de reservas requerida por el FMI. Sin embargo, no alcanzará a resolver el problema de fondo, y claramente no será una medida suficiente para revertir la incertidumbre creciente a medida que nos acercamos a las elecciones.

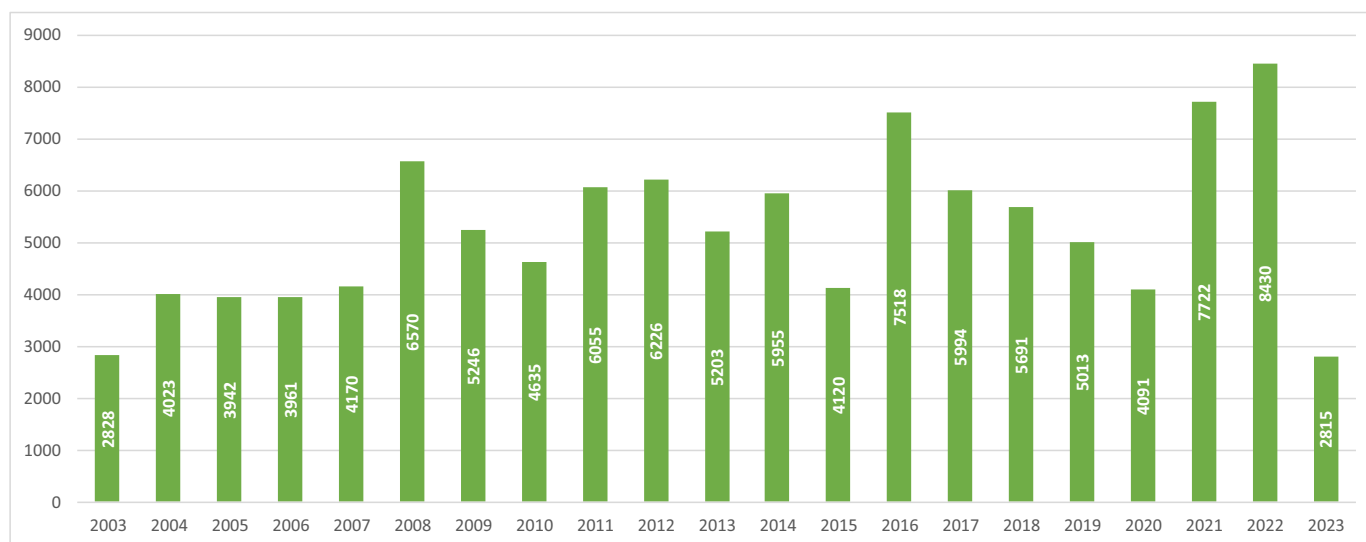


Por el lado del dólar “soja”, se anunció un plazo hasta el 31/05 (se esperaba su fin el 24/05), lo que deja traslucir la intención de permitir la entrada de los primeros lotes de esta cosecha al beneficio temporal. Así, además de los 7 millones de toneladas apuntados del remanente del año anterior, se estima que podría liquidarse un 10% del estimado de producción de la campaña actual, equivalente a unos 2,5 millones de toneladas, llevando el target total a 9,5 millones de toneladas. En términos de divisas, al precio actual de 550 US\$/ton, los exportadores podrían liquidar un total de US\$5.228 millones, de los cuales el BCRA podría adquirir US\$3.660 millones (el 70%, en línea con las dos versiones anteriores) y vender los restantes US\$1.568 millones a la demanda privada. El correlato en términos monetarios sería una emisión de Base Monetaria de \$1,23 billones, equivalente a 0,8% del PBI nominal, por encima del 0,7% que representó la versión del “dólar soja” 2 y por debajo del 1,4% del “dólar soja” 1.

Por el lado del dólar “economías regionales”, el plazo será hasta el 31/08, incluyendo una gran cantidad de productos y llegando a las 1.700 posiciones arancelarias. Los principales sectores beneficiados son té, yerba mate, arroz, vino, maní, frutas, forestación, miel, tabaco y pesca, entre otros. Como referencia, la exportación agregada de estos sectores trepó a US\$6.883 millones en 2022. Un punto que favorece la liquidación acelerada de estos complejos es que el tipo de cambio quedará fijo en \$300, por lo que la depreciación dada una inflación mensual de 7% será muy marcada. En caso de sostenerse este ritmo de nominalidad mensual, los \$300 de fines de agosto equivaldrán a \$214 de hoy, prácticamente igualando el dólar oficial actual. Sin embargo, hay por otra parte algunos puntos que harán dudar a los productores regionales de ingresar al programa, como, por ejemplo, el ingreso de sus productos al programa de precios Justos.

## LIQUIDACIÓN DE DÓLARES DE LA AGROINDUSTRIA

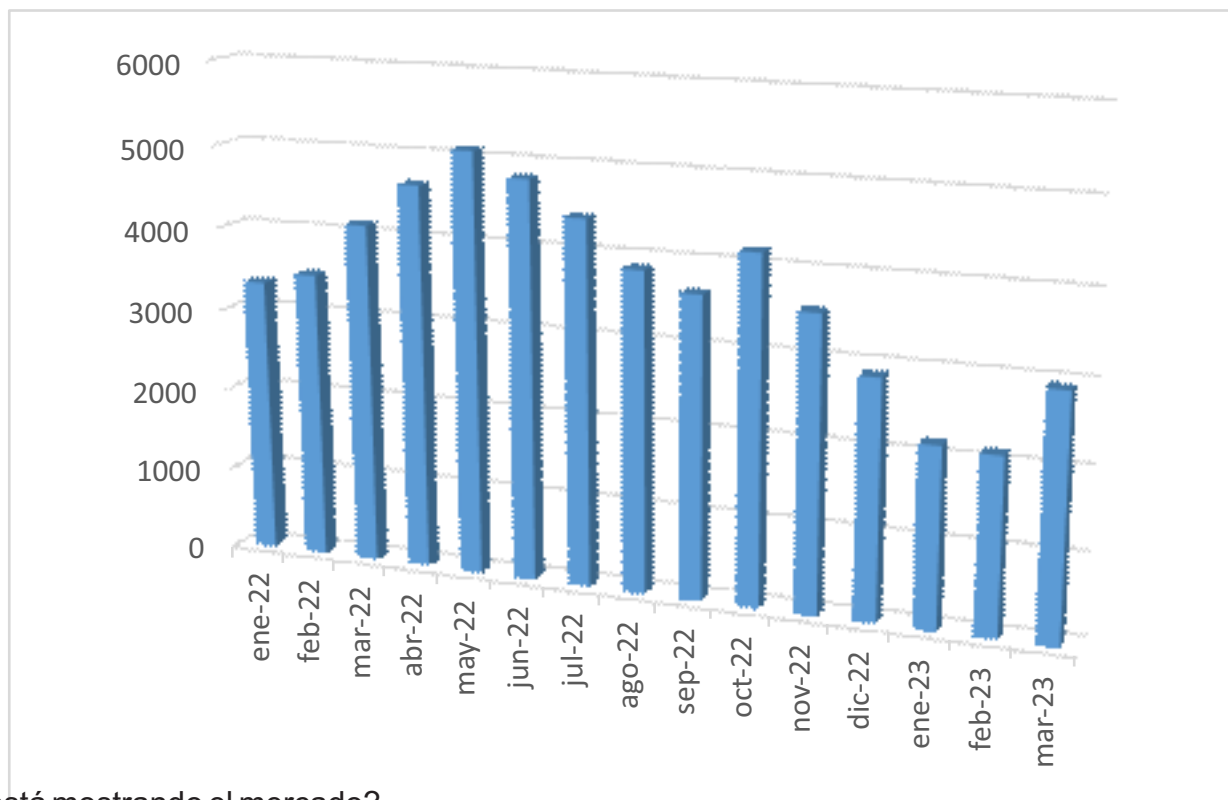
En Millones de USD constantes de Mar-23. Acumulado I Trim de cada año



Es claro que este esquema de incentivos no expandirá las exportaciones como cambio de tendencia, sino que solo afecta la temporalidad, por lo que debemos estar preparados para un tercer trimestre donde el BCRA seguramente tenga que salir a defender el tipo de cambio con ventas de las divisas de estos meses (y más), ya sobre la fecha de elecciones.

**EVOLUCIÓN MENSUAL DE EXPORTACIONES DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS, 2022 Y 2023**

En millones de dólares



¿Qué está mostrando el mercado?

Los mercados financieros a veces pueden ser difícil de interpretar para inversores principiantes, ya que muchas veces el sentido común puede ir en contra de las tendencias del mercado. Uno de los elementos que no pueden soslayarse es que los mercados financieros anticipan a la economía real: la inmediatez de toma de decisiones de inversión hace que sean más rápidas las consecuencias de cambios de expectativas y de toma de decisiones, que las que se toman en el ámbito de la producción, contratación de mano de obra, ampliación de líneas o productos etc. Y esto es así para las recuperaciones como para las crisis, y es por ello también que son más volátiles. Como consecuencia, algunas veces los medios de información tratan de vincular noticias como explicación a movimientos bursátiles y no muchas veces van en la misma línea, o parecen contrarios. Esto puede ocurrir por diversas cuestiones, pero muchas veces es el resultado que los mercados ya se habían adelantado a alguna noticia y la habían anticipado, incluso, con sobrerreacciones. Hacemos esta explicación porque generalmente las personas tratan de buscar

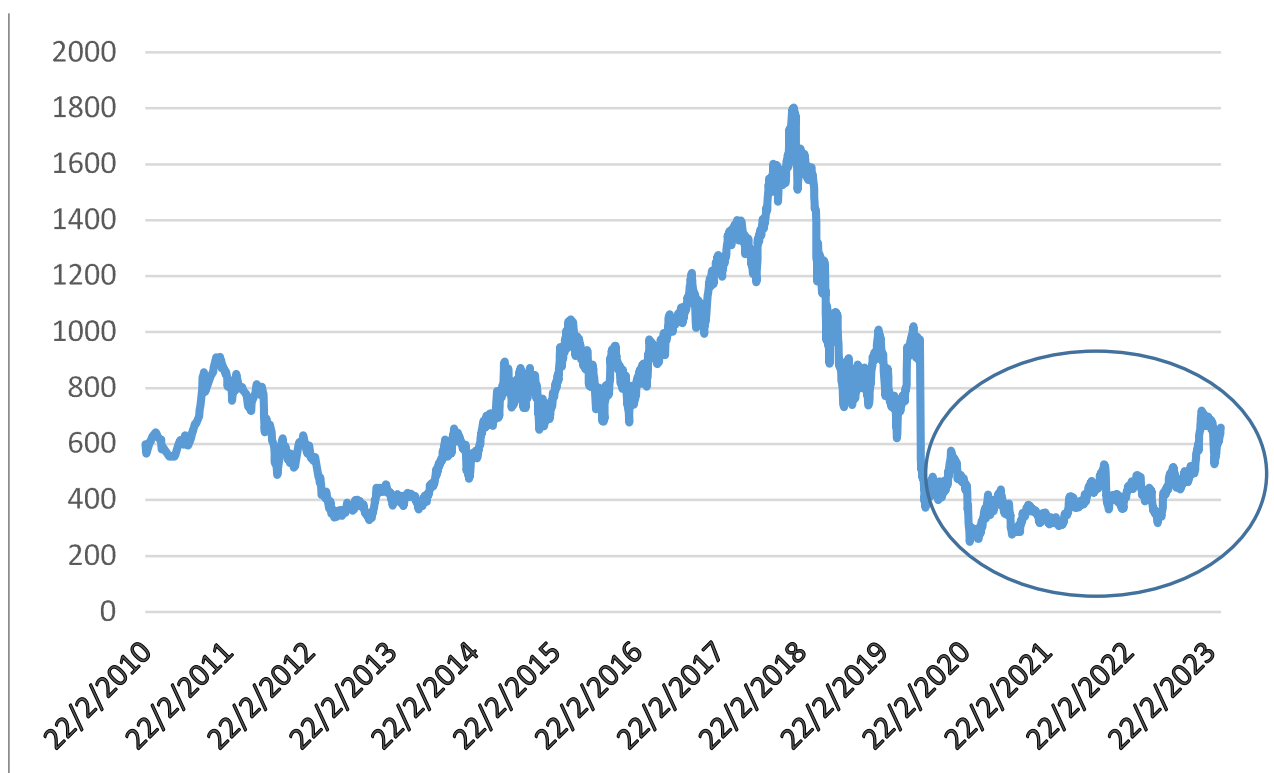
un por qué en datos reales a los movimientos financieros y la premisa fundamental es que los precios de los activos financieros se mueven por expectativas del futuro.

En lo particular, el éxito o no de este programa de incentivo exportador se irá viendo en el transcurso de las siguientes semanas, pero reiteramos que puede ser riesgoso vincular el movimiento bursátil de corto plazo a esta medida.

En lo que va de abril se ha observado una recuperación de los activos argentinos de renta variable (acciones), reflejándose en un avance hasta el del mes de 12.4% en el índice Merval medido en dólares (deflactado por la cotización contado con liqui CCL). Este accionar es parte de la tendencia iniciada tras el punto de inflexión de inicios del 2020, donde este promedio bursátil testeó un mínimo en torno a los 250 dólares en el momento crítico inicial de la pandemia. Desde ese valor la recuperación logró avanzar hacia los 740 dólares, que constituye la barrera más cercana de corto plazo.

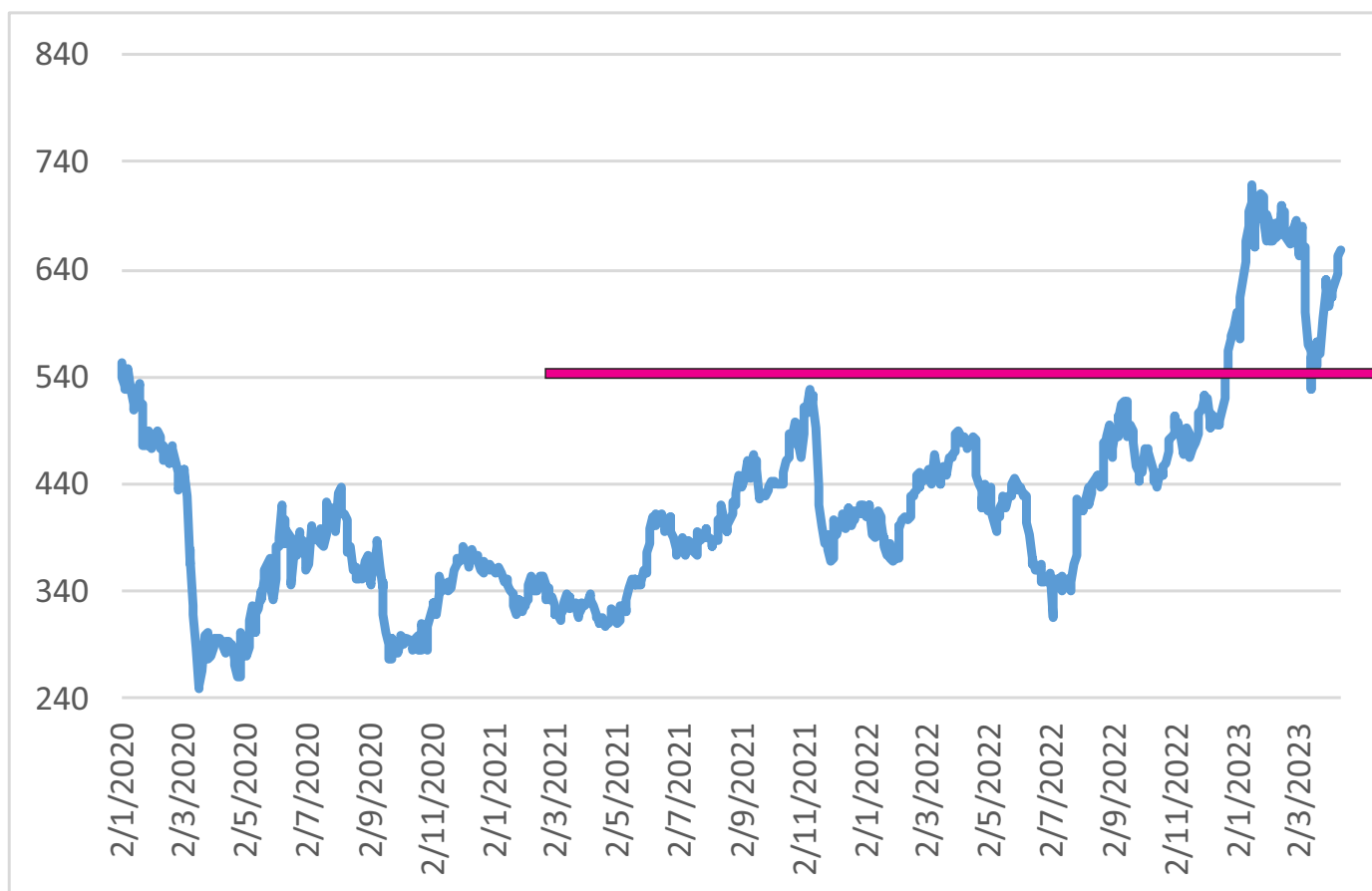
### EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Merval MEDIDO EN DÓLARES

Desde 2010





Desde 2020



La zona de 575-525 dólares se delimita como especial soporte en términos de análisis técnico y mientras el índice Merval medido en dólares no perfore ese nivel podríamos esperar que la recuperación del mercado accionario siga en curso, posiblemente con una etapa previa de alta volatilidad y fluctuación para ubicarnos posteriormente de regreso en la zona de 840 dólares posiblemente como antesala electoral.

En el plano internacional la segunda mitad de marzo y la primera de abril también ha ayudado en esta primera parte a la recuperación de precio de acciones, después de las turbulencias del sector financiero, con las quiebras y rescates de bancos que comentamos en un newsletter previo.

## EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MERVAL MEDIDO EN DÓLARES

Desde 2010

1. The Coca-Cola Co. (KO): 16,1%↑
2. Apple Inc. (AAPL): 23,2%↑
3. Vista Oil & Gas SAB de CV. (VIST): 21,1%↑
4. Tesla (TSLA): 11,0%↑
5. Alphabet Inc. (GOOGL): 27,1%↑
6. Mercadolibre Inc. (MELI): 19,7%↑
7. Walmart Inc. (WMT): 15,0%↑
8. Meta Platforms Inc. (META): 33,3%↑
9. Mc Donald's Corp. (MCD): 17,3%↑
10. Barrick Gold Corp. (GOLD): 26,9%↑

Los Cedears son activos o títulos que cotizan en el mercado argentino y que representan acciones o ETF del extranjero. En otras palabras, son instrumentos del mercado financiero que operan en la bolsa local y que equivalen a una fracción de un activo que cotiza en el extranjero, en dólares.

Sin embargo, la economía estadounidense sigue mostrando señales de alerta: los bancos estadounidenses siguen perdiendo depósitos, acumulando ya 10 semanas consecutivas, perdiendo más de 550.000 millones de dólares en ese período, y los bancos pequeños son los más castigados en este proceso, ya que se genera entre los ahorristas incertidumbre y migración de sus depósitos a bancos grandes buscando mayor seguridad. A la vez no se disipan riesgos de una recesión, de hecho el reporte de empleo de la primer semana de abril aumentó esas dudas. El informe reveló que los empresarios añadieron el mes pasado 236.000 puestos de trabajo, menor a lo esperado (239.000) por primera vez en 12 meses. Este dato se ubica muy por debajo del indicador de febrero, que había marcado 326.000 y también por debajo del promedio de los últimos 6 meses (315.000). El mercado laboral está empezando a enfriarse. La fuerte caída en las ofertas de trabajo, junto con la tendencia al alza en las solicitudes de desempleo y las turbulencias en el sector bancario vistas en marzo, podrían sugerir riesgo de una desaceleración más brusca en el crecimiento del empleo hacia adelante, aunque todavía es pronto para definir si estamos frente a una tendencia, por lo que será clave el monitoreo de estos indicadores semanales en estos meses.

Por otro lado, el nuevo dato de inflación de Estados Unidos cayó en marzo a su nivel más bajo en casi dos años. El índice de precios al consumidor general del mes pasado aumentó un 5% en términos anuales, lo que marca una desaceleración significativa respecto del 6% registrado en febrero, y representa el nivel más bajo desde mayo de 2021. En cuanto a los registros core, es decir aquellos que excluyen los costos volátiles de alimentos y energía, aumentó un 5,6% interanualmente, tras un salto mensual del 0,4%, lo que podría sugerir que las presiones sobre los precios de algunos bienes y servicios siguen siendo elevados. Estos últimos datos respecto a la evolución en los niveles de precios son una de las publicaciones económicas más importantes antes de la próxima reunión de política monetaria de la Reserva Federal.

Existen oportunidades para que los inversores aprovechen las subas de precios de los activos locales, buscando el mejor momento de entrada, pero no deben soslayarse algunas cuestiones fundamentales: la volatilidad estará a la orden en estos meses, y el contexto internacional también influirá. El exceso de pesos es el principal problema económico de la Argentina. Su existencia es producto de la indisciplina fiscal de los últimos años financiada por asistencia monetaria del Banco Central. Es claro que esta problemática no se va a resolver con las medidas pre electorales, sino todo lo contrario, pero el mercado local se moverá estos meses entre las apuestas de un cambio y la coyuntura. En esa puja jugarán las expectativas de compradores y vendedores.

# Indicador Sintético Tandil

Por Agustina Sbergamo

La forma más usual de medir la actividad económica a nivel nacional es mediante el agregado macroeconómico conocido como Producto Bruto Interno (PBI). El PBI mide la producción total de bienes y servicios de un país durante un periodo determinado, y en Argentina es elaborado y publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).



Lo que se intenta medir es el valor generado por una economía, y para esto existen tres abordajes válidos y utilizados internacionalmente. El enfoque de la producción mide el valor agregado, que es el valor adicional que adquieren los bienes y servicios en cada etapa del proceso productivo. Esto equivale a sumar el valor de los bienes y servicios totales descontando aquellos que son utilizados en pasos intermedios de la cadena productiva. El enfoque del gasto, por su parte, se calcula como la suma de los bienes y servicios adquiridos por los agentes económicos para uso final. En este enfoque, el gasto se clasifica según el motivo por el cual se demandan esos bienes y servicios, y el producto termina siendo el resultante de la suma del consumo final, la inversión privada, el gasto público y el saldo neto entre exportaciones e importaciones. Finalmente, el enfoque del ingreso propone calcular el producto como la suma de los ingresos que generan los distintos factores de producción.

La medición de la actividad de esta manera responde a criterios convencionales, si bien admite ciertas variantes dependiendo lo que se desee analizar. En este sentido, el producto puede ser expresado en términos nominales o reales<sup>1</sup>, se puede calcular trimestral o anualmente, y se puede computar el total interno o el total nacional (dependiendo de si se considera la actividad llevada a cabo dentro de las fronteras nacionales o el valor generado por factores productivos argentinos en cualquier lugar del mundo, respectivamente), o alternativamente puede ignorarse la parte de la inversión destinada a reponer el desgaste de los bienes de capital existentes (lo que haría que se computen magnitudes netas en lugar de brutas).

La forma más usual de medir la actividad económica a nivel nacional es mediante el agregado macroeconómico conocido como Producto Bruto Interno (PBI). El PBI mide la producción total de bienes y servicios de un país durante un periodo determinado, y en Argentina es elaborado y publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

Lo que se intenta medir es el valor generado por una economía, y para esto existen tres abordajes válidos y utilizados internacionalmente. El enfoque de la producción mide el valor agregado, que es el valor adicional que adquieren los bienes y servicios en cada etapa del proceso productivo. Esto equivale a sumar el valor de los bienes y servicios totales descontando aquellos que son utilizados en pasos intermedios de la cadena productiva. El enfoque del gasto, por su parte, se calcula como la suma de los bienes y servicios adquiridos por los agentes económicos para uso final. En este enfoque, el gasto se clasifica según el motivo por el cual se demandan esos bienes y servicios, y el producto termina siendo el resultante de la suma del consumo final, la inversión privada, el gasto público y el saldo neto entre exportaciones e importaciones. Finalmente, el enfoque del ingreso propone calcular el producto como la suma de los ingresos que generan los distintos factores de producción.

La medición de la actividad de esta manera responde a criterios convencionales, si bien admite ciertas variantes dependiendo lo que se desee analizar. En este sentido, el producto puede ser expresado en términos nominales o reales<sup>1</sup>, se puede calcular trimestral o anualmente, y se puede computar el total interno o el total nacional (dependiendo de si se considera la actividad llevada a cabo dentro de las fronteras nacionales o el valor generado por factores productivos argentinos en cualquier lugar del mundo, respectivamente), o alternativamente puede ignorarse la parte de la inversión destinada a reponer el desgaste de los bienes de capital existentes (lo que haría que se computen magnitudes netas en lugar de brutas).

En cualquiera de sus variantes, la utilización del producto como indicador de actividad presenta ciertos inconvenientes<sup>2</sup>, pero quizás la mayor restricción a su uso reside en el alto costo de tiempo y recursos que su cálculo implica.

Según se puede consultar en el sitio del INDEC, las fuentes de información utilizadas para la confección de las estadísticas del sistema de cuentas nacionales abarcan los relevamientos censales de población y vivienda, económico y agropecuario, encuestas económicas sectoriales de industria, comercio y servicios, registros administrativos públicos y privados, encuestas sociodemográficas, estadísticas de precios, estadísticas del sector privado, cámaras empresarias

y otros organismos públicos, estudios especiales y estimaciones propias. Todos esos datos deben articularse para permitir la medición y monitoreo de la actividad de todas las unidades económicas del país. Es decir, calcular el producto implica mantener un registro actualizado de la estructura productiva de un territorio, y garantizar el seguimiento de las transacciones de todos los productores de bienes y servicios.

El procesamiento y consistencia de toda esta información deriva en que la mayor frecuencia de publicación del PBI sea trimestral. Para subsanar esto, el INDEC confecciona y publica el estimador mensual de actividad económica (EMAE), como una herramienta que estima y anticipa el comportamiento de la actividad económica real con una mayor periodicidad. Sin embargo, el EMAE replica la metodología de estimación del PBI trimestral utilizando información parcial, provisoria o alternativa, por lo que no resuelve enteramente el problema del costo.

Por otro lado, existe otra limitación cuando se desea analizar el producto correspondiente a menores niveles jurisdiccionales. A nivel provincial, el agregado equivalente se conoce como Producto Bruto Geográfico (PBG) y puede calcularse de dos maneras. El INDEC puede distribuir el PBI calculado a nivel nacional entre las provincias, ejercicio que no se realiza con regularidad (el último PBG publicado por el INDEC es del año 2004); o las administraciones provinciales pueden encargarse de realizar sus propios cálculos, lo cual presenta grandes heterogeneidades entre las jurisdicciones -si no de metodología, al menos si de frecuencia en su realización.

Este escenario evidencia la necesidad de una alternativa de medición de la actividad económica cuya estimación requiera menor cantidad de recursos -y, por consiguiente, se pueda calcular rápidamente- y que sea más flexible en términos de alcance geográfico.

Y aquí es donde aparecen los indicadores sintéticos de actividad. En términos generales, los indicadores sintéticos o compuestos son índices que se construyen para aproximar la evolución de macromagnitudes, en este caso, el producto. Concretamente, se selecciona y agrega un grupo de variables cuyo comportamiento correlacione bien con el del nivel de actividad y que permitan aproximar su evolución, de manera coincidente, adelantada o rezagada.

Si bien existen distintas alternativas para su cálculo, a nivel internacional es ampliamente utilizada la metodología propuesta por el National Bureau of Economic Research (NBER) de Estados Unidos. A grandes rasgos, lo que se hace es obtener un indicador numérico que funcione como

proxy del nivel de actividad, cuyas variaciones resultan del promedio ponderado de las variaciones de las variables que lo componen. En términos más simples, primero se selecciona el grupo de variables a considerar, luego se hacen ciertos ajustes estadísticos, se determina el peso relativo de cada variable en el total, se las agrega y se obtiene una nueva serie que no mide unidades, sino comportamiento.

Esto último quiere decir que la serie va a tener el valor 100 en determinado periodo base, y a partir de ahí se van a observar sus variaciones (mensuales, interanuales o acumuladas), pero no se pueden hacer inferencias sobre su valor absoluto. Más allá de que esto es necesario porque se están agregando variables que tienen diferentes unidades de medida (de otra manera no se podrían unir en un único número magnitudes que miden valores en pesos, en kilos, en metros cúbicos), la convención de la base 100 permite la comparación de índices entre sí, correspondientes a distintas áreas, lugares o períodos.

Si bien se requiere un primer trabajo de detección y procesamiento de las variables que resulten representativas para aproximar el comportamiento de la actividad, una vez hecho esto, el cálculo de estos índices es prácticamente automático. El universo de variables a considerar es extremadamente amplio (por supuesto que su relación con la actividad tiene que responder a una lógica económica) y la confección del índice para cada lugar se puede adaptar a la disponibilidad de información de cada unidad geográfica.

Con esta idea en mente, desde el año 2019 un equipo técnico de la Facultad de Ciencias Económicas, conformado a partir de una iniciativa de la Cámara Empresaria de Tandil, elabora y publica mensualmente el Indicador Sintético Tandil (IST). Para ello, fue necesario un relevamiento exhaustivo de la información disponible a nivel local, tanto de fuentes primarias como secundarias.

<sup>1</sup> Las magnitudes nominales pueden expresarse en términos reales si se ajustan por inflación (excluyendo el efecto de las variaciones de los precios, permitiendo reflejar claramente las variaciones en las cantidades).

<sup>2</sup> El PBI ignora la economía no observada (actividades informales, producción de los hogares sin fines comerciales, actividades ilícitas), no tiene en cuenta el agotamiento de los recursos naturales ni las externalidades que las actividades productivas pueden generar, no repara en aspectos distributivos, entre otras deficiencias.

<sup>3</sup> Lo interesante de esta metodología es que el ponderador es un número variable, que se asigna mensualmente según la inversa del desvío muestral que haya tenido cada componente. Es decir, si la serie presenta alta variabilidad, su peso en el total será menor.

# Usted pregunta, IECON responde

*Lo invitamos a enviarnos su consulta antes del 10 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas.*

*[instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economia@econ.unicen.edu.ar)*



**Marcos:** Ante la crisis bancaria observada en 2008, ¿no fue suficiente la regulación para evitar los colapsos que se vieron en bancos estadounidenses y europeos en estos últimos meses?

**IECON:** La regulación mediante leyes siempre tiene que ir agregando nuevos factores, especialmente ante la evolución de activos financieros. Es cierto que después de la gran crisis del 2008, los reguladores ampliaron las leyes, sin embargo, debemos entender que las leyes no van antes que ocurran los eventos, sino que la legislación surge por necesidad de regular tendencias que ya se observan.

En este sentido creemos conveniente traer a la mesa las investigaciones de socioeconomía. Bajo esta visión se aplica la perspectiva socionómica al investigar las relaciones en los datos sociales. El profesor de finanzas de la Universidad Estatal de Washington, el Dr. John Nofsinger, experto en la psicología de la inversión, y su colega, Kenneth Kim, han estado escribiendo un libro que caracteriza la manía bursátil de la década de 1990. En el mismo se observa que después de cada gran mercado bajista o de crisis, el gobierno norteamericano promulgó nuevas leyes para proteger a los inversores.

- Las leyes de valores aprobadas en 1933 y 1934 siguieron a los problemas de gobierno corporativo de fines de la década de 1920, la caída de la bolsa de valores de 1929 y el comienzo de la Gran Depresión.
- Los actos de sociedades de inversión y asesores en 1940 siguieron a un mercado bajista que se llevó el 25% del valor de la bolsa.
- El final de la década de 1960 experimentó un mercado bajista del 30%. En 1970, el gobierno creó la Securities Investor Protection Corporation (SIPC).
- Las leyes de protección de los inversores también siguieron al mercado bajista de principios de la década de 1970 y al desplome del mercado del Lunes Negro del 19 de octubre de 1987.



· Los escándalos corporativos combinados con la grave caída del mercado de valores generaron la Reforma Contable de las Empresas Públicas y la Protección del Inversor de 2002.

Desafortunadamente, las leyes que se promulgan para proteger a los accionistas e inversores a menudo se derogan en tiempos de fortaleza económica y euforia del mercado de valores. Las décadas de 1920 y 1990 tenían muchas similitudes. Ambas décadas experimentaron fuertes expansiones económicas y poderosos mercados alcistas. De hecho, los inversores al final de cada década podrían haber sido llamados irracionalmente exuberantes.

En 1927, el mercado de valores había acumulado subas en más del 200%. Había muchas empresas nuevas que realizaban ofertas públicas de sus acciones en Bolsa que no eran lo suficientemente sólidas como para ofrecerlas a los inversores. La propensión alta al riesgo favoreció que las compraran. Se impidió que los bancos comerciales entraran en las actividades de banca de inversión para compartir las tarifas lucrativas. Presionaron al gobierno para que cambiara las reglas y lo lograron. Los bancos comerciales comenzaron a ayudar a las empresas a emitir valores. Desafortunadamente, la caída del mercado de valores de 1929 dejó a los bancos comerciales con muchas pérdidas que pusieron en peligro los depósitos bancarios de las personas. La gente entró en pánico y exigió la devolución de su dinero. Por supuesto, los bancos no tenían el efectivo para devolver todos los depósitos a la vez y la corrida derivó en cierres de bancos...

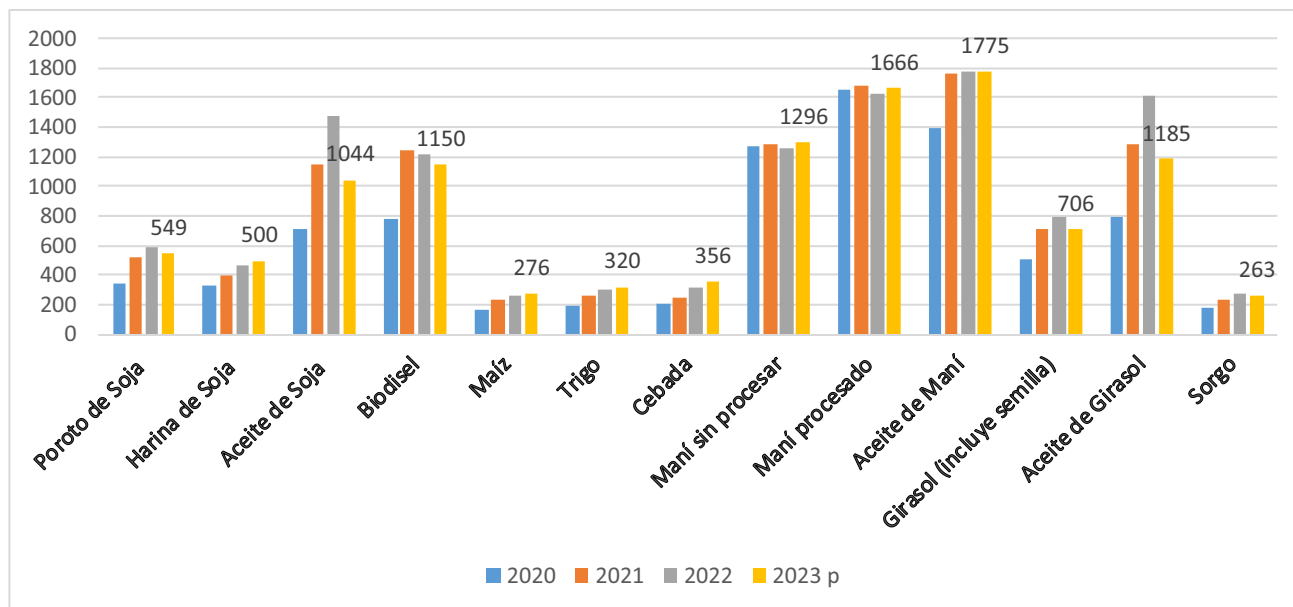
**Cualquier similitud con lo vivido en 2008 y con lo comentado en esta crisis financiera actual no es pura coincidencia.**

Las leyes se hacen con frecuencia para proteger a los accionistas e inversores. Esto generalmente ocurre después de que las personas se enojan por los escándalos y los quebrantos de un mercado bajista. Sin embargo, estas protecciones también pueden revertirse en medio de buenos tiempos. Una economía fuerte y un buen mercado alcista muchas veces tienen como consecuencia que los sectores ganadores ejercen presión sobre los legisladores para que suavicen las restricciones. Las restricciones relajadas tienen el potencial de ayudar a empujar el mercado de valores de un mercado alcista a un mercado de burbuja. Cuando ocurre una burbuja, inevitablemente se produce un desplome. Esto conduce a más escándalos y leyes de protección parecen ser tardías...

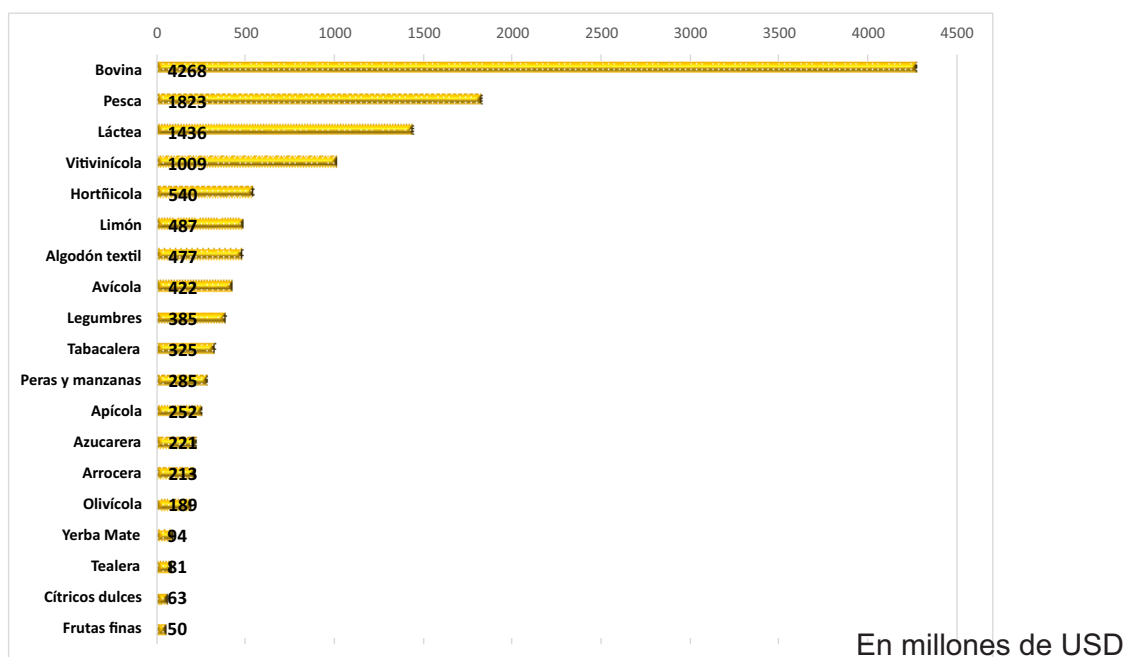
# La Coyuntura en gráficos

## PRECIOS FOB DE EXPORTACIÓN DE COMMODITIES AGRÍCOLAS Y DERIVADOS INDUSTRIALES

En dólares por tonelada, promedios anuales



## EXPORTACIONES DE LAS PRINCIPALES CADENAS PRODUCTIVAS DE LAS ECONOMÍAS REGIONALES EN 2022



**VENCIMIENTOS DEUDA EN PESOS DEL TESORO CON EL SECTOR PRIVADO**

PERIODO	EN BILLONES DE PESOS	EN % PBI	EN % BM
II TRIM	4,1	2,40%	78,50%
III TRIM	2,1	1,30%	40,20%
ABRIL-SEPT	6,2	3,70%	118,60%

**ORO: EVOLUCIÓN DE LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS DEL PRECIO DEL ETF SPDR GOLD SHARES GLD**



**CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL 13-04-2023**

<b>VARIABLES FINANCIERAS</b>	<b>13/4/2023</b>	<b>VARIACION YTD - 2023</b>
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	220,75	20,46%
DÓLAR CCL EN ARGENTINA	399,23	17,25%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	4,91	-7,12%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	2378	7,46%
INDICE S&P Merval (ARGENTINA)	266850	32,05%
DOW JONES (USA)	33648,92	1,42%
BOVESPA (BRASIL)	106896	-2,59%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	558,87	0,11%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	260,32	-2,79%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	248,57	-14,21%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	82,98	3,12%
ORO - USD POR ONZA	2062,40	12,93%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	72,44%	4,46%
PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	78,00%	4,00%
BITCOIN	30.194,20	81,62%