

## SET 2016

Alentado por los futuristas italianos, **Emilio Pettoruti** se interna en el arte geométrico incorporando el *espíritu de la vanguardia plástica argentina*. **Arlequín** es de 1928, se encuentra en el Museo Nacional de Bellas Artes.



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.

---

## INVESTIGADORES

SEBASTIÁN AUGUSTE  
(DIRECTOR)

ANA LEGATO

CECILIA FUXMAN

DANIEL HOYOS MALDONADO

GUILLERMINA SIMONETTA

MARÍA DEL CARMEN ROMERO

MARIO RAVIOLI

MARIO SEFFINO

PATRICIA LAURA RÁBAGO

SANDRO JOSÉ GUIDI

SANTIAGO BARRAZA

SEBASTIÁN RAMÓN

SERGIO GUTIÉRREZ

VERÓNICA BAZTERRICA

## INVESTIGADORES JUNIOR

BELÉN ARDITI

LORENA LUQUEZ

## COLABORADOR

SANTIAGO LINARES

## SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Estimados lectores

El semestre empezó con un julio muy frío, en lo climático y lo económico. Así continuó agosto, haciendo pensar que el augurado segundo semestre no comenzaría más. Sin embargo, septiembre ya empieza a parecerse más a una primavera, luego del duro invierno. Las estadísticas le han comenzado a sonreír finalmente al gobierno de Macri, con una caída de la inflación y un recupero de la producción y el consumo. Obvio que estos primeros rayos de sol son demasiado tenues como para pensar que tendremos un excelente verano, pero parece que este año por primera vez en muchos el clima económico acompañará a las estaciones y tendremos un enero tranquilo, con una buena cosecha.

Espero que disfruten de este boletín especial, y como siempre, estamos abiertos a sus inquietudes y preguntas

Lo saluda cordialmente



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

---

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto: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 segundo semestre llegará antes que termine el año?-**

Por Sebastián Auguste

**P7 - Panorama mundial para el segundo semestre.**

Por Guillermina Simonetta

**P12 - Usted pregunta, IECON responde**

**P14 - Las PyMES. Chiquitos gigantes -**

Por Sebastián Auguste

**P21 - La coyuntura en gráficos**

**P25 - Cuadro de variables financieras al cierre del mes.**

# ¿El segundo semestre llegará antes que termine el año?

Por Sebastián Auguste

Las novedades económicas más recientes le dieron aire al gobierno. Luego de un primer semestre de muchos golpes y pérdida de apoyo, parece que al fin habría comenzado a dar sus frutos las políticas de ordenar la coyuntura económica.

Por un lado se ve una clara desaceleración de la inflación, que dependerá a futuro de las tarifas y lo que pase con las paritarias. El ganador aquí ha sido el Banco Central, que ha implementado una política de inflation targeting con altas tasas de interés. Las tasas ya están bajando, lo que repercutirá en crédito más barato por un lado, pero también en que los inversores migren a otros activos como acciones. Además, si se logra bajar la inflación en forma abrupta se dará un incremento en el salario real importante lo que alentará el consumo interno (al igual que la baja de tasas de interés).

Otra buena noticia fue que la producción industrial del último mes mostró un incremento mensual del 2.3% (IPI FIEL), cortando la racha de doce meses de caída (con la excepción de febrero de 2016 que había dado +1.8 por ciento). Este incremento de la producción se debió mayormente a los bienes de consumo no durable (consumo en general), lo que seguramente se asocia con los precios. En los últimos dos meses se observa un fuerte incremento en descuentos de precios y promociones, como con compras con tarjeta, que no se reflejan en el IPC, con lo cual es probable que la inflación esté cayendo aún más de lo que registró el INDEC, y eso esté explicando el rebote del consumo, porque los salarios reales empezaron a subir.

La gran apuesta sigue siendo sin dudas la inversión. Pero hasta ahora brilla por su ausencia. La producción de bienes de capital sigue siendo la más golpeada de todos, con una caída interanual del 5.6 por ciento, aunque es cierto que comenzó a crecer la importación de bienes de capital que está compensando en algo a la producción nacional en este rubro puntual. Lo cierto es que la lluvia de inversiones aún no llegó.

El problema para favorecer más la inversión es que el tipo de cambio real no logró depreciarse lo suficiente, porque la devaluación oficial fue en parte licuada por el aumento de precios. El tipo de cambio real está apreciado (el dólar está barato) lo que no favorece las actividades de exportación



<https://joseferjuan.files.wordpress.com>

optimismo!

ni a la entrada de capitales. De hecho lo que hemos visto de entrada de capitales hasta el momento es muy poco. Aquí la apuesta es claramente el blanqueo, que fue anunciado con bombos y platillos, y que si bien parece que atraerá muchos fondos, aún es demasiado pronto para juzgarlo. La respuesta de mediano plazo es mejorar mucho la productividad, y de esa forma se puede sostener el tipo de cambio sin necesidad de devaluar (por ejemplo, si se mejora la eficiencia en los puertos, se hace más competitiva la exportación sin necesidad de devaluar, y ya han puesto la lupa aquí mandando el caballo al establo).

Las expectativas de la gente aún no acompañan. Según la Di Tella, las expectativas de inflación están en 25 por ciento (por arriba de lo que sería la inflación anual si proyectamos el último dato oficial), y la confianza del consumidor cayó en agosto, borrando los incrementos de junio y julio. Si comparamos contra agosto de 2015, lo interesante es que cayó mucho más la expectativa respecto a la situación personal de cada persona que respecto a la macroeconomía (¿estoy mal pero el país estará bien?).

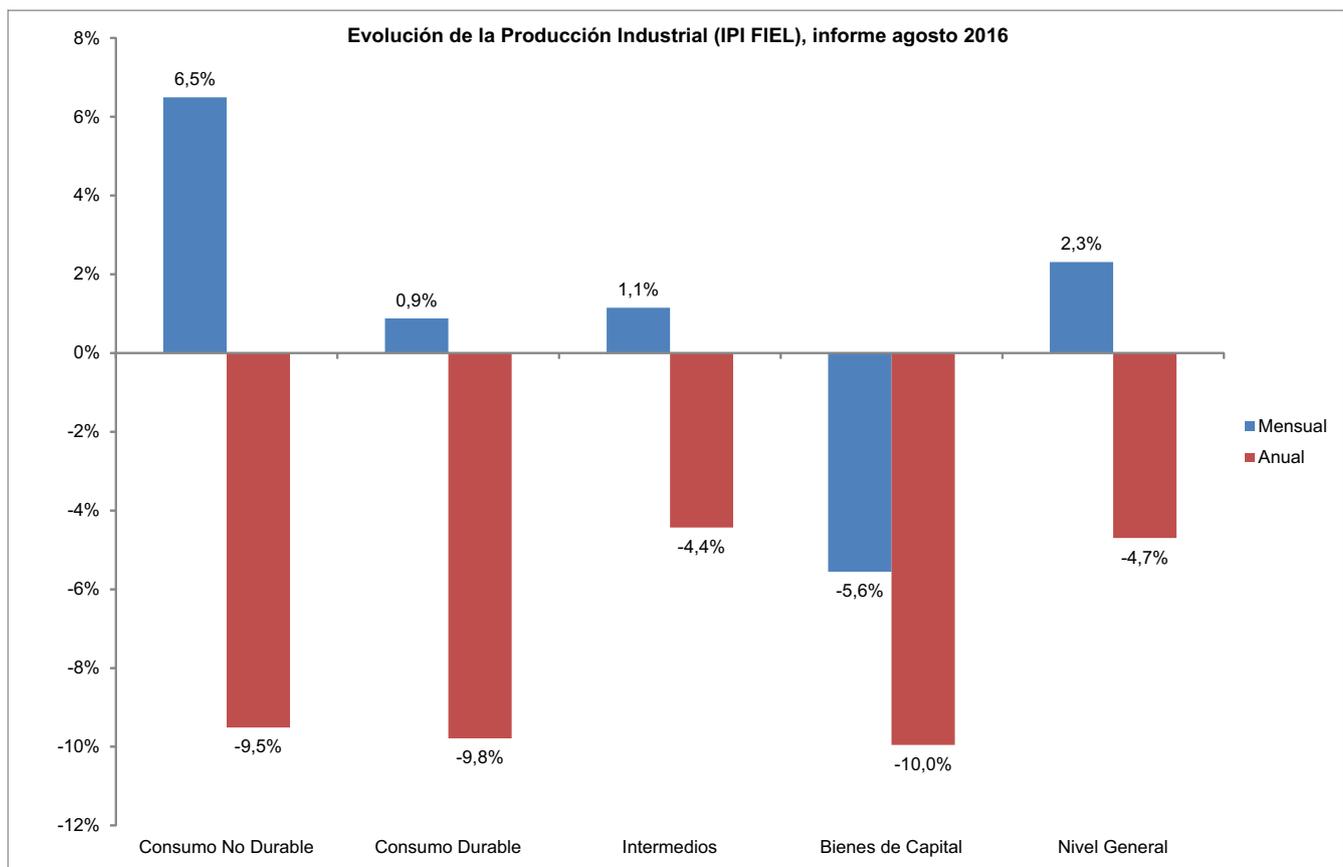
Otro aspecto importante es la perspectiva de los inversores. Si bien el mercado ha estado volátil, si se lo compara contra el año pasado para esta fecha, o bien se lo compara con otros países del mundo, a la Argentina le ha ido particularmente bien. ¿Cómo se lee esto? Parte de lo que estamos viendo a nivel macroeconómico tiene que ver con las condiciones externas que han sido desfavorables. Recordemos que nuestros dos principales socios comerciales, China y Brasil, estuvieron en apuros. Lo bueno es que Brasil ya pegó la vuelta en términos económicos, y se espera que para 2017 retome el crecimiento, luego de una fuerte recesión. Por el lado de China las novedades también fueron buenas. Esto explica que el valor de una empresa argentina de un sector particular ha aumentado en dólares mucho más que el valor de la misma empresa en otros países. Esto quiere decir que los inversores, quienes siempre miran el largo plazo en las valuaciones de las acciones, están leyendo que las medidas que se han implementado van en la dirección correcta.

De cara a lo que queda del año, se espera que la situación mejore debido a los siguientes factores. En primer lugar seguirán descendiendo los precios, mejorando el salario real. El gobierno puede financiar un mayor déficit fiscal con deuda y/o blanqueo, lo que le permitirá implementar medidas de expansión del gasto (mejoras de jubilaciones, por ejemplo) e inversión en infraestructura. El blanqueo de capitales presionará precios de activos, pero algo de esto también irá a la inversión privada. La baja en las tasas de interés también promoverán la inversión. Y por último, si el tiempo acompaña, se verán los frutos de la devaluación y eliminación de retenciones en el sector agropecuario. Recordemos que el año productivo comienza con la siembra de trigo de junio/julio, y este año será el primero con tipo de cambio unificado y sin retenciones, deberíamos ver un incremento productivo fuerte.

Queda mucho por hacer en el tintero. Hasta ahora el gobierno ha estado más preocupado por resolver la coyuntura y dar una buena imagen para que el carro comience a andar, pero los melones no se acomodan solos en nuestra carreta argentina, requerimos un montón de cambios de políticas para mejorar la eficiencia del Estado, seguridad, educación e inserción internacional. La buena noticia aquí es que el gobierno está trabajando silenciosamente en esto, los cuadros de gestión han

mejorado mucho, y si bien todavía no hay muchas medidas, se están evaluando varias que a mi juicio van en la dirección correcta.

Veo razones para ser algo más optimista. Ojalá en el boletín de octubre podamos decir que el segundo semestre al fin arrancó.



# Panorama mundial para el segundo semestre

Por Guillermina Simonetta

Los últimos dos datos de empleo en EEUU estuvieron por encima de lo esperado, lo que junto con políticas monetarias más expansivas en Europa y Japón, mejoraron las perspectivas de crecimiento a nivel global y el apetito por riesgo de los inversores.

En este contexto se ha comenzado a observar una rotación de portafolios desde activos defensivos hacia activos de crecimiento, como acciones, bonos corporativos de alto rendimiento, commodities y monedas, favoreciendo a las acciones de países emergentes, con mejores valuaciones que las de países desarrollados.



<http://www.revistasumma.com/wp-content>

## GRAFICA COMPARATIVA DE LOS ETF SPY Y EEM

EVOLUCIÓN EN PORCENTAJE DESDE COMIENZOS DE AÑO AL 24/8 DE LAS ACCIONES QUE COMPONEN AL INDICE S&P500 FRENTE A LAS DEL FONDO DE ACCIONES DE MERCADOS EMERGENTES



Los principales índices de la región presentaron buenos retornos en el último mes, extendiendo la tendencia que vienen mostrando a lo largo del año. Brasil y Perú son los países donde los inversores han puesto el foco, en línea con renovadas expectativas ante los cambios institucionales que están llevando a cabo los nuevos gobiernos.

Las menores perspectivas de crecimiento en Chile, México y Colombia pesaron sobre la evolución de sus acciones, especialmente en Chile por caída del cobre.

Los ETFs iShares Latin America 40 (ILF) y iShares MSCI Emerging Mkts Latin America (EEML) que siguen la performance de índices compuestos por acciones latinoamericanas, han sido reflejo de esta tendencia. A nivel individual tenemos el ETF EWZ para Brasil, GXG para Colombia, EWW para México, ECH para Chile EPU para acciones de Perú y ARGV para argentinas.

### COMPOSICION DEL ETF ILF - DIEZ PRIMERAS ACCIONES iShares Latin America 40 (ILF)

SIMBOLO	COMPAÑÍA	PORCENTAJE
<a href="#">ITUB.SA</a>	Itau Unibanco Holding SA ADR	8,33%
<a href="#">ABEV.SA</a>	Ambev SA ADR	6,89%
<a href="#">BBD.SA</a>	Bank Bradesco SA ADR	6,56%
<a href="#">FMXUF.MX</a>	Fomento Economico Mexicano SAB de CV Units (1 Series B, 4 Series D)	5,25%
<a href="#">AMXVF.MX</a>	America Movil SAB de CV Class L	4,85%
<a href="#">GBOOF.MX</a>	Grupo Financiero Banorte SAB de CV Class O	4,12%
<a href="#">PBR.SA</a>	Petroleo Brasileiro SA Petrobras ADR	3,50%
<a href="#">WMMVF.MX</a>	Wal - Mart de Mexico SAB de CV Class V	3,25%
<a href="#">GRPF.MX</a>	Grupo Televisa SAB CPO Terms:25 Shs-A- + 35 Shs-L- + 35 Shs-D- + 22 Sh-B-	3,15%
<b>SUBTOTAL</b>	<b>10 PRIMERAS</b>	<b>45,90%</b>

### COMPOSICION DEL ETF EEML - DIEZ PRIMERAS ACCIONES iShares MSCI Emerging Mkts Latin America (EEML)

SIMBOLO	COMPAÑÍA	PORCENTAJE
<a href="#">ITUB4.SA</a>	Itau Unibanco Holding SA	5,69%
<a href="#">ABEV3.SA</a>	Ambev SA	5,17%
<a href="#">BBDC4.SA</a>	Bank Bradesco SA Pref Shs	4,56%
<a href="#">AMXVF.MX</a>	America Movil SAB de CV Class L	3,39%
<a href="#">FMXUF.MX</a>	Fomento Economico Mexicano SAB de CV Units (1 Series B, 4 Series D)	3,09%
<a href="#">GBOOF.MX</a>	Grupo Financiero Banorte SAB de CV Class O	2,58%
<a href="#">GRPF.MX</a>	Grupo Televisa SAB CPO Terms:25 Shs-A- + 35 Shs-L- + 35 Shs-D- + 22 Sh-B-	2,45%
<a href="#">PBRQF.SA</a>	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	2,45%
<a href="#">WMMVF.MX</a>	Wal - Mart de Mexico SAB de CV Class V	2,26%
<b>SUBTOTAL</b>	<b>10 PRIMERAS</b>	<b>31,64%</b>

A nivel mundial no ha cambiado mucho el mapa de preocupaciones de lo que veníamos hablando en el 2015, pero al hecho que las tasas de interés en estados unidos comiencen a subir en medio de un panorama un débil en Europa y Japón y con menores tasas de crecimiento en china, impactando por ende en commodities, se le ha sumado el sacudón del Brexit. En términos financieros las acciones han sobrellevado muy rápido ese bajón, recuperando sus valuaciones e incluso en muchos casos alcanzado nuevos máximos en forma muy pronta, pero el panorama real va mucho más allá de eso, y llevará tiempo digerir las consecuencias de la medida y lo que es más, el precedente que se ha dejado para que otros países puedan tomar la misma decisión en caso que la circunstancias económicas lleven a la política a dar ese gran paso....

La prioridad macroeconómica global continúa siendo crear suficiente liquidez en exceso como para mantener la deuda existente. Se estima que el 75 % de toda la flexibilización cuantitativa (quantitative easing, QE, en inglés) se utiliza para mantener la montaña de deudas creadas desde el comienzo de la crisis financiera. La deuda aumentó en 60 billones de dólares desde 2007, y continúa siendo el freno más importante a nuestra capacidad de crear crecimiento y productividad. El hecho es que con o sin el Brexit, el Reino Unido necesitaba cambiar. De hecho, también la Unión Europea, los Estados Unidos, China y la mayoría de los mercados emergentes.

Las elecciones estadounidenses pronto se convertirán en el principal acontecimiento macroeconómico y ello sumará volatilidad en los mercados.

Por el lado de Europa, a los efectos que se iniciaron en la crisis del 2008 se le adiciona actualmente la oleada migratoria. La crisis migratoria fue uno de los temas más importantes de la campaña para el referéndum del Reino Unido. Probablemente sea el riesgo más importante al que se enfrenta la Unión Europea desde la crisis de deuda soberana, y la más subestimada por los inversores. En los últimos 15 años, Europa experimentó tres oleadas migratorias. La primera de Europa Central y Europa del Este a comienzos de los años 2000, tras la ampliación de la Unión hacia el Este, y la segunda vino del sur de Europa después de la crisis económica reciente. Estas dos olas tuvieron un impacto económico neto positivo porque los inmigrantes europeos ocuparon los empleos de baja especialización en el norte de Europa. La ola actual viene del Medio Oriente y África, y posee dos características específicas: son principalmente inmigrantes musulmanes que se escapan de las zonas de guerra (Siria, Iraq, Afganistán, etc.). Esta crisis claramente plantea un desafío al funcionamiento de las instituciones europeas que se basan en el consenso y divide a los estados europeos. La afluencia de inmigrantes tiene sentido económico para Alemania pero no así para Francia, Finlandia y el Reino Unido. De acuerdo con los pronósticos europeos, Alemania podría perder 10 millones de personas entre 2020 y 2060, lo que tendría un impacto negativo en el posible crecimiento del PIB a partir de dicha fecha. Esto explica por qué Alemania decidió recibir a los inmigrantes de brazos abiertos. Esto también tendría sentido en el largo plazo para países de Europa Central y Europa del Este, así como para algunos países del sur, tal como Grecia, España y Portugal. La migración podría ayudar a resolver el problema del envejecimiento de Europa siempre que la integración cultural y laboral de los inmigrantes tenga éxito. Pero es posible que muchos inmigrantes no consigan empleo de inmediato, derivando en una carga financiera para los países anfitriones por más tiempo de lo previsto.

Bajo estas circunstancias globales, es claro que más allá que las perspectivas de corto plazo sean beneficiosas a nivel de inversiones para la región latinoamericana, se darán en un contexto de mayor volatilidad y es factible que una de las consecuencias es que los flujos que se reciban sean fluctuantes y esporádicos.

Dentro de los flujos de inversiones a nivel mundial queremos destacar en esta oportunidad tendencias que se están dando en el plano de las cerealeras, donde los movimientos de inversiones están favoreciendo a las semillas. Más allá de las bajas que se han observado desde los picos vistos en septiembre de 2012 en los precios de los granos, no podemos dejar de soslayar algunos casos relevantes en el mapa mundial del control del agro, como lo es el creciente interés de empresas chinas en adquisiciones de compañías semilleras.

En lo que va de este año, varias noticias en este ámbito han redundado en el plano de agromundial: primero con la compra de la compañía de semillas Syngenta por China National Chemical Corporation (ChemChina) por una cifra que supera los 44 mil millones de dólares, y hace unos días se conoció que la empresa estatal Cofco se queda con el 100% de Nidera, otra empresa de semillas, lo que le permite (tras la adquisición del 100% de Noble) controlar las dos principales empresas cerealeras que operan en el mundo.

Con anterioridad Syngenta ya había rechazado otro intento de oferta pública de acciones (OPA) de la misma ChemChina y de Monsanto, quien a su vez, ha recibido y aceptado una OPA de Bayer por 66000 millones de dólares.

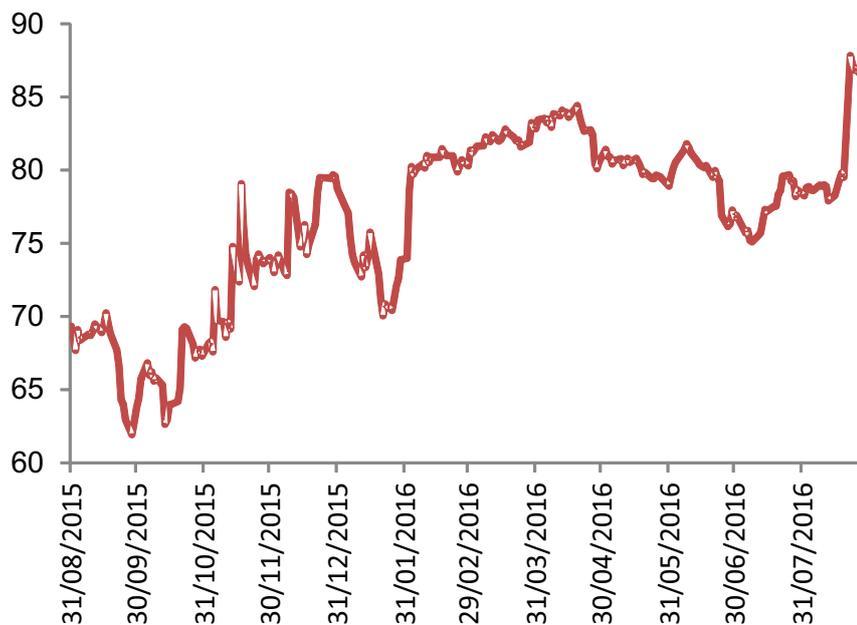
En 1985 las 10 primeras controlaban el 12,5% del mercado mundial de semillas, 10 años más tarde habían elevado su cuota al 16,7%. En 2009 ya habían logrado tener más de un 43,8% de cuota de mercado y en 2012 las 10 primeras compañías, tras un agresivo proceso de fusiones y compras ya controlaban el 62% del mercado mundial. En el caso del maíz cinco empresas controlan hoy el 75% del mercado de semillas en Europa. En el caso del azúcar cuatro empresas controlan el 86% del mercado de semillas y 9 empresas el 99% del mercado.

Las compañías Chinas que se están dedicando a consolidar internacionalmente sectores que consideran estratégicos.

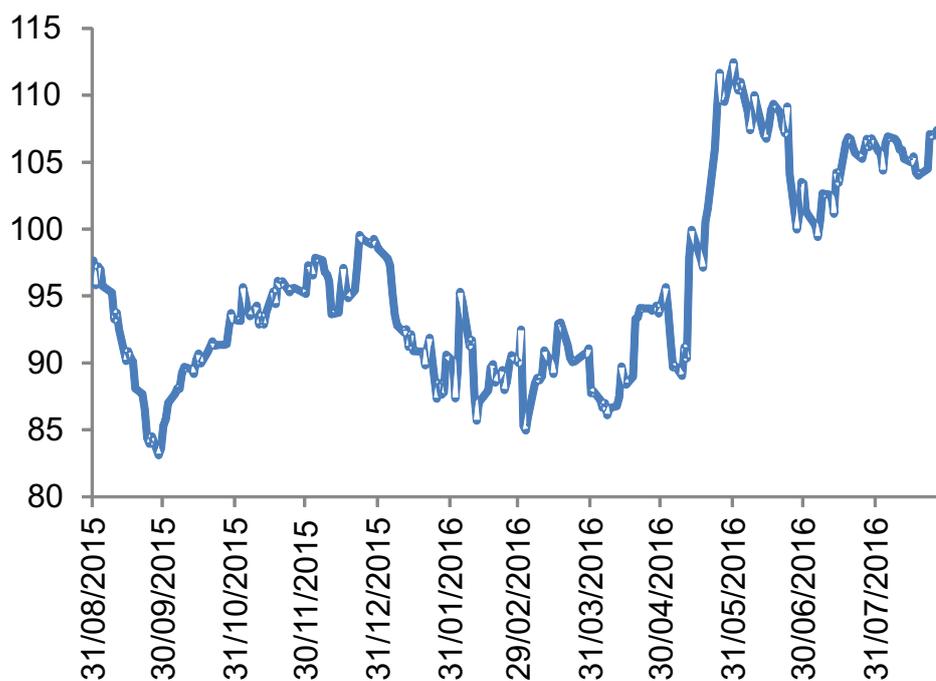
Las adquisiciones se están realizando a golpe de endeudamiento y sus actuales ratio de deuda empiezan a superar cualquier nivel razonable, pero este hecho no se podría dar si no estuviera detrás el implícito apoyo del Estado Chino.

Más allá que nos parezcan abrumadores los números de endeudamiento que quedan detrás de estas adquisiciones por parte de los chinos es claro que los apoyos con políticas de estado estos privados tienen detrás un plan integral nacional, y aunque podamos discutir si la forma es o no correcta, son políticas de largo plazo de pensamiento estratégico, accionar que muchas veces vemos ausentes en nuestro país, tanto por el lado privado como público.

**EVOLUCION DE LA COTIZACION DE LAS ACCIONES DE SYNGENTA**



**EVOLUCION DE LA COTIZACION DE LAS ACCIONES DE MONSANTO**



# Usted pregunta, IECON responde

*Bienvenido a este espacio donde, no sólo podrá resolver sus dudas, sino que también podrá responder interrogantes que quizás tenga latentes por las preguntas de otros lectores.*

*Lo invitamos a enviarnos su consulta a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto: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.*



**Juan Pablo:**

**Buenas tardes me gustaría saber que son los CDS.**

**IECON:**

Los CDS o Credit Default Swaps no dejan de ser un contrato de seguro, en donde a cambio de pagar una prima, el tenedor de un crédito puede asegurarse ante el riesgo de impago de dicho crédito que hubiere concedido. Sin embargo, lo que nació como una especie de seguro contra impagos se ha convertido en un gigantesco mercado de derivados donde no se sabe de forma transparente quién tiene posiciones reales y cobertura mediante CDS y quien lo adquiere para especular.

Los CDS adquirieron especial relevancia durante la crisis financiera del 2008/2009 ya que dinamizaron efectos de la crisis financiera. Se estimaba a Septiembre del 2008 tenía un volumen de unos 58 billones de dólares y cómo la especulación estaba a la orden del día las estimaciones eran que el volumen de CDS superaba a la deuda real que cubrían en una relación de 10 a 1. Y es que cuando un hedge fund (fondo de cobertura) o una compañía aseguradora venden su protección a un cliente contra el impago de un crédito lo que suelen hacer es después comprar otro CDS para protegerse ellos mismos y este proceso se puede reproducir muchas veces. Y es por este hecho que se observan a veces resultados asombrosos en momentos de quiebras de compañías con cotizaciones en bolsa, como fue el caso de Delphi, donde los volúmenes de los contratos de CDS superaban en 10 veces el valor nominal de los bonos de Delphi, lo que hizo que los tenedores de CDS se volvieran locos por poder adquirir bonos de Delphi que en teoría valían cero, pero debido a la necesidad de entregar estos bonos para que les pagaran el CDS llegaron a cotizar a 0,70 centavos el dólar. Finalmente los que no pudieron adquirir los bonos de Delphi para entregarlos acabaron recibiendo unos 366 dólares por cada bono de 1.000 dólares de valor nominal. Dándose la paradoja que igual consiguió recuperar más dinero un tenedor de los bonos

de Delphi que no se había asegurado que uno que había comprado el seguro pero no tenía los bonos sino que tenía una posición especulativa.

Los CDS aunque tiene las virtud de proteger de las pérdidas que provocan los impagos de créditos, debido a la especulación y a su uso como derivado pueden tener el efecto de multiplicar las pérdidas que podría suponer el impago de un crédito en la economía real.

Es por eso que hay que ser muy precavidos a la hora de tomar decisiones de inversión de alto riesgo y nuestro mejor aliado siempre será e conocimiento de los riesgos y saber que estamos asumiendo a la hora de decidir donde canalizar nuestros ahorros.

<https://efxto.com/articulos>



## Los CDS o Credit Default Swaps

# Las PyMES. Chiquitos gigantes.

Por Sebastián Auguste

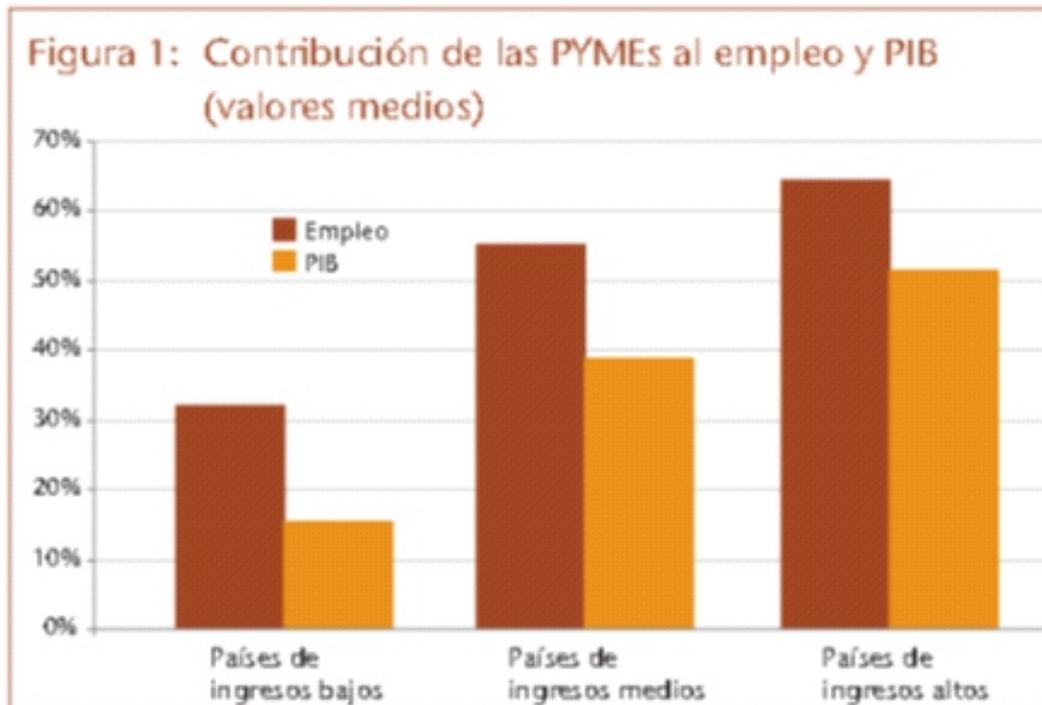
Del 28 al 30 de septiembre de 2016, la Facultad de Ciencias Económicas de la UNICEN organizará la XXI Reunión Anual de Red PyMEs Mercosur. El objetivo de esta reunión es estimular y promover un espacio de intercambio y debate sobre Administración y Economía de las PyMEs. Vendrán expertos en el tema de toda la región, y se presentarán trabajos de investigación, experiencias y workshops que contribuyan a dar respuestas a las problemáticas concretas de las PyMEs. Sin lugar a dudas este hecho motiva que en este boletín hablemos algo de PyMEs, como para ir motivando la reunión. Hablaré de PyMEs desde la óptica del desarrollo económico inclusivo, y su importante rol.



Las PyMEs son un elemento fundamental de toda economía, toda gran empresa nació como tal. Es un semillero de ideas y empujan la frontera productiva; además tiene un rol importante en que el desarrollo económico sea inclusivo y con impacto regional. Como son locales, recurren a la comunidad para su capital humano y dependen de éste para hacer negocios, por lo que también favorecen un desarrollo inclusivo y más armónico. Además, Su estructura horizontal de administración hace que su personal cumpla múltiples roles, lo que los hace menos vulnerables al desempleo en períodos de crisis económicas. Su pequeño tamaño y flexibilidad les permiten ajustarse a las fluctuaciones del mercado local.

Las PyMEs son una fuente importante de la generación de empleo, ya que suelen utilizar tecnologías productivas que son más empleo- intensivas. En las economías desarrolladas, donde hay buenas estadísticas, las PYMEs y microempresas representan el 95% de las compañías, 60 a 70% del empleo, 55% del PIB, y generan la mayor parte de los nuevos trabajos. En las economías en desarrollo la participación de las PyMEs es menor. De hecho un estudio reciente del Banco Mundial que muestra que existe una relación positiva entre el nivel de ingresos de un país y el número de PYMEs por 1.000 personas.

El desafío de las PyMEs a menudo pasa por la formalidad (hay mayor evasión tributaria y cumplimiento de las normas en general) y por la productividad. Además, la creencia popular que la innovación viene de las PyMEs no es tan acertada. Es cierto que las empresas grandes nacieron chicas, pero la innovación no es exclusiva de las PyMEs. Por el contrario en general gastan bastante menos en investigación y desarrollo, y lo cierto que la innovación está más asociada con entrepreneurship e intrapreneurship que con ser PyME.



Fuente: Banco Mundial

Las PyMEs también abren acalorados debates sobre el rol del Estado y en qué medida se debe favorecerlas. Las posturas más liberales en economía dicen que el Estado no debe interferir en su desarrollo, porque queriendo ayudar empeora. Grandes empresas como Microsoft o Apple no nacieron acobijadas bajo el ala del Estado, y esta necesidad de competir a menudo de manera desigual es justamente lo que los fuerza a traer nuevas ideas que es la única forma de desbancar a una firma incumbente ya instalada en el mercado. En el otro extremo están los más intervencionistas, que creen que si el Estado no está ahí, bajando líneas, dando subsidios y controlando todo, las PyMEs no se desarrollan, porque la asimetría entre ellas y las grandes es tan amplia que si compitiesen en igualdad de condiciones jamás podrían ganar y se verán subyugadas al poder ya existente. Como todo en la vida creo que la verdad está en el medio. Es cierto que la competencia con fuerzas desiguales alimenta el ingenio y fuerza a que las PyMEs sean más creativas, pero también es cierto que existen numerosas razones económicas para que se implementen políticas públicas especialmente diseñadas para PyMEs. Estas razones los economistas las incluimos dentro de lo que denominamos “fallas de mercado”. Estas son situaciones que en el libre mercado se dan y que si no son corregidas por el Estado se dará una situación subóptima (se podría producir más y mejor con los mismos recursos). A veces las políticas se justifican en lo que denominamos “fallas de gobierno”; estas son políticas mal diseñadas que afectan en forma negativa a las PyMEs y se busca compensar esto con otra política. Por último una dimensión de disputa en la profesión es el aspecto social, ¿deberían tenerse en cuenta estos temas para diseñar las políticas de promoción de PyMES? ¿o acaso no es mejor dejar las políticas de promoción justamente para eso, promocionar su actividad económica, y corregir la inequidad con otras políticas especialmente diseñadas para la asistencia social? Los economistas en general tendemos a pensar en utilizar un instrumento para un objetivo, y creemos que usar un instrumento para muchos objetivos termina siendo algo ineficaz, pero esta creencia desconoce el rol de la política. Es cierto que económicamente conviene un instrumento para cada cosa, pero las políticas

públicas se diseñan y pasan por el tamiz de la política, y ésta enfrenta restricciones adicionales, que a menudo limita la creación de instrumentos. Por ejemplo, el capital político para aprobar leyes puede ser limitado, y esto nos da menos leyes de las que necesitamos.

Cuando analizamos países (a mi me tocó hacerlo para el BID en varios de la región) vemos que el tamiz político termina distorsionando tanto a las políticas de promoción de PyMEs que en el agregado se destruye valor en vez de corregir lo que funcionaba mal. Los planes de promoción que implementan los gobiernos no se ajustan a estas razones económicas, se hacen planes por las razones incorrectas, se implementan mal, y terminan incorporando distorsiones que son nocivas para la economía. Estos costos pueden ser importantes, como recientemente encontraron los investigadores Hsieh y Klenow, que muestran que mucho de la baja productividad que se observa en los países en desarrollo tiene que ver con distorsiones en las políticas económicas que favorecen a empresas de baja productividad. Estos autores encuentran que la productividad de China podría crecer entre un 30% a un 50% si se eliminan las distorsiones, y en India entre 40% y 60%. Casualmente las de menores productividad son las PyMEs, donde es mayor la brecha de productividad entre distintos países (las grandes producen con niveles de productividad más parecidos). Un aspecto importante de esto es la informalidad, ya que en muchos países en desarrollo firmas pequeñas con tecnologías no eficientes logran producir igual y ser rentables porque compensan su falta de productividad con lo que no pagan de impuestos, cuando las firmas grandes no pueden evadir tanto porque son controladas más de cerca.

Como dice el afamado economista costarricense Andrés Rodríguez-Clare, el gran problema de las políticas públicas que buscan promocionar a las PyMEs es diferenciar entre empresas “enanas” de empresas “infantes”. Las enanas son PyMEs que son chicas porque no pueden crecer, no tienen las condiciones (por ejemplo el management adecuado o no son eficientes en costos) mientras que las infantes son empresas chicas que tienen un gran potencial por desarrollar (un Bill Gates comenzando con su Microsoft). El problema es que ese potencial no es fácilmente observable, y las políticas públicas terminan definiendo sus acciones en función del tamaño, en general por facturación. Este es precisamente el caso de la Argentina, donde la Secretaría de Emprendedores y PyMEs de la Nación toma la facturación según el sector, y varía desde un máximo de facturación anual de \$650 millones en Comercio a \$270 millones en la Construcción.

De esta forma, si se da un crédito subsidiado para empresas chicas, se está financiando sin discriminar a una empresa sin potencial de baja productividad de una empresa con potencial. Si la cantidad de empresas en el primer grupo es grande, el problema es que en el agregado se asignan recursos de forma ineficiente. Y esto es precisamente lo que termina ocurriendo por la dinámica misma. Si hoy tenemos 50 enanas y 50 infantes, y promocionamos a las 100 empresas PyMEs, las enanas sobrevivirán aún sin ser competitivas, pero las infantes se desarrollarán y dejarán de ser PyMEs. Si al tiempo ingresan otras 100 empresas nuevas al mercado con la misma distribución entre infantes (ideas buenas) y enanas (ideas malas), tendremos 150 PyMEs a financiar, 100 enanas y 50 infantes. De esta forma el porcentaje de firmas infantes va cayendo y cada vez se subsidia más a empresas enanas, que sobreviven y le sacan mercado a empresas más eficientes, y además hacen que el subsidio o promoción que se quiera dar es muy ineficiente y costoso (para llegar a la infante termino subsidiando una cantidad creciente de firmas no eficientes). Si bien el problema de identificación es común a todos los países del mundo, en las economías en desarrollo

se suma una dimensión más que favorece a las enanas, que es la informalidad. En los desarrollados el cumplimiento tributario es alto, pero en nuestros países no, y esas firmas enanas pueden compensar su falta de competitividad con “ahorros” de impuestos, cosa que no lo podría hacer en un país desarrollado.

También es cierto que hay algo de romántico en la forma que pensamos los humanos que influencia estas políticas públicas. Todos en el fondo nos enamoramos de historias donde el chico le da una paliza al grandote, como David y Goliat. En cualquier partido de tenis, por ejemplo, el público neutral tiende a volcarse por el competidor que ve más débil pero que le puede ganar al grande. Eso es épico. Pero lo épico es que el chico gane con sus propias fuerzas, que dé vuelta una balanza que parece desfavorable. No es épico que gane con la ayuda del referí. El problema con las políticas públicas es que a menudo terminamos haciendo precisamente esto, cambiando la balanza y la estructura relativa de fuerzas. El chico gana con mucha ayuda nuestra, y eso a la economía no le conviene. El chico se queda haciendo una actividad no rentable, y tal vez perdiéndose la oportunidad de realizar otra actividad en la cual si es rentable, y el grande termina produciendo menos. En el agregado el país produce por debajo de su potencial.

Un ejemplo fue la política de promoción de la producción de carne porcina. El Estado argentino en los 2000s favoreció y apoyó a pequeños productores para que armen pequeños criaderos artesanales (de por ejemplo 20 madres). Pero esta forma de producir carne de cerdo no es eficiente. Se hace a un costo muy elevado. Lo mejor son los criaderos intensivos de escala. Esto es ineficiente. Esa madre produce menos cerditos al año que si se hubiera puesto en un criadero con tecnología de punta. Además es no competitiva, porque se hace a un costo mayor. Pero parte del costo lo asume el estado con los subsidios y dejando que haya evasión, por lo que al productor le conviene pero a nosotros como sociedad no. Esto pasó porque en realidad se buscaban dos objetivos, incrementar la producción y ayudar a pequeños productores de bajos ingresos, pero favoreció el crecimiento de un sector que no puede competir internacionalmente. ¿Había otras opciones mejores? Seguramente sí. Por ejemplo podría haber apoyado un sistema de producción como el de Brasil donde el pequeño productor se encarga sólo de la parte de engorde final del cerdo y no de toda la cadena productiva (como sí se hizo en pollos). O podría haber tomado medidas para que la Argentina logre escala y pueda exportar con volumen para aprovechar más todas las partes del cerdo. Nueva Zelanda, por ejemplo, tiene un sistema de producción y exportación de leche de forma muy eficiente y con pequeños tamberos. Nicaragua, en el otro extremo, favorece la ganadería de doble propósito y tiene una gran cantidad de pequeños productores muy ineficientes.

¿Por qué es tan importante la productividad? Es la base del crecimiento de toda economía, producir más y mejor con los mismos insumos. Esto da más producto per cápita, y el potencial de que todos tengan ingresos superiores. Alemania es una locomotora en economía porque es sumamente productiva, y su productividad crece todo el tiempo, con nuevas ideas y desarrollos tecnológicos, lo mismo que los EE.UU. Muchos otros países, como China, han logrado crecer a muy buenas tasas por adopción de tecnologías del exterior que mejoran su productividad, pero aún no han logrado que su economía sea motor del cambio tecnológico. Y otras economías, como la Argentina, han tenido serias dificultades para crecer en forma sostenida porque distorsionan la producción llevándola a sectores de baja productividad y bajo crecimiento de la productividad,

aunque sí tiene ciertos elementos interesantes que nos hacen pensar que podríamos lograr tener mejores condiciones.

### **¿Cuáles son las razones económicas que justifican políticas especiales para PyMEs?**

En primer lugar debemos tener en cuenta que las PyMEs tienen menos poder de negociación o lobby, por lo que difícilmente puedan hacer fuerza frente a un gobierno para que mejore sus políticas, implemente medidas adecuadas o corrija sus errores (sus fallas de gobierno). Por lo que el gobierno tiene que poner de su parte un esfuerzo especial para identificar buenas políticas e implementarlas correctamente, porque del otro lado no tiene jugadores de peso que tengan voz propia. En un país tan politizado como el nuestro esto es un problema.

Asimismo, al igual que las compañías más grandes, las PYMEs necesitan una red institucional favorable, pero dependen aún más de ella y de la capacidad de hacer clusters (al ser pequeñas no pueden invertir ellas en huecos que haya en el cluster para completar la cadena productiva).

Los costos de transacción le pegan más a las PYMEs, y sufren más que las compañías grandes de la carga y el costo de la burocracia. Por eso es tan importante que los gobiernos simplifiquen los procedimientos, para que sean más ágiles y baratos. El costo de cumplimiento de los impuestos muestra fuertes economías de escala, por lo que perjudican más a las PyMEs. Otro aspecto que perjudica en mayor medida a las PyMEs es la corrupción.

También se enfrentan a asimetrías informativas. La banca, en especial en mercados subdesarrollados, no hace project banking. Esto es prestar en función de la capacidad de generar recursos, sino que por el contrario prestan en función de valores históricos (historia crediticia) sin importar cuán bueno sea el nuevo proyecto. Las empresas grandes tienen balances y ganancias para mostrar, mientras que las PyMEs a menudo no, lo que afecta su acceso al financiamiento. En nuestro país los fondos de capital aventura casi no existen, y en gran medida se debe a que los contratos necesarios para que esto funcione son difíciles de hacer valer por el funcionamiento de la justicia. Ahora bien, si elegimos dar créditos subsidiados a PyMEs caemos en el problema de no diferencias enanos de infantes. ¿Hay otra opción? Varias, como por ejemplo las Sociedades de Garantía Recíproca, donde una empresa con reputación que conoce de cerca a la PyME le da apoyo para generar su credibilidad crediticia. Por eso es tan importante primero entender que falla de mercado se quiere corregir para luego ver cuál es el mejor instrumento.

Este último punto nos muestra un aspecto importante que la política pública debe tener en cuenta: como involucrar al mundo empresarial en la identificación de las reformas necesarias. Las empresas grandes tienen una responsabilidad en esto, y pueden colaborar para completar su cadena de valor. Deben reconocer que en el mundo globalizado en el cual nos desenvolvemos, la competencia a nivel internacional es entre cadenas de valor, y aislada y sin una red local fuerte no tendrá la competitividad necesaria para insertarse con éxito. Aquí las firmas grandes pueden hacer mucho, y el propio Estado puede beneficiar estos vínculos. El ejemplo de las SGR es uno, pero hay otros. En Barbados las grandes cadenas hoteleras trabajaron junto con el estado para favorecer el desarrollo de proveedores locales. Cuanto más abierta es la economía más se favorece esta interacción entre privados, porque los competidores son externos y juntos buscan ganar un mercado internacional. Los problemas de falta de cooperación suelen ocurrir cuando ambas

empresas comen del mismo mercado, el local.

El Programa Costa Rica Provee es un ejemplo de política pública para favorecer la interacción entre privados. Es básicamente una oficina nacional de desarrollo de proveedores para favorecer el vínculo entre empresas multinacionales y PyMEs, y ayudar a las PyMEs a ofrecer sus servicios. La evaluación de impacto de este programa fue muy positiva. En su primera etapa se gastaron US\$ 1.2 millones, y generaron 120 vínculos, las exportaciones de estas PyMES treparon de US\$ 2 millones a 105 millones, y las ventas internas a empresas grandes vinculadas pasaron de US\$ 50 millones a US\$ 200 millones (lo que incremento el porcentaje de compras locales de las multinacionales que participaron desde 1.6% a 2.9%).

El factor principal de éxito de Costa Rica Provee fue que los vínculos creados mejoraron la capacidad tecnológica y gerencial de las PyME. El segundo factor más importante fue el cambio de hábito de las multinacionales, que desarrollaron programas de compras locales. En tercer lugar la calidad de los productos y servicios ofrecidos por las PyMEs se incrementó significativamente. Por último, sirvió para identificar e implementar reformas legales que favorecen los vínculos.

### **Cómo diseñar políticas sanas**

El diseño de cualquier política pública debe identificar en primer lugar cuál es la falla que intenta corregir. Promocionar PyMES sólo porque son chicas no es una buena idea. Se debe atender a una problemática especial que afecte en forma diferencial a la PyME. Asimismo es deseable que cada política se concentre en un aspecto a solucionar y no apunte a solucionar varios problemas a la vez (un instrumento por problema, o el paso a paso de Mostaza Merlo).

En segundo lugar es deseable que se realicen evaluaciones de impacto de dichos programas, para ver si logran sus objetivos, como la evaluación que mencionamos de Costa Rica Provee. Programas que no logran sus objetivos deben ser eliminados rápidamente. En tercer lugar hay que evitar subsidios sin control o contraprestación. Si se da un subsidio para ayudar a la exportación, se debe controlar que efectivamente la firma logre mejorar sus exportaciones, condicionando el subsidio al éxito, y que el mismo sea por un tiempo determinado. Es común que los subsidios una vez instalados sean difíciles de revertir, por lo que debe ser claro de entrada que durará un período de tiempo fijo y se acabará. Por último se deben implementar con la mayor transparencia posible, con publicidad de sus actos, para evitar la corrupción.

La política para PyMEs debe estar articulada con el resto de las políticas públicas y debe estar acorde con la estrategia de país. Muchas de las restricciones que enfrentan las PyMEs se deben a defectos de otras políticas públicas (fallas de gobierno), que atendiendo a su propio objetivo descuida el efecto diferencial que puede tener en pequeñas empresas. Por ejemplo, la AFIP, con el fin de reducir la evasión, implementó las retenciones de tercera y cuarta categoría, haciendo que las empresas tengan la responsabilidad de recaudar impuestos que no le corresponde legalmente a ellas, pero esto genera mayores costos de cumplimiento en las empresas que a su vez no son remunerados por la AFIP, pero estos impactan en mayor medida en las firmas más chicas.

Un aspecto que hoy la profesión reconoce y presta atención es a la necesidad de tener una estructura institucional por el lado del Estado bien diseñada para que pueda identificar

rápidamente las necesidades del sector público. Para esto es importante el buen diálogo entre el sector público y el privado, evitando la captura (que ciertos sectores logren obtener mayores beneficios que otros).

Por último, un aspecto que no hay que confundir son los redistributivos. A menudo se justifican muchas medidas para PyMES por la asistencia social a sectores vulnerables. Es deseable tener un instrumento para cada problema, y usar las políticas PyMES para desarrollar un sector de PyMES dinámico y con capacidad de crecer, y por otro lado usar las políticas de Asistencia Social para mejorar el ingreso de los sectores vulnerables. El riesgo de usar un instrumento para dos objetivos es que al final del día no se logre ninguno.

La Argentina viene implementando muchas medidas para PyMES que deben ser rediseñadas ya que no responden a un esquema moderno.

# PYMES

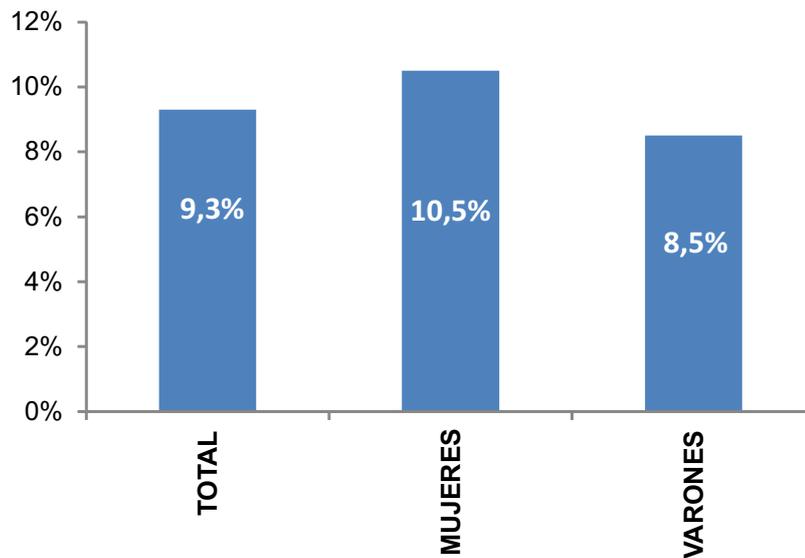


<http://am990formosa.com/wp-content/uploads/2016/06/pymes-web.jpg>

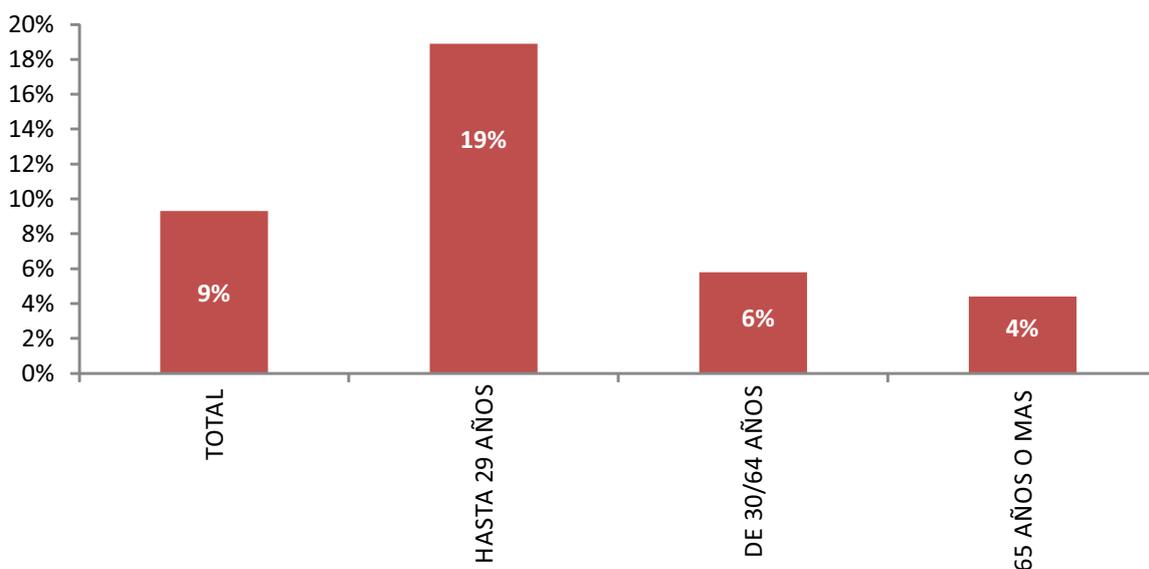
# La Coyuntura en gráficos

## DATOS DE EMPLEO DEL SEGUNDO TRIMESTRE EN ARGENTINA

### TASA DE DESOCUPACION POR SEXO



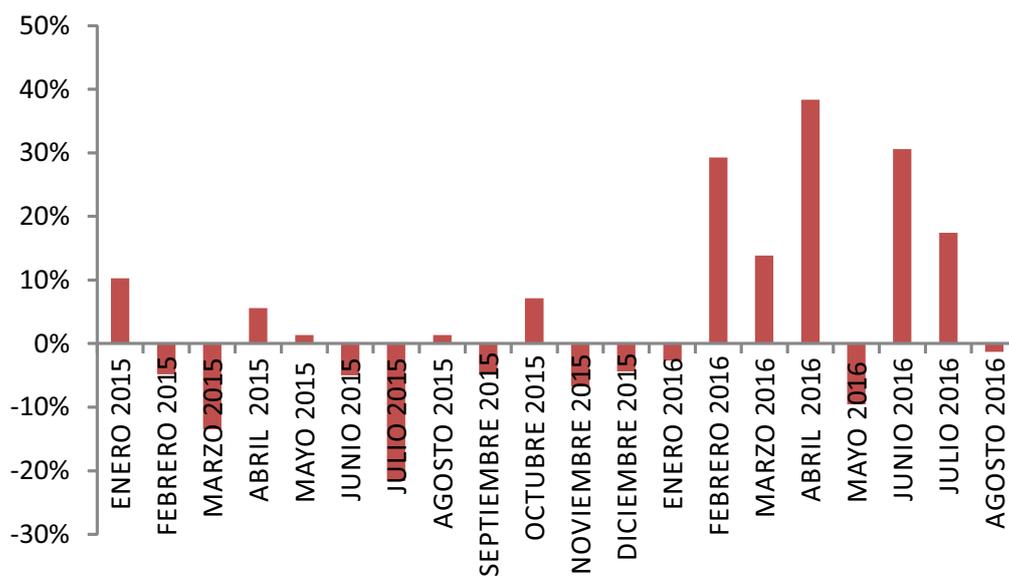
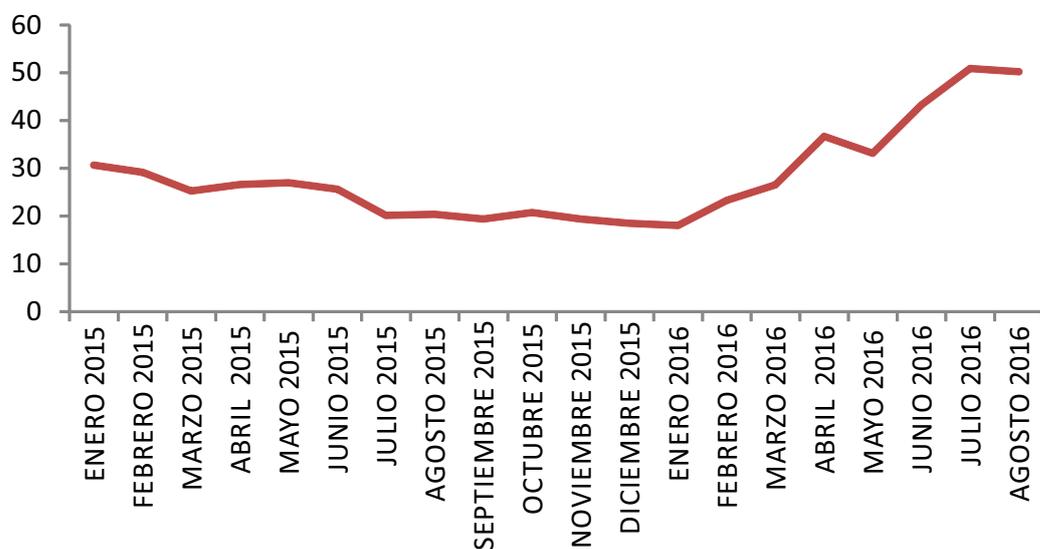
### TASA DE DESOCUPACION POR TRAMOS ETARIOS



**LA RECUPERACIÓN EN LA COTIZACIÓN DE METALES BENEFICIA AL SECTOR DE MINERÍA A NIVEL GLOBAL.**

**ETF GLOBAL X SILVER MINERS (SIL)**

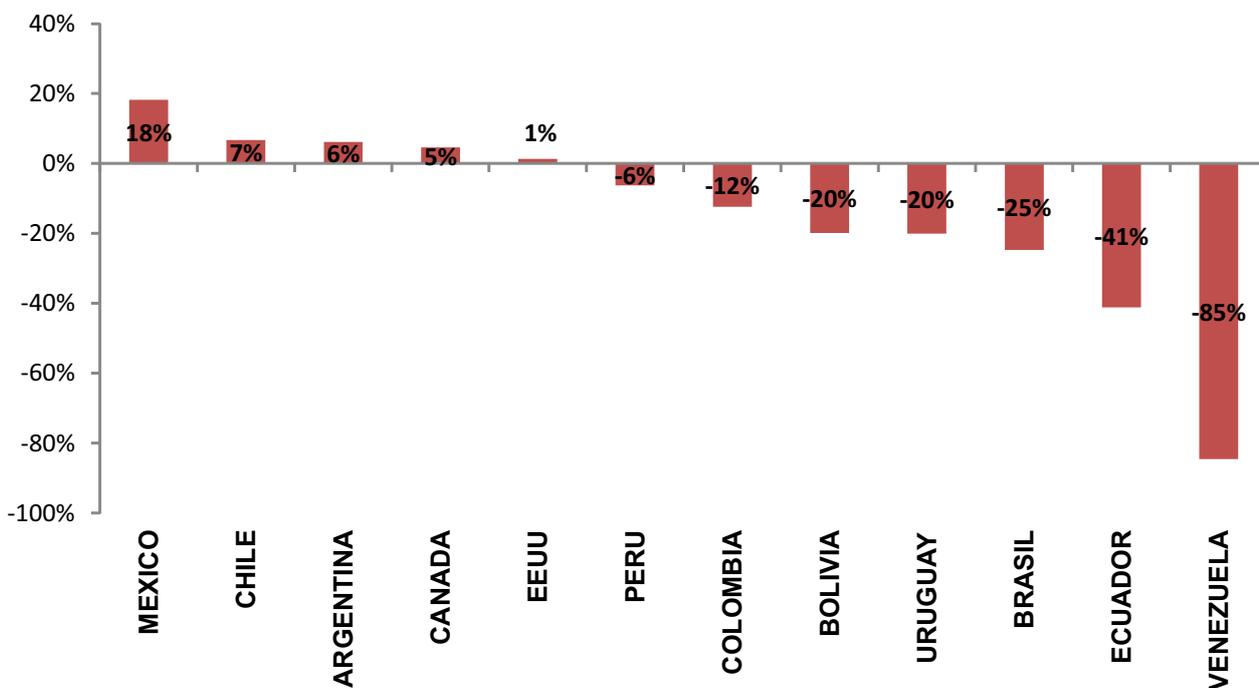
**VARIACIÓN DE LA COTIZACIÓN Y CAMBIOS PORCENTUALES MENSUALES, DATOS AL COMIENZO DE CADA MES**



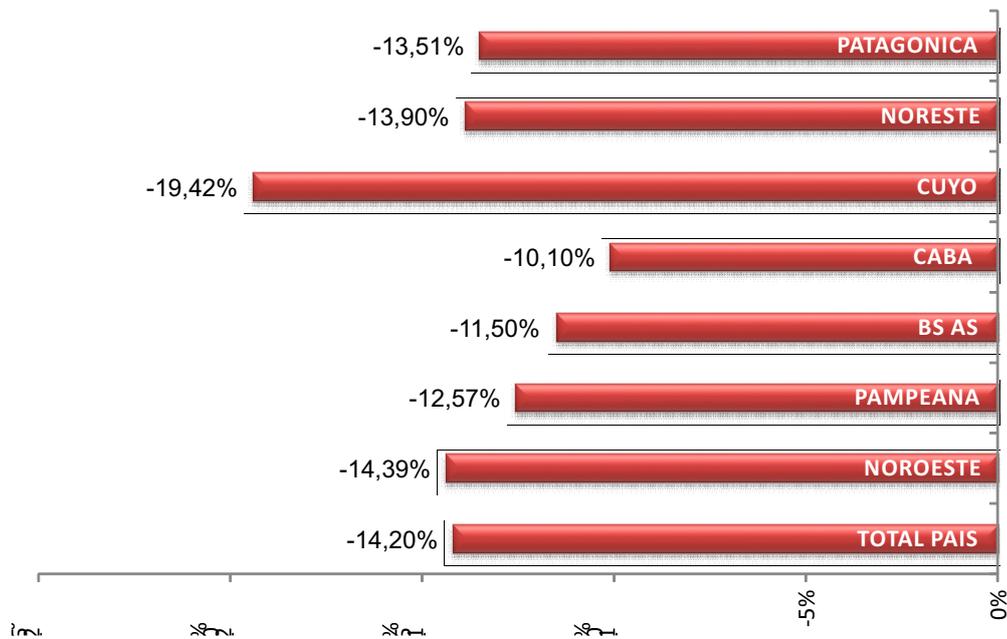
**GAS NATURAL – EVOLUCION DE PRECIOS DE FUTUROS AL INICIO DE CADA MES**



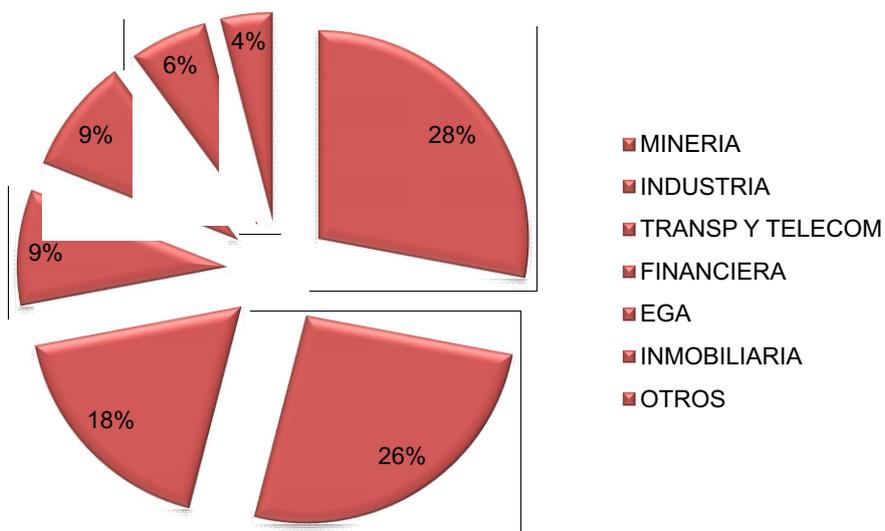
**VENTAS DE VEHICULOS POR PAIS. VARIACION EN LOS PRIMEROS 7 MESES DEL 2016 VS. MISMO PERIODO DE 2015**



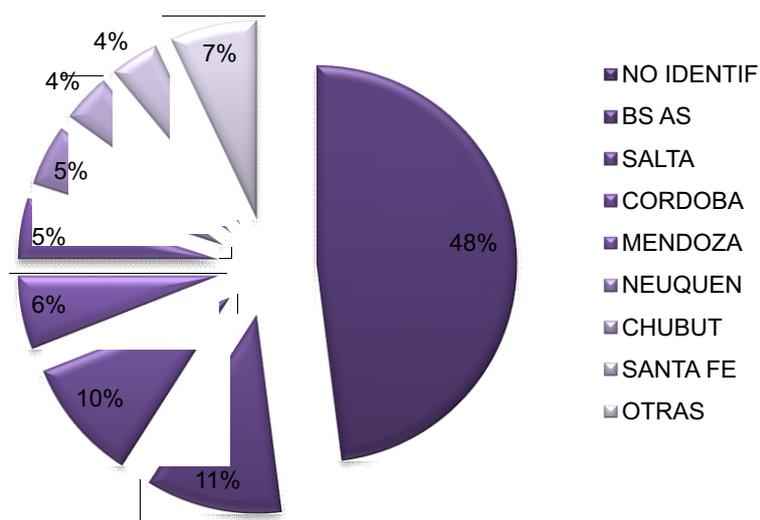
**CONSUMO DE CEMENTO POR REGIONES - VARIACION INTERANUAL AL 1 SEMESTRE 2016**



**ANUNCIOS DE INVERSION EN EL PAIS - POR SECTORES ECONOMICOS**



## ANUNCIOS DE INVERSION EN EL PAIS - POR PROVINCIAS



## CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL 19 SEPTIEMBRE DE 2016

VARIABLES FINANCIERAS	AL 19/9/2016	VARIACION YTD - 2016
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	15,4	14,84%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	3,272	-18,82%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	462	5,48%
MERVAL (ARGENTINA)	15990	36,96%
DOW JONES (USA)	18120	2,94%
BOVESPA (BRASIL)	49106	13,28%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	354,95	10,87%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	132,67	-6,07%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	148,45	-14,04%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	43,3	16,90%
ORO - USD POR ONZA	1314,5	23,95%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	23,06%	-15,37%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	21,23%	-16,48%