

NOV 2017

Anti-corpi cilindrici (2006) de **Tomás Maldonado**, fundador del Movimiento de Arte Concreto y uno de los protagonistas de la renovación plástica de la década de los 1940 en la Argentina.



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

SERGIO GUTIÉRREZ
DANIEL HOYOS MALDONADO
MARÍA DEL CARMEN ROMERO
SEBASTIÁN RAMÓN
SANDRO JOSÉ GUIDI
MARIO RAVIOLI
MARIO SEFFINO
VERÓNICA BAZTERRICA

COLABORADORES

LUIS ELISSONDO
FERNANDO ERRANDOSORO
SANTIAGO LINARES
OSCAR NIELSEN

BECARIO

LORENA LUQUEZ

SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Estimados lectores.

Se acerca fin de año y en esta época uno empieza a hacer balances.

Como hemos notado en otros newsletters la economía presenta claros signos de recuperación que en muchos sectores son muy marcados y de hecho son acompañados por una mejor situación de nuestro principal socio comercial: Brasil. Sin embargo para 2018 el terreno no será de recuperación lineal y se volverá muy sinuoso en temas claves como la reforma fiscal y la laboral que hoy parece postergada... Y es en este punto donde quisimos abordar esta edición con una nota diferente de apertura en relación a la "grieta". Ponernos de un lado u otro de la grieta implica establecer un ancla que no sólo nos afecta en cómo interpretamos la información que nos llega, sino también en la información que buscamos y transmitimos. Y eso puede condicionar el análisis y cómo encarar problemáticas.

Posteriormente abordamos el siempre presente problema del déficit fiscal y el gasto público y la situación de mercados financieros internacional y local en las notas siguientes.

Esperamos una vez más que estos comentarios les sean de utilidad y aprovechamos la oportunidad para saludarlos 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.

Escriben en este número



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.

Sumario

P4 - El Anclaje y la Grieta

Por Sebastián Auguste

P8- Los mercados financieros con signos de saturación de corto plazo

Por Guillermina Simonetta

P12-La Reforma Fiscal. Lobo suelto, cordero atado

Por Sebastián Auguste

P17- Usted pregunta, IECON responde

P21- La coyuntura en gráficos

P23- Cuadro de variables financieras

El Anclaje y la Grieta

Por Sebastián Auguste

Le voy a hacer un par de preguntas y debe contestar a consciencia, pero rápido y usando su intuición. Gandhi al morir, ¿tenía más de 9 años? Muy bien, esa era la primera pregunta, recuerde su respuesta. Ahora la segunda pregunta, ¿Qué edad tenía Gandhi al morir? Sé que no sabe con exactitud, sólo tire una edad, la primera que le viene a la mente. ¿La tiene? recuérdela.

Si ya terminó con las preguntas anteriores, van dos más. La población de Burkina Fasso , ¿es mayor o menor a 5 millones de habitantes? Conteste. ¿Ya lo hizo? Bien. Ahora la segunda pregunta, rápido ¿Cuánto estima que es la población de Burkina Fasso? ¡Recuerde su respuesta!

Estas preguntas son dos ejemplos de experimentos que se utilizaron para probar la existencia de “anclaje” en la forma en la cual nuestra mente procesa la información. En el caso de Burkina Fasso, la población actual es de 18,6 millones de personas. Si dijo un número menor a este, no es sorpresa, le pasa a casi todos, porque la primera pregunta que les hice, si era mayor o menor a 5 millones genera un efecto en la forma en la que pensamos y nos sesga. El experimento de Gandhi fue realizado por primera vez por Kahneman y Tversky, dos psicólogos que fueron pioneros de la economía experimental, hoy devenida en nueva ciencia, llamada Neurociencia. En nuestra versión local de este último experimento, separamos a la gente en dos grupos al azar, a un grupo se le pregunto lo mismo que a usted, al otro grupo se le dijo , ¿tenía más de 118 años al morir? (en lugar de si tenía más de 9), y luego se les pidió que digan a que edad murió. Las diferencias en las respuestas son notorias y significativas, en el primer caso, cuando mostramos el 9, en promedio dijeron que Gandhi murió a los 50 años, en el segundo caso, cuando mostramos 118, la gente dijo que murió a los 68 años.

Estos son sólo dos de los incontables experimentos que muestran la existencia de “anclaje” en la forma en la que pensamos. El anclaje se refiere a que nuestra mente utiliza cierta información, aunque sea irrelevante, para luego interpretar el resto de la información que le llega. En su búsqueda de ahorrar energía, nuestra mente toma cierta información como un ancla respecto al resto de la información que nos llega. Anclaje entonces se refiere a la tendencia, cuando se hacen decisiones, a depender demasiado de la primera información que se recibe (ancla). Además, una vez que se establece un “ancla”, las decisiones son hechas en función de esa ancla, sin importar la legitimidad de la misma.



<http://wallpaperswide.com/anchor>

En términos más de barrio, anclaje es lo que mi abuela siempre me decía: “nene, la primera impresión es lo que cuenta”. Hoy sabemos gracias a la neurociencia que mi abuela tenía razón. Si va a iniciar una charla con su jefe, con un proveedor, con un empleado o con su pareja, tenga presente que lo primero que diga va a establecer el tono de la charla o discusión, y que va a generar anclaje en el otro. De la misma forma, experiencias previas que usted tuvo generan anclaje. Por ejemplo, si recibe un email laboral de una persona con la cual ha tenido algún conflicto en el pasado, lo más probable es que lea de ese email cosas malas y se enoje. Trate de hacer lo siguiente, no lo conteste, guárdelo, y leálo de nuevo al otro día, y verá que cuando lea de nuevo el email en otro contexto su propia mente le dirá, “ah, no era tan así lo que había entendido”.

El ancla que establecemos no sólo nos afecta en cómo interpretamos la información que nos llega, sino también en la información que buscamos y recordamos. En otro experimento realizado en EE.UU. se le pedía a la gente tomar una posición respecto a la pena de muerte. Los que estaban a favor se les hacía pasar a un cuarto y se les daba cierta información para leer. Los que estaban en contra se los hacía pasar a otro cuarto y se les daba otra información para leer. Lo que ninguno de los dos grupos sabía es que ambos tenían la misma información, exactamente el mismo texto. Luego de haber leído y analizado el texto, a esta gente se les preguntaba que decía el texto, cuál era su interpretación. El texto era un resumen de los estudios científicos realizados sobre la pena de muerte, información que lejos de ser concluyente muestra resultados que van en una y otro dirección. Pero cuando la gente contestaba a la pregunta sobre qué había entendido del texto, los que estaban a favor remarcaron del texto información que apoyaba sus preconcepciones, y obviaron la información que iba en contra, salieron más convencidos que antes que la pena de muerte es buena, y ahora ¡probada por la ciencia! Pasó exactamente lo contrario con los que estaban en contra de la pena de muerte, salieron convencidos que la ciencia probaba que la pena de muerte era muy mala, y recordaban sólo una porción de la información que habían recibido. Es decir, dos grupos de personas ante exactamente la misma información no solo lo interpretaban distinto, sino que habían sido selectivos en qué se acordaban de ese texto, recordando en forma muy asimétrica con mucha más fuerza la información que iba en línea con sus preconcepciones y obviando la que iba en contra. Aquí el preconcepción que ellos tenían estableció un ancla.

Todo esto es exactamente lo que nos pasa a los argentinos con la famosa grieta. Hay gente que se ha puesto de un lado o del otro de esta grieta, y al tomar postura estableció un ancla, que hoy no los deja pensar en forma clara y objetiva, e interpretan y buscan información que comprueba sus preconcepciones. Yo lo noto muy claro en mis clases. Cuando digo algo de economía, me doy cuenta que la gente interpreta lo que digo según el lado que está de la grieta, y le dan un sentido distinto, y recuerdan cosas distintas. El anclaje dificulta el entendimiento, y empobrece el análisis, pero es la forma en la que nuestra mente funciona. Debemos hacer un esfuerzo para romper esa ancla, y a veces no es para nada fácil hacerlo.

Les doy otro ejemplo. En mi función de Director del MBA en la Di Tella se me había ocurrido lanzar un nuevo formato de MBA, al que denominé Super Sábado. Le conté a mi grupo de gestión que les parecía esta nueva modalidad. Luego el Rector me pidió que pensara algún nombre alternativo, ya que Super Sábado sonaba mucho a boliche. Y he aquí el ancla. Qué difícil es ahora encontrar

nuevos nombres luego que ya se había formado en mi mente la idea del super sábado. Lo que es peor, le pedí a mi grupo de gestión que pensara nombres alternativos, y fue un fracaso, todos tiraron nombres muy poco creativos, y a todos nos rondaba en la cabeza la idea original. Finalmente nadie pudo romper el ancla, ni yo, ni mi equipo, ni el Rector. La nueva modalidad se lanzó, y con el nombre de “MBA Sábado”, que fue lo que mejor encontramos. Mi error fue adelantar el nombre que tenía en mente, porque no sólo generé anclaje en mí, sino también en mi equipo. Algo más astuto hubiera sido invitarlos a que piensen nombres para un formato nuevo con tales características sin mencionar ningún nombre.

El anclaje es utilizado en forma muy exitosa en marketing. Imagínese usted entrando a un negocio de electrodomésticos en un país como la Argentina, que debido a la alta inflación y la inestabilidad de precios no tenemos precios de referencia anclados en nuestra mente. Va en búsqueda de un microondas. Al entrar al local ve un microondas a un precio de \$15.000. Está a punto de salir corriendo espantado del local, pero el vendedor le dice que tiene más modelos para mostrarle, y que esta semana tiene en oferta un modelo de la misma calidad que ese de \$15.000 pero por la suma de \$4590 con garantía de fábrica de 5 años. ¿cómo cree que su mente ve al nuevo microondas que le acaba de mostrar el vendedor? Si fue exitoso, el vendedor usó el producto muy caro para generar anclaje y que a usted ahora le parezca que es un muy buen deal la segunda opción.

Otro ejemplo de marketing es el siguiente. El supermercado Pocoanclaje lanzó una promoción de jabón para lavarropas automático Skippo, la promoción muestra un cartel que dice “dos unidades, 25% off”. El supermercado Tevoy-a-anclar lanza otra promoción para el mismo producto que dice “50% off en la segunda unidad”. ¿Acuál de los dos supermercados cree usted que le va a ir mejor? Un viejo ejemplo de anclaje, aunque no por viejo funcione peor, son los precios que terminan en 99, la magia del nueve. A la parte inconsciente de su mente le parecerá mucho más barato un producto a \$9.99 que a \$10. Su mente al pensar rápido leerá de izquierda a derecha, el primer precio arranca con un nueve y usted, si no está muy atento, tenderá a redondear hacia este 9 que fue lo primero que vio y ancló, por más que nos pasaron machacando durante toda la escuela primaria que el redondeo correcto sería hacia el 10.

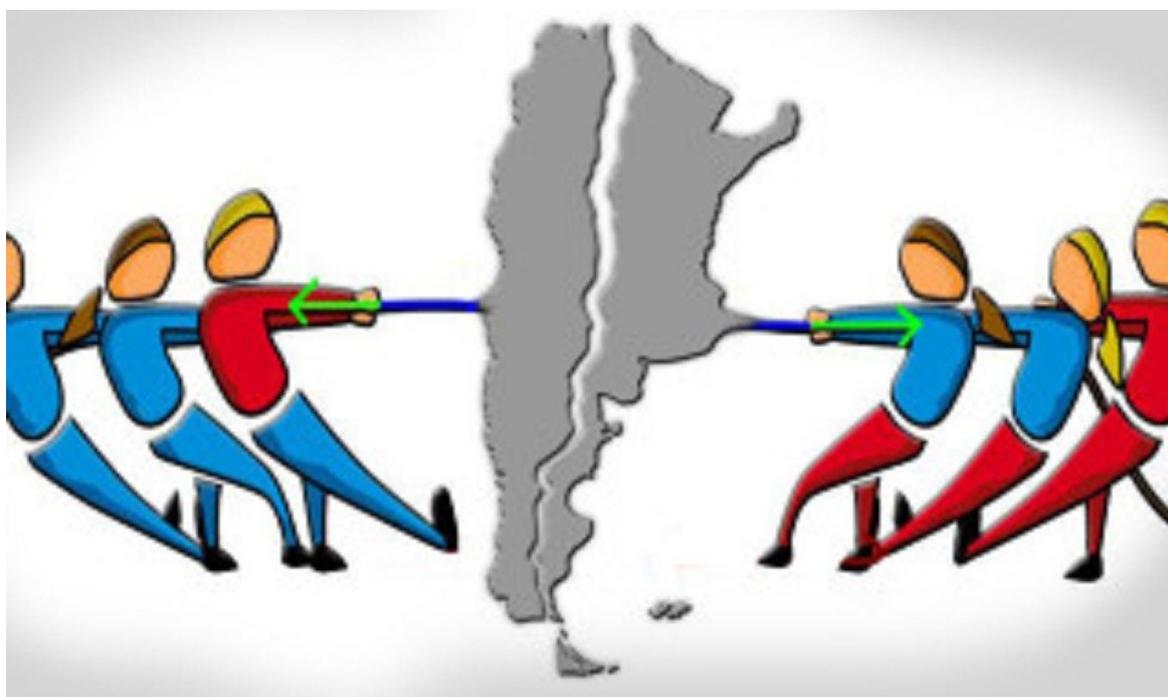


LLEVANDO 2 UNIDADES

Romper anclas es difícil, y establecer anclas es algo normal que nuestra mente hace aunque no nos guste o no queramos. El primer paso para tratar de romper el anclaje es reconocer que esto sucede, que el anclaje existe.

Volviendo a la grieta, sepa que con altas chances usted está de algún lado de la misma. Porque tanto se ha hablado de esta grieta que uno inconscientemente toma posiciones. Sepa también, que lamentablemente se requiere de un esfuerzo adicional para pensar mejor, porque la grieta está, la creamos, genera anclaje, y nos hace pensar peor, y ser un peor país. El caso reciente de Santiago Maldonado muestra claramente cómo nuestros prejuicios actuaron en la forma que interpretamos la información que nos llegaba. Con la misma información vi a gente convencida que había sido la Gendarmería, y del otro lado gente convencida que fue RAM. Muy pocos tuvieron la paciencia y la objetividad para analizar el caso. Que maestros de escuelas hayan salido con tan poca información y evidencia a contarles a sus alumnos que teníamos un desaparecido en democracia es super grave, porque estamos obligando a nuestros hijos a tomar posiciones y proyectamos la grieta hacia el futuro también. Igualmente de grave es que desde el gobierno, la ministra de seguridad, se haya apurado a desligar a la Gendarmería sin esperar a contar con mayor información.

Si queremos como país pensar mejor, lo más saludable es empezar a romper las anclas preestablecidas, y dejar de hablar de la grieta. Animarnos a cuestionar nuestros prejuicios, reconocer que nuestra mente nos juega una mala pasada al tratar de ahorrar energía, que no somos naturalmente objetivos, y que deberíamos ser esforzadamente menos sesgados.



<https://i0.wp.com/www.bairesenlinea.com.ar>

Los mercados financieros con signos de saturación de corto plazo

Por Guillermina Simonetta

La semana finalizada el 10 de noviembre ha dejado un record en los principales índices de referencia bursátiles, mostrando el Dow Jones Industrial DJI un máximo en torno a 23600 puntos. Al cierre del 13/11 eso significaba una variación acumulada en el año de 18.26% para este promedio de 30 acciones. Desde ese máximo el DJI ha mostrado un ajuste en su cotización, dejando en términos de análisis técnico una señal de reversión bajista semanal alertando sobre las correcciones que se han evidenciado en estas sesiones de mediados del mes. Si tenemos en cuenta que el rally de ese año



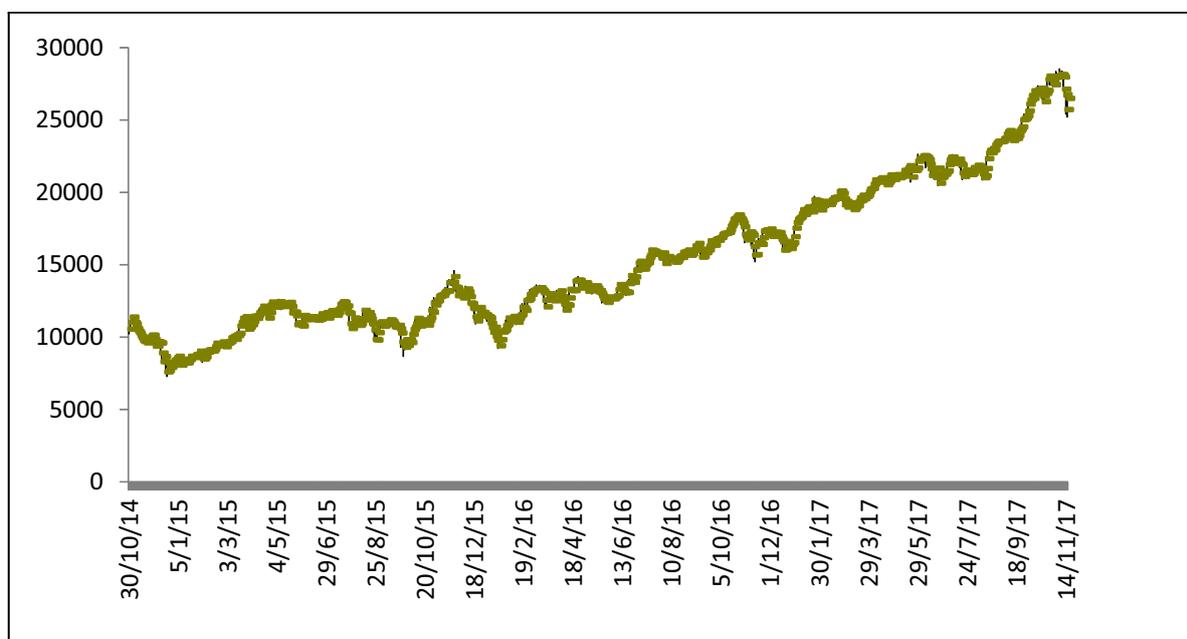
<http://losmercadosfinancieros.es/mercados-financieros-4>

no ha mostrado recortes significativos, se incrementan los riesgos de una toma de ganancia más significativa, y de hecho en el mercado argentino este efecto de inicio de bajas bursátiles ha coincidido con una mayor volatilidad como efecto del resultado del aumento de tasas de interés del Banco Central, elevando el retorno de inversiones de escaso riesgo de letras de corto plazo. Entre el 13 y el 14 de noviembre se evidenció una volatilidad y bajas no vistas desde que argentina quedo fuera de la categoría de países emergentes con activos que se desplomaron más de un 10%. De hecho unos días atrás, la calificadora de riesgo Standard & Poors ubicó a nuestro país entre las cinco naciones más comprometidas por un encarecimiento del dinero a nivel global, junto con Turquía, Pakistán, Egipto y Qatar. Aunque mira un conjunto de variables, el fuerte endeudamiento de los últimos dos años es la principal alerta que consideró para poner a la Argentina en este grupo. El fuerte endeudamiento de nuestro país es la contracara del déficit fiscal, como fuente de financiamiento, a diferencia del mayor foco hecho durante el gobierno anterior de emisión monetaria para financiar el gasto público. Standard & Poors hizo foco sobre estos países porque considera que "mostraron déficits de cuenta corrientes considerables y que su tasa de ahorro nacional era insuficiente para cubrir la inversión", lo que los expondrá a sufrir más cuando la FED y el resto de los bancos centrales desarrollados vuelvan a subir las tasas.

A nivel internacional, las tasas de corto plazo en lo que se denomina la curva de rendimientos de deuda soberana de los Estados Unidos, dejan sentada una posibilidad de corrección bursátil, ya que se estaban incrementando a un ritmo mayor al de las tasas largas, provocando un aplanamiento de la curva e incrementando el riesgo de una toma de ganancias en el mercado accionario. Para comienzos de noviembre las tasas de 10 y 30 años habían mostrado bajas en lo

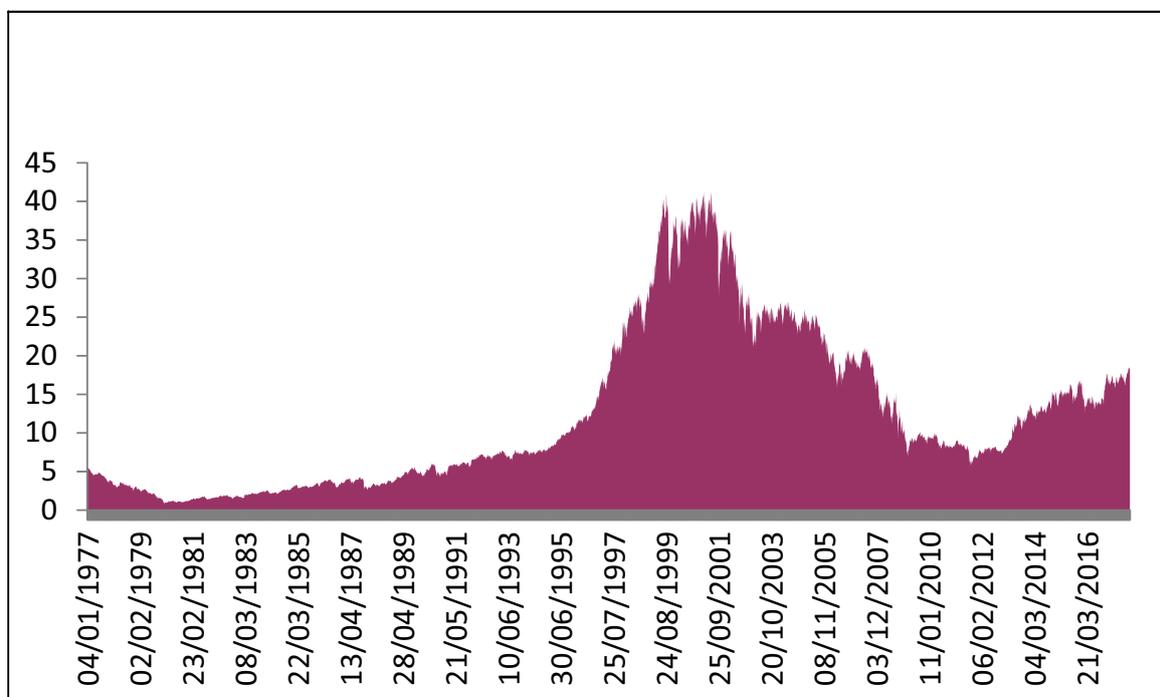
que va del año 5% y 9% respectivamente, mientras que el tramo corto (1, 2 y 3 años) escalaron 83%, 35% y 19% respectivamente, destruyendo la pendiente con la que la curva contaba hacia principios de 2017. El spread entre tramos corto y largo se encontraba en los mínimos desde la crisis financiera de 2008. A pesar de no tener una curva invertida o plana completamente, como en épocas de crisis, el aplanamiento es un signo de alerta y al piso se le suma un mercado que ha subido en forma muy marcada hasta un área que podría considerarse una barrera para los seguidores del análisis gráfico: en términos semilogarítmicos el DJI ha testeado una línea de tendencia de unión de máximos de 2011, 2013/2014 y 2015 dejando espacio para un ajuste de precios más importante que los mini recortes visto en el año.

GRAFICO EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DOW JONES INDUSTRIAL



Las relaciones precio-ganancias globales (Price/earning ratio) en 17.8x están cerca del promedio a largo plazo de 18x. Esto reduce el alcance de una mayor alza significativa, y muchos inversores han empezado a tomar ganancias al reducir el tamaño de su posición de sobrepeso en la renta variable global. Pero aun así estamos lejos de ratios de burbuja, como por ejemplo, este cociente de precio-ganancias globales alcanzó un 30.6x en la era de las puntocom. Las relaciones en el rango de 18-23x han sido históricamente consistentes con retornos positivos (6%) durante los siguientes seis meses por lo cual de darse una corrección en los mercados sería considerada una oportunidad de reposicionamiento. Asimismo, se ve favorable el ratio entre el DJI y el oro, que ha recurado terreno en estos años, y cuya tendencia apuntaría a que en términos relativos sigue siendo más rentable el posicionamiento en acciones que en el metal precioso, más allá de correcciones intermedias que puedan observarse y que dejen un efecto de refugio temporal en el oro.

RATIO DOW/GOLD - EVOLUCIÓN DEL COCIENTE DIARIO ENTRE EL ÍNDICE DJI Y LOS PRECIOS DE FUTURO DE ORO



Asimismo la posibilidad de subas de tasas en estados unidos en 2018 luce más clara, especialmente notando saturación en el mercado laboral con tasa de desempleo en el mínimo y la nómina de nuevos puestos laborales creciendo sostenidamente, lo cual presionaría por inflación de salarios, y que a nivel global el Reino Unido también ha empezado a subir sus tipos de interés por primera vez en una década.

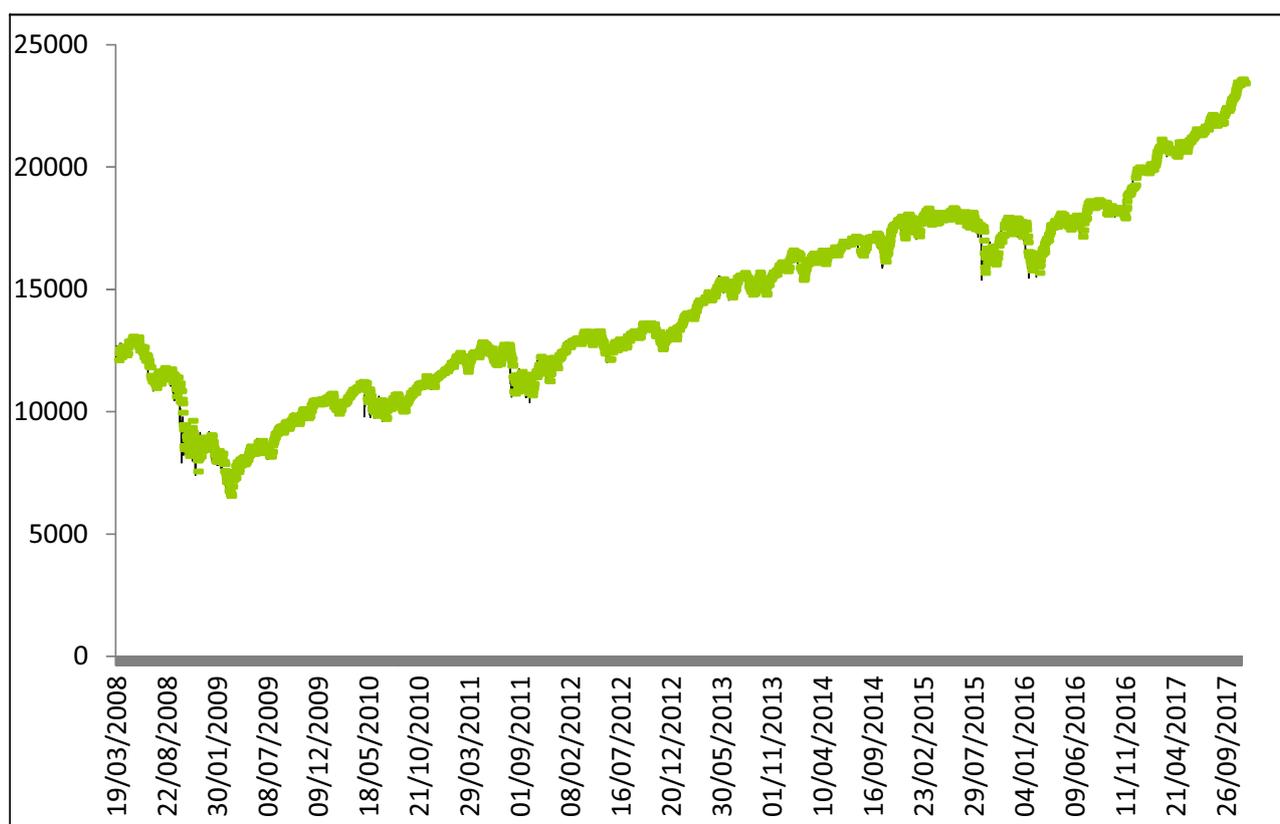
En el **plano local** la suba de tasas por parte del BCRA (ya que implica una fuerte competencia entre activos las tasas por arriba del 28% en LEBACS) y el efecto de una incipiente baja en los mercados globales imprimió una sustancial volatilidad en los precios de acciones en la semana del 13/11, sin embargo, desde el punto de vista de mediano plazo, la recuperación económica sienta las bases para que aun se evidencie una continuidad en la tendencia alcista del mercado, con sectores que vienen mostrando mayor solidez. La industria automotriz con subas del 10,7% anualizado, la construcción con el 8%; la ganadería con el 7,4%; la venta de electrodomésticos con un 7%; la siderurgia con 6,9%; los agroquímicos (consumo de fertilizantes) con 6,7%; la minería (exportaciones) con el 6,4% y los cueros con un alza del 4,5%; son los sectores que exhiben los indicadores más dinámicos para 2018

La **construcción** seguirá siendo uno de los motores de la economía. La obra pública es prioridad para el gobierno que prevé inversiones por 436.00 millones de pesos (incluye gasto de capital e inversiones vía régimen de participación público-privada). El crédito hipotecario continuará apuntalando la construcción residencial: el stock de préstamos a tasa ajustable UVA ya llega a AR\$

27.500 millones desde su implementación, y seguirá creciendo. El crédito hipotecario es 0,3% del PBI y tiene margen para alcanzar el 4% (incremento del stock de más de diez veces).

Los inversores pequeños que recién estén evaluando ingresar al mercado con compras de acciones deberán hacerlo con ojo muy fino, ya que el mercado local ha sido uno de los más dinámicos y en general la psicología de mercado nos brinda enseñanzas repetidas donde esperar que las variables económicas arrojen números positivos y que se disipe la incertidumbre (en este caso haber esperado el resultado de las elecciones) suelen ser momentos tardíos de entrada al mercado bursátil, y de hecho en más de una oportunidad comentamos que luego de subas muy marcadas (el Índice Merval había subido hasta el máximo del 7/11 un 68.7% en el año) eventos como el apoyo de electores a la política del gobierno, subas de calificaciones de agencias de riesgo como fue la de elevación de B- a B+ por parte de S&P, suelen ser instancias donde el mercado consolida un techo más que un nivel de posicionamiento en el mercado.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MERVAL GRAFICO DIARIO ESCALA LOGARÍTMICA DE PRECIOS.



La Reforma Fiscal. Lobo suelto, cordero atado

Por Sebastián Auguste

La Argentina tiene un déficit galopante que ahora financia con deuda (y algo de inflación). Eso no es bueno, porque estamos tomando deuda para gastos corrientes y no para inversión. Pero en realidad lo que no es bueno es gastar sistemáticamente más de lo que se recauda, el eterno problema argentino.

El problema del déficit fiscal y el gasto ineficiente es tan viejo que me llama la atención cómo aún no lo pudimos solucionar. En 1911, Bevione escribía sobre la Argentina diciendo “los recursos públicos son dilapidados, hay corrupción y falta de justicia, los servicios públicos cuestan dos veces más que en Londres. Más adelante en el tiempo Jeze, un experto en finanzas públicas europeo, estudio al país en 1923 y llegó a la conclusión de que “es difícil de creer cómo la prosperidad económica contrasta con el manejo de las finanzas públicas, que viven en déficit permanente”. El propio Albert Einstein, cuando nos visitó en 1925, se preguntaba “cómo un país tan desorganizado se puede desarrollar?”.



<https://lh3.googleusercontent.com/>

Desde mi punto de vista, el problema crónico del país es la tendencia a gastar más de lo que se recauda. Durante un siglo financiamos esto con inflación y destruimos el valor de nuestra moneda. Después de la crisis del 2001 logramos por primera vez en mucho tiempo tener un superávit estructural, pero duro demasiado poco, y volvimos a la senda de gastar más de lo que entra, con el problema adicional que estamos en un nivel de tributación (incluyendo el impuesto inflacionario) récord histórico para el país, pero también demasiado elevado en la comparación internacional. No hay país en el mundo parecido al nuestro (en nivel de desarrollo) que cobre más impuestos que nosotros!

En este contexto el gobierno, post contundentes elecciones, anuncia un impuestazo a la clase media, donde está el núcleo de sus votantes, lo que puede parecer difícil de entender, es como que si hubieran salido a pinchar globos amarillos. Además, el gobierno sigue sin anunciar lo que es prioritario, cómo va a racionalizar el gasto, como va a llevar a nuestra economía a un sendero razonable, sin déficit. Es cierto que reducir el gasto en época de vacas flacas es difícil y poco deseable, y mientras haya financiamiento barato algo se puede permitir, pero lo grave es que así como anunciaron un plan a cuatro años para cambiar los impuestos, a mi me hubiera gustado que

me muestren un plan a 4 años para racionalizar el gasto, para hacerlo más eficiente. Sino me da la impresión que es más de lo mismo, que en el fondo los platos rotos los pagamos nosotros con los impuestos y nadie se anima a ponerle el cascabel al gato. A favor del gobierno debo decir que en los últimos días han estado haciendo, con cuenta gotas, anuncios de ordenamiento en el gasto. Pero de nuevo, esto viene demasiado lento, estamos terminando el segundo año de presidencia Macri y se hizo demasiado poco en la racionalización del gasto. De nuevo, hay que hacer salvedades, se ve que el gobierno actual trabajo arduo en sus primeros dos años en construcción de poder, en la pata política, y fue más lento en lo económico, parece razonable, ya que hacer cambios estructurales requiere de mucho capital político.

La Reforma Tributaria

La reforma tributaria planteada tiene varios aspectos positivos, como bajar ingresos brutos y sacar el impuesto a los débitos y créditos bancarios. Estos cambios que se suman a la ya realizada eliminación de las retenciones. Estos tres impuestos están primeros en la lista de los peores impuestos a cobrar. Son impuestos que generan ineficiencia y reducen el crecimiento porque afectan a la competitividad de la Argentina. Para muestra sobra un botón. Las retenciones en el caso de la carne y el trigo terminaron distorsionando mucho la producción, la Argentina perdió muchas cabezas de ganado, y al final el gobierno terminó recaudando nada de este impuesto, porque no se exportaba nada de carne y trigo, el claro ejemplo de un pésimo impuesto, recauda cada vez menos y genera distorsiones enormes. Lo que la Argentina se perdió de ganar anualmente por la enorme caída en la producción de carne equivale más o menos al gasto anual que hacemos en la Asignación Universal por Hijo. Noten cuán malo ha sido el impuesto.

Pero así como tiene cosas buenas, tiene cosas malas, como el impuesto a la renta financiera y eliminar el tope para los aportes que hace el trabajador.

En primer lugar se debe entender que es un error pensar que la renta financiera es otra forma más de ganar plata que compite con otras rentas, como las ganancias empresarias o los sueldos de los trabajadores. Muchos creen que si los salarios altos pagan ganancias, ¿por qué la renta financiera no? Es fácil la respuesta, no debería pagar porque ya pagaron antes. El impuesto a la renta financiera es un impuesto al ahorro. Hago un ejemplo sencillo. Juan ganó el mes pasado 120 mil pesos, y yo también (para no ser menos, total es un ejemplo). Pagamos impuesto a las ganancias y realizamos aportes a la seguridad social. El Estado se lleva aproximadamente un 35 por ciento de nuestros ingresos con estos impuestos (ganancias y seguridad social), por lo que nos quedan unos 78 mil netos (en realidad para ser exactos, con la tributación actual un jefe de familia con dos hijos le quedaría 78.598 pesos, y si es soltero y sin hijos, 75.978 pesos, ver <http://calcularsueldo.com.ar/sueldoneto.html> . Juan con su plata compró 3 sillas. A mí me gustan los sillones, que son más caros, por lo que ahorraré eso 78 mil para comprar un sillón cuando tenga 156 mil (un sillón vale 6 sillas). Pongo mis ahorros en un plazo fijo, porque soy conservador. Sin darme cuenta estoy ayudando a que el banco consiga fondos, que luego canaliza en créditos que financian la inversión y al crecimiento del país. Supongamos que la inflación en este mes fue de 50 por ciento (exageremos), y el banco me dio una tasa de interés del 50 por ciento, que en el fondo me está preservando el valor del dinero (en realidad en el país los plazos fijos han estado pagando

por muchos años por debajo de la inflación). Supongamos nuestro sueldo siguió a la inflación. Juan al segundo mes vuelve a comprar 3 sillas con su sueldo. Ya tiene sus 6 sillas, o sea el equivalente a un sillón. Para mí que había ahorrado, los 78 mil que puse en el banco crecieron a 117 mil, al 50 por ciento de interés. Estoy chocho, pero en realidad no gané nada, porque si voy con esa plata a comprar algo, me alcanza solo para 3 sillas o medio sillón, porque ellos también subieron el 50 por ciento (por eso se llama inflación, es el aumento generalizado de precios). Yo quería mi sillón. Sin impuesto a la renta financiera me lo puedo comprar. Es decir Juan y yo tributamos lo mismo y los dos tenemos lo que queremos, que vale lo mismo, él 6 sillas y yo un sillón. Pero ahora viene el gobierno y me cobra un 15 por ciento de impuesto a la renta financiera. Considera que los intereses que gané, \$39, es renta, y me saca 15 por ciento. En lugar de tener mis 117 pesos, o sea medio sillón, tengo 111 pesos y ya no me alcanza para mi sillón, aunque mi sueldo también siguió a la inflación. No llego al sillón, y tengo menos que 6 sillas. Juan en cambio tiene sus 6 sillas. Ahorrando lo que hago es transferir ingresos (que ya pagaron su impuesto) de un período a otro, y la tasa de interés busca preservar el valor o poder de compra de esos fondos. Cualquier impuesto sobre esto es sacarme parte de mis ahorros. El impuesto a la renta financiera penaliza al que ahorra. Por eso los economistas decimos que es un impuesto al ahorro. Esto viola el principio de equidad horizontal. Juan y yo tenemos el mismo sueldo, ¿por qué yo voy a pagar más impuestos? ¿Por qué soy ahorrador?

El segundo problema es que al ser un impuesto al ahorro, lo que hace es deprimir el ahorro nacional, reduce la profundidad financiera del país y encarece al crédito. Esto pasa porque yo me doy cuenta que si ahorro pierdo plata, y esto me llevará a consumir más. El banco se queda sin fondeo, por lo que ofrecerá tasas más altas para mis depósitos. Pero si se fondea más caro, subirá la tasa de interés que cobra en los créditos que da. Las empresas pagarán créditos más caros. Por un lado la reforma plantea bajar el impuesto a las ganancias a las empresas para que se vuelvan más competitivas, pero por el otro hace algo que tiende a subir el costo del financiamiento, y justo esto afecta al que invierte (en rigor, al eliminar el impuesto al cheque, que subía el spread de los bancos, se baja la tasa, con lo cual ambas reformas a la vez dan un signo indeterminado sobre las tasas activas).

Lo grave del impuesto al ahorro es que la Argentina ahorra muy poco, apenas 14 puntos de su PBI, cuando el promedio mundial es 27 puntos, casi el doble. Un país normal requiere invertir 20 puntos del PBI para poder mantener a flote su economía (no hablamos de crecer a tasas altas, solo de mantener su stock de capital per cápita), pero la Argentina ahorra demasiado poco hoy, y por eso dependemos tanto del ahorro externo (la entrada de capitales o la deuda externa). En este contexto de pésimo ahorro interno penalizamos al ahorro con más impuesto. Pan para hoy y hambre para mañana.

Además, como se propone levantar el tope de los aportes, la presión tributaria para Juan y para mí subirá del 35 por ciento que paga un sueldo de esa dimensión en concepto de ganancias y aportes, a un impuesto que equivale entre el 41 y 42 por ciento del sueldo. Y los aportes son un impuesto, porque estos mayores aportes no se reeditarán en una mayor jubilación, todo lo contrario, por el lado de las jubilaciones me están diciendo que ganaré menos. En el ejemplo, el impuesto a la renta financiera equivale a un 5 por ciento de mis ingresos (es alto porque la inflación en el ejemplo era alta). Con lo cual este argentino clase media alta pasará de pagar un 35 por ciento a un 46 por

ciento, impuestazo. Pero este argentino clase media alta además había invertido en una segunda casa, porque no confiaba en el banco para depositar sus ahorros, y como es honesto no habría cuentas off shore en el exterior para esconder ahorros y tributar menos. Esa casa la tenía alquilada, y de esta forma ayuda también a aquel que quiere alquilar porque no le alcanza para comprar. En algún momento la venderá, porque la ahorró para su jubilación. Pero ahora, cuando la venda, como es segunda vivienda, va a tributar un 15 por ciento. Hasta ahora la venta sin reemplazo de una propiedad tributa un ITI de 1.5 por ciento del valor de la propiedad. La propuesta busca eliminar el ITI y gravar la ganancia de capital. El problema es que en un país con inflación las ganancias de capital serán enormes. Supongamos la propiedad fue construida con 100 mil dólares cuando el dólar valía 3, y hoy la propiedad sigue valiendo 100 mil dólares porque no aumentó nada. En dólares no subió, pero en pesos pasó de 300 mil a 1.8 millones, es decir una ganancia de capital en pesos de 1.5 millones que tributaría al 15 por ciento, o sea un impuesto de 225 mil pesos. Hoy con el ITI pagaría solo 27 mil, por lo que también es un impuestazo. Por suerte el gobierno dice que permitiría el ajuste por inflación en el valor del inmueble, de esta forma la ganancia de capital sería mucho menor, aunque no está claro como se hará esto. Pero de todas formas el impuesto a la compra venta de una segunda vivienda va a gravar al ahorro. El argentino clase media ahorra en plazos fijos, bonos del gobierno y propiedades, y estas tres manifestaciones de ahorro ahora estarán gravadas, con lo cual este cordero atado no se escapará.

En definitiva un argentino clase media y en blanco termina dejándole al estado más de la mitad de lo que gana, bastante más (puede llegar hasta casi un 70 por ciento). Es verdad que al subirle el impuesto efectivo que pagarán los que más tienen se mejora la progresividad del sistema tributario argentino (lo que los economistas llamamos equidad vertical, que los que más tengan más contribuyan porcentualmente de sus ingresos), pero la pregunta es si no estamos afectando mucho la equidad horizontal, y si la presión tributaria que este argentino clase media sufre no es demasiada elevada. Es cierto que hay países que cobran más impuesto que la Argentina a su clase media y alta, pero también es cierto que estos países son mucho más eficientes en la provisión de bienes públicos, como la educación y la seguridad. El hecho que muchos de los argentinos clase media hoy estén pagando la educación privada, alarmas y seguridad, entre otras cosas, también puede vérselo como un impuesto al que habría que sumar en la cuenta. Un finlandés clase media paga más impuestos que un argentino clase media, pero su Estado le da la mejor educación del mundo y gratis, le da seguridad, y un excelente sistema de salud. Aquí no es así, y los servicios del Estado a menudo no están a la altura de lo que esta clase media demanda, y terminan pagando en forma privada por estos servicios. Juan el del ejemplo, si vive en Buenos Aires y manda a sus 2 hijos a una escuela privada promedio, estará pagando entre unos 20 y 25 mil pesos más por mes, cuando ya pagó por la educación con sus impuestos. Súmese entonces a su presión tributaria casi un 20 por ciento más! El finlandés no paga esto, se lo ahorra. En Finlandia solo el 2 por ciento de los chicos van a escuelas privadas, en la ciudad de Buenos Aires más del 60 por ciento. Esto es algo que al gobierno argentino se le olvida cuando discute impuestos. Ahora quieren copiar aspectos de los sistemas tributarios de países desarrollados, para cobrar más como hacen ellos, pero sin primero darnos los servicios que los Estados de los países desarrollados dan. Además, esto es un grave error. Ya lo dijo Joe Slemrod, uno de los gurúes a nivel mundial en tema de impuestos, que el sistema tributario óptimo para un país en desarrollo,

con economías que son hard to tax (difícil de cobrar impuestos), no puede ser igual al de un país desarrollado. Parece que en el gobierno no leyeron este paper, porque justifican los cambios e incorporar el impuesto a la renta financiera bajo el argumento que los países desarrollados lo hacen. Un muy mal argumento técnico.

Puedo dar la impresión en esta nota que estoy molesto porque estos impuestos me afectan en forma personal. Honestamente no es eso lo que molesta, y de hecho me afecta poco, porque soy de los que invierte en acciones en lugar de bonos y plazos fijos. Al revés, este impuesto a la renta financiera golpea al argentino clase media con sofisticación media a baja en lo financiero, el que ahorra en plazos fijos, bonos y propiedades. El principal problema que le veo al anuncio post elecciones es que no se está atacando el problema de fondo, no se muestra un plan de mediano y largo plazo, y se sigue tomando decisiones en función de lo urgente y no de lo importante. Si me van a cobrar un impuesto a la renta financiera pero con un sistema financiero desarrollado, como es el caso de Chile, lo pago chocho. Pero si en un país sin ahorro, con mucha informalidad, y con mucho gasto ineficiente la propuesta es subirle el impuesto a los que ya pagan mucho, a los pocos que aportan ahorro para que la economía crezca, y encima sin dar una más mínima señal de qué se va a hacer para solucionar el tema de fondo, ahí sí molesta.

El gobierno está apurado por dar señales a los inversores, a las empresas. Claramente la reforma tributaria planteada es una redistribución desde la clase media y alta, y desde los jubilados, hacia las empresas y en menor medida la clase media baja y baja. El equipo de gestión en el ministerio de economía está muy preocupado por la redistribución del ingreso, y tal vez desde esa óptica es entendible el paso realizado. También es cierto que había cierto clamor popular por imponer las rentas financieras. Nuevamente el problema está en querer hacer redistribución por el lado de los impuestos. Personalmente creo que el sistema tributario debe ser lo más simple y transparente posible, que recaude con la menor distorsión posible y los menos costos de administración y cumplimiento, y enfocar todo el esfuerzo redistributivo por el lado del gasto público, con un gasto público social fuerte, y con un gasto orientado a dar igualdad de oportunidades.

Como el gasto es la contracara de los impuestos, el principal error del gobierno es de estrategia. No mostrar las dos caras de la tijera al mismo tiempo. Me imagino que a un votante promedio le puede molestar tener que pagar más impuestos, hacer más esfuerzo, sin que el Estado se esfuerce en bajar el gasto (por ejemplo simplificando Ministerios). Pero tal vez me estoy apurando y estas medidas vendrán, yo las hubiera anunciado antes de anunciar la reforma tributaria, pero veo que ya es sistemático en el gobierno no saber manejar las expectativas de la gente y me parece un gobierno poco hábil en generar optimismo económico, tan necesario en nuestro país hiperreactivo, sensiblero y en el fondo, muy en el fondo populista. Ojo, tal vez me equivoque, y si somos no tan en el fondo, sino por el contrario muy populistas, el gobierno nos está dando lo que demandamos. El gobierno anunció una reforma tributaria mitad sensata (eliminar impuestos malos) y mitad populista (poner un impuesto malo para nuestro país, pero con clamor popular). El gobierno anunció primero la reforma tributaria, que le pega a la clase media, y tal vez luego haga los anuncios del gasto, de nuevo populista. ¿Será que como país no nos bancaríamos un gobierno escandinavo, prolijo y ordenado, con un manejo para nada populista?

Usted pregunta, IECON responde

Lo invitamos a enviarnos su consulta a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar antes del 20 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas. Respetando su anonimato sólo se incluirá su nombre de pila.



MOLINO
CAÑUELAS

CHAMPIONSHIP

Joaquín: hemos visto en este año ingresos de nuevos participantes al mercado de acciones. ¿Qué opinión tienen al respecto? Son oportunidad para pequeños inversores?

IECON. Comentaremos en esta oportunidad el caso de molino cañuelas, dejando el análisis de otras para futuros newsletters. Molino Cañuelas fue la última en anunciar su salida a la Bolsa. Con la expectativa de un sólido crecimiento económico, mejoras impositivas para empresas y exenciones para la inversión en acciones en discusión en el Congreso, el mercado de capitales promete liderar la expansión de la actividad privada en los próximos años.

EL 15/11 finalizaba el período de suscripción de acciones, pero a través de un comunicado, finalmente anunciaron que se suspendía. Entre las razones, se refugió en la reciente volatilidad del mercado en Argentina. Recordemos que la compañía había iniciado una oferta conjunta en el mercado local e internacional. Ofrecía 29.250.000 de nuevas acciones Clase B (ampliable hasta 40.000.000), mientras que los accionistas mayoritarios ofrecían otras 29.250.000 acciones.

La empresa alimenticia local Molino Cañuelas anunció emisión de acciones y De American Depositary Receipts (ADRs) en la Bolsa de Valores de Nueva York. La salida a la bolsa de esta empresa local se suma así al reciente lanzamiento de las acciones de Loma Negra, Havanna, Supervielle y otras nuevas exponentes del mercado argentino. La emisión de acciones les permite a las empresas financiar planes de expansión, mientras que a los inversores del mercado les da la posibilidad de asociar sus ahorros a la suerte de estas firmas.

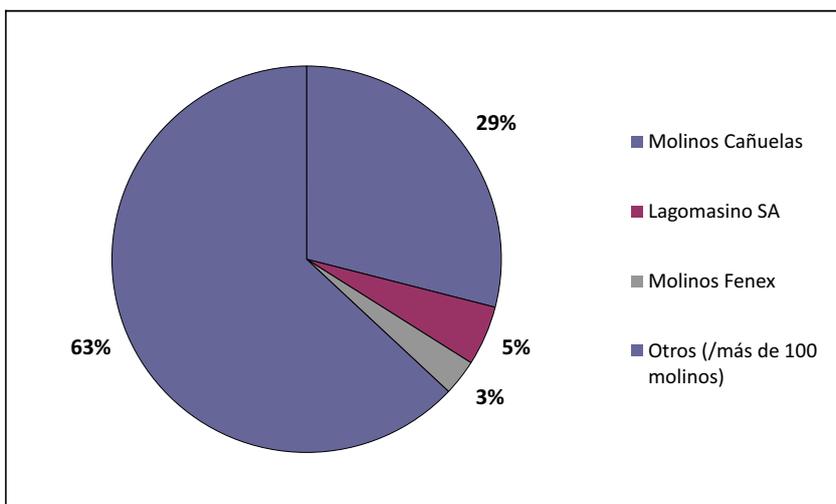
Molino Cañuelas es una de las principales compañías en el sector de alimentos de la Argentina con marcas líderes en las categorías de aceite vegetal, harina, galletas, bizcochos y galletas dulces y saladas, pre mezclas y panificados. La salida al mercado de capitales le permitirá continuar su crecimiento en el sector de alimentos en toda la región y disminuir su deuda. Produce y distribuye aceite vegetal, harinas, galletas dulces y saladas, harinas listas para mezclar, panificados, pan rallado, comida congelada y pastas a una extensa red de distribuidores minoristas y mayoristas. Cuenta en estos productos con marcas consumo de primera opción como Cañuelas, Pureza, 9 de oro, San Agustín, Mama Cocina, entre otros.

Las operaciones incluyen 20 plantas de producción situadas en Argentina, Uruguay y Brasil, mientras que a través de oficinas comerciales cuenta con presencia en Chile y Bolivia. Las actividades de abastecimiento de la Compañía se llevan a cabo a través de 62 sucursales, 54 centros de abastecimiento integral y 20 centros de almacenamiento y acondicionamiento que cubren una parte sustancial de las áreas agrícolas productivas de Argentina.

Con más de 80 años de experiencia en la industria alimenticia argentina, desde su creación es controlada por la familia Navilli.

Su actividad se divide en tres segmentos de negocios: Alimentos al Retail, Alimentos Industrializados con Marca –que básicamente tiene como objetivo abastecer de insumos al segmento retail, y a clientes externos-; y Agroservicios y Abastecimiento Sustentable – a través de este la empresas se abastece de producto agrícolas-. Respecto a la participación del mercado en productos claves, la Compañía poseía a 2016 el 26,0% del mercado de aceites vegetales, 41,7% del de harinas, 34,1% de subcategoría de bizcochos, 27,0% de premezclas y 25,5% de pan rallado. La línea completa de alimentos del segmento de Alimentos al Retail y del segmento de Alimentos Industrializados con Marca incluye más de 600 productos, y aproximadamente 700 unidades de mantenimiento de existencias en siete categorías de productos diferentes. La empresa obtiene sus productos agrícolas mediante una red de más de 8,000 agricultores a quienes les intercambian una variedad de bienes y servicios para apoyar sus actividades de producción a cambio de sus productos agrícolas.

PRODUCCION DE HARINA 2016



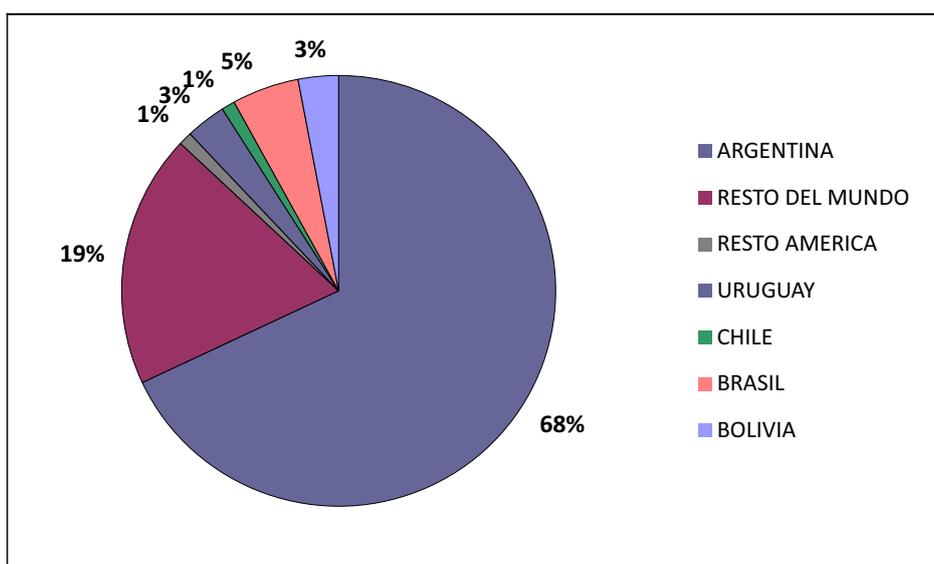
Presenta oportunidad de crecimiento dentro de una coyuntura de mayor actividad económica. Cuenta con capacidad instalada ociosa, y un importante centro de logística propio que reduce los costos de transporte y facilita las exportaciones. Ha realizado una reciente inversión en líneas de productos con mayor valor agregado –y mayores márgenes- como el segmento de congelados.

Según una consultora privada en 2016 MOLC contaba con una participación de mercado de 26% en aceites vegetales, 41.7% en harinas, 34.1% en bizcochos, 27% en pre mezclas y 25.5% de pan rallado, en el mercado argentino. Esto dentro de un marco en donde se destacan ventajas competitivas que tiene el sector agrícola argentino.

Argentina es uno de los mayores productores de granos en el mundo, y en donde la producción de soja, maíz y trigo representaron el 88% de lo producido en la temporada 2015/2016. En el caso específico del trigo (que representa el 9% de la producción local de granos), el campo argentino cuenta con rindes superiores a los presentados por sus pares latinoamericanos. Para la zafra 2016/2017 fueron de 3.3 toneladas por hectárea, comparable 3.2, 2.7, 1.9 y 0.7 de la misma cosecha para Brasil, Uruguay, Paraguay y Bolivia en ese orden.

Al mismo tiempo, la producción total de trigo de 16 millones de toneladas de la temporada 2016/2017 le permite tener un excedente para realizar exportaciones, principalmente a sus vecinos (Brasil, Chile y Uruguay), y a otras regiones. Teniendo en cuenta, además, que la agroindustria argentina cuenta con la facilidad de tener puertos fluviales y marítimos cerca de sus centros de producción, lo que facilita el comercio. En cuanto estrictamente a la harina de trigo en el país, para el año 2016, la producción se ubicó en los 5.8 millones de toneladas, con un consumo interno que fue de 3.7 millones de toneladas sustentado por el principal ingrediente en la elaboración de pan, pastas, galletas saladas y dulces con un consumo por habitante de 86 kg por persona; mientras que las exportaciones de este producto fueron de 0.63 millones de toneladas destinados principalmente a los mercados de Brasil y Bolivia.

VENTAS MOLINOS CAÑUELAS PRIMEROS 9 MESES 2017 POR DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA



Por el lado de los riesgos podemos señalar:

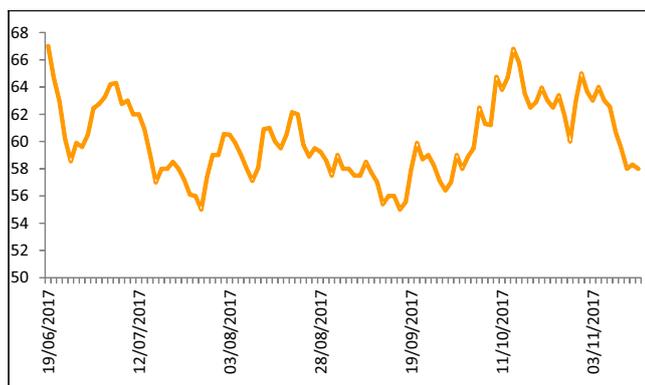
- *Alto endeudamiento.
- *Exposición a riesgo Latinoamericano
- *Fuerte vulnerabilidad financiera. Limita su flexibilidad, y posible capacidad de pagar dividendos.
- *Contracción reciente de márgenes en los segmentos de productos retail e industrializados. Estrecho margen EBITDA de 7.3% de las ventas.
- *Actualmente cuenta con patrimonio negativo.

Al 31 de agosto de 2017, la Compañía presentó un patrimonio neto negativo de \$758 millones (USD 44 millones) explicado, básicamente, por las erogaciones consumadas en las adquisiciones de sociedades enmarcadas en el proceso de reorganización llevado a cabo por el management, necesarias para según describió la misma compañía avanzar en el proceso.

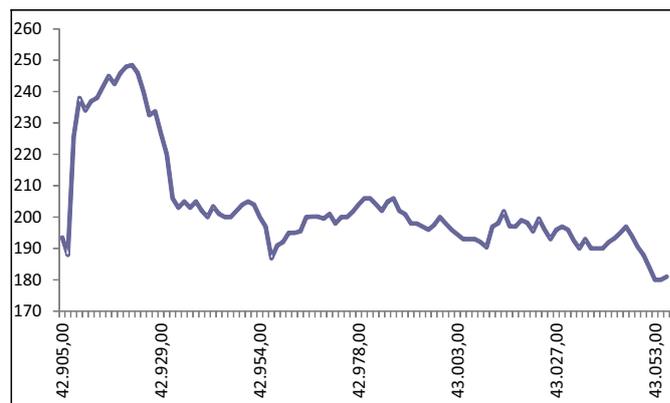
No obstante, se explica que esta situación sería revertida con la oferta global de acciones al ampliar el capital, donde colocando desde 8.33 millones de acciones al precio promedio de USD 5.17 por acción balancearía el patrimonio, y toda colocación superior a esta cifra significaría un patrimonio neto positivo.

Para inversores pequeños presenta una oportunidad de mediano plazo, siempre y cuando se consideren los riesgos expuestos y el comentario de la nota de mercados globales, sumando que las empresas del sector han mostrado en los últimos meses una dinámica más vulnerable que el promedio de acciones locales.

MOLINOS RIO DE LA PLATA



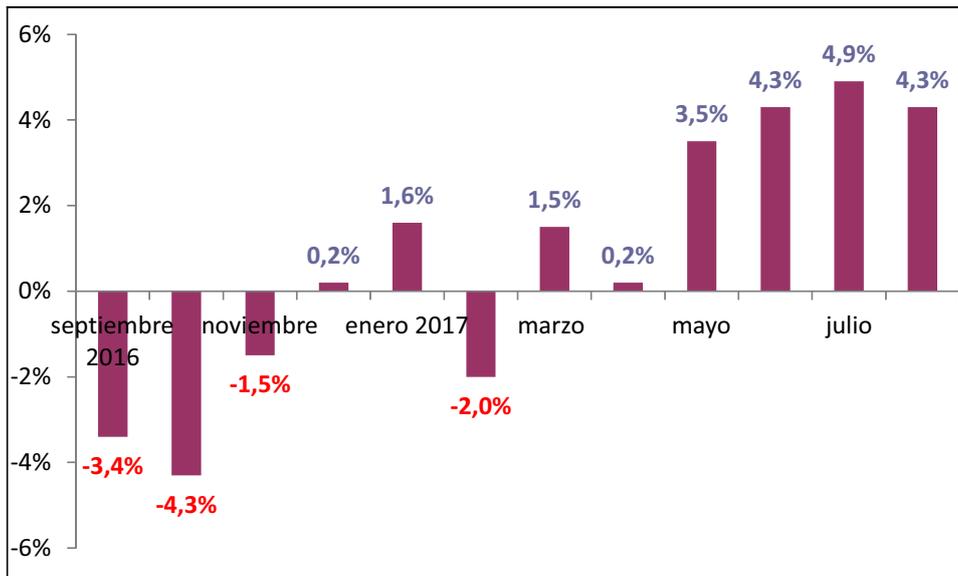
MOLINOS AGRO



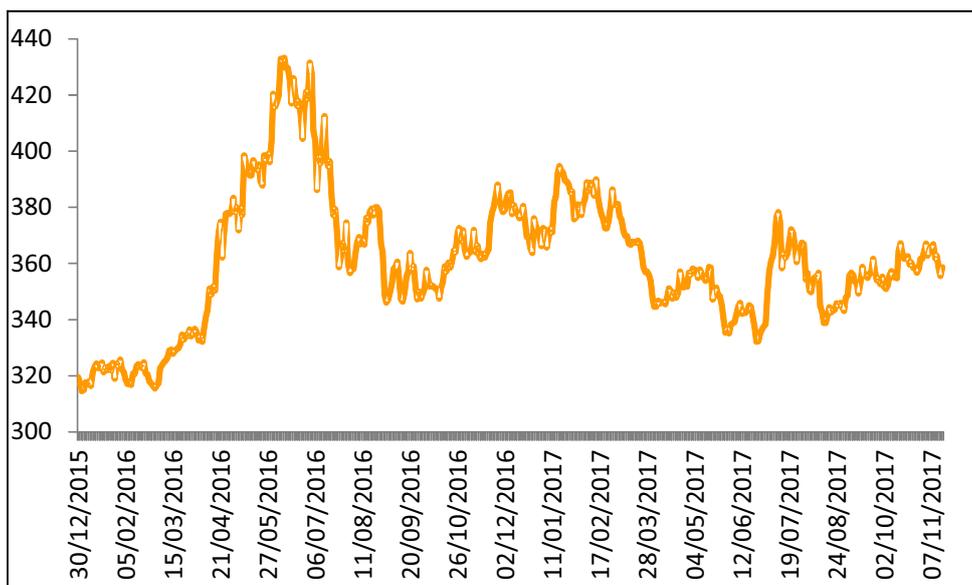


La Coyuntura en gráficos

ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA VARIACIÓN PORCENTUAL RESPECTO DE MISMO MES DEL AÑO ANTERIOR



LA SOJA EN LA ERA MACRI: EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DIARIA EN DÓLARES POR TONELADA DE FUTUROS CONTINUOS DE SOJA EN CHICAGO

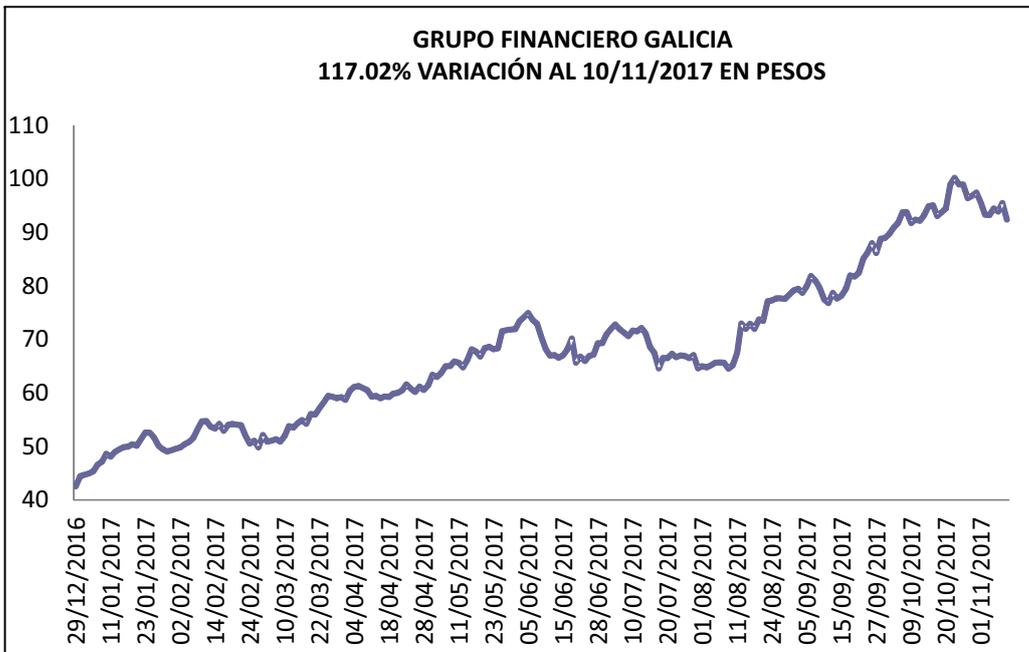




EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO MINORISTA

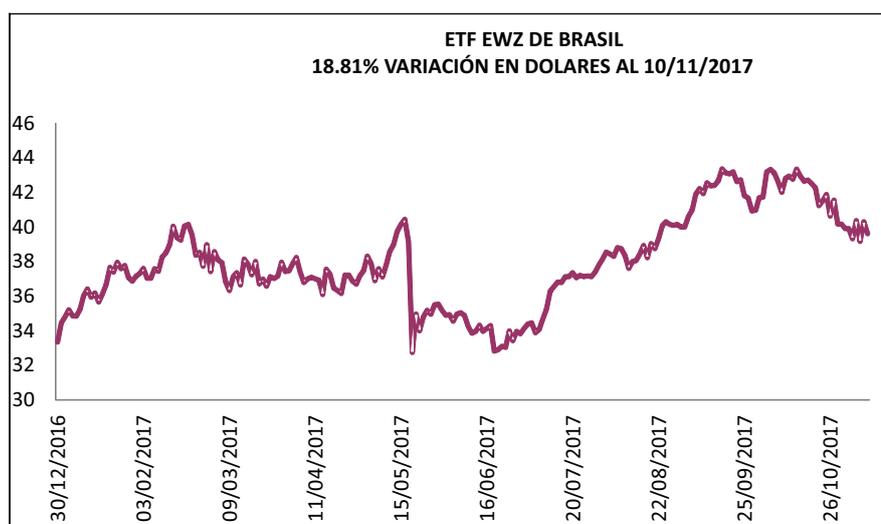


EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES DE GRUPO FINANCIERO GALICIA AL 10/11/2017



EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL ETF EWZ DE BRASIL

Las ventas minoristas subieron en Brasil un 0,5% m/m, lo que superó el pronóstico de un incremento de 0,4% m/m del consenso de los analistas. Una aceleración del ritmo de recuperación económica en este sentido, puede dar soporte a los activos brasileños en el corto plazo. Sin embargo, de acuerdo a medios internacionales, varias compañías brasileñas se están preparando para salir a bolsa antes del fin de año, dada la incertidumbre esperada para las elecciones presidenciales de 2018, que puedan afectar los flujos de capitales hacia el mercado de acciones.



CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL 13 DE OCTUBRE DE 2017

VARIABLES FINANCIERAS	AL 16/11/2017	VARIACION YTD - 2017
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	17,81	10,14%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	3,274	0,55%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	372	-18,24%
MERVAL (ARGENTINA)	27267	61,17%
DOW JONES (USA)	23458	18,36%
BOVESPA (BRASIL)	72512	20,40%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	357,16	-3,11%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	132,48	-4,40%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	154,88	3,31%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	55,14	2,55%
ORO - USD POR ONZA	1248,1	8,42%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	22,81%	14,78%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	20,86%	11,25%