

# NEWS

# 8

abelleiro.



## FEB 2014

La Bolsa de París, rebautizada como *Euronext Paris* en 2000, es el principal mercado de valores de Francia, fue creada en 1724.



**INSTITUTO DE  
ECONOMIA**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

**FCE** UNICEN  
**ECONOMICAS**

# Editorial

---

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

---

## **DIRECTOR**

SEBASTIÁN AUGUSTE

## **STAFF**

SANTIAGO BARRAZA  
CECILIA FUXMAN  
SERGIO GUTIÉRREZ  
DANIEL HOYOS MALDONADO  
ANA LEGATO  
PATRICIA LAURA RÁBAGO  
MARÍA DEL CARMEN ROMERO  
SEBASTIÁN RAMÓN  
SANDRO JOSÉ GUIDI  
MARIO RAVIOLI  
MARIO SEFFINO  
VERÓNICA BAZTERRICA

## **COLABORADOR**

SANTIAGO LINARES

## **BECARIO**

LORENA LUQUEZ

## **SECRETARIA EJECUTIVA**

PIERINA FRONTINI

Estimados lectores

El 2014 ha iniciado con mucha volatilidad en lo que a materia económica se refiere, dejándonos un espacio crucial para discutir variables y temáticas de preocupación para el total de la sociedad. El creciente peso de las mismas en el desarrollo de nuestro país nos impacta desde todos los puntos de vista, como consumidores, como empresarios, como tomadores de decisiones. Consideramos que una correcta evaluación de la situación actual es el punto de partida para poder pensar soluciones a futuro, y desde el ámbito privado, para tratar de morigerar el impacto negativo de algunos factores.

Es por eso que en esta oportunidad el newsletter del Instituto de Economía inicia este 2014 con una nota de Daniel Hoyos, donde luego de un repaso de las últimas medidas en materia cambiaria, hace un énfasis en el último anuncio de subsidios del Estado en el plan PROGRESAR. En segundo lugar, Pablo Alvarez nos presenta un análisis sobre crisis energética, un tema de peso dentro del problema de la salida de divisas. En él se aborda: si es un problema de oferta o de demanda, de generación, transporte o distribución, entre otras aristas. Por último Guillermina Simonetta nos deja un repaso educativo para entender la importancia de la evolución de las reservas internacionales, y una nota de activos financieros para diversificar carteras de inversión.

Esperando como siempre que el aporte de nuestro análisis sea de utilidad en este nuevo año, aprovechamos este ámbito para deseales nuestros mejores augurios,



**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).



**Dr. Daniel Hoyos**

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

# The Green mile: el sendero de las reservas

El gobierno ha publicitado un nuevo programa de subsidios. Esta vez los elegidos como beneficiarios han sido los jóvenes popularmente conocidos como “ni, ni”. Si bien aparenta ser una iniciativa menor, creo que resulta altamente útil y revelador su análisis para entender el rumbo de la política económica en el actual contexto.

Sobre fines de enero, el gobierno decidió acelerar la tasa de devaluación. En efecto, el 23 de enero, las pizarras del mercado mayorista reflejaron una cotización de \$ 7,52 por cada dólar estadounidense, lo cual significó un incremento del 8,9% respecto al precio de cierre del día anterior. Este guarismo es ciertamente notable, pues durante los 365 días previos, el ajuste devaluatorio promedió 0,1% diario.

Luego, el 24 de enero, la cotización traspasó los \$ 8 por dólar, nivel 61,6% superior al observado el mismo día del 2013. Al mismo tiempo, se anunció la eliminación de ciertas restricciones para la adquisición de dólares con destino al ahorro personal.

*El interrogante fundamental es si tales movimientos constituyen indicios de una nueva política económica.*

al último día	Reservas Internacionales RI (en mill U\$S)	Base Monetaria BM (en mill \$)	BM/RI (\$/U\$S)	Tipo de Cambio (\$/U\$S)
oct-11	47.523	190.247	4.0032	4,2355
dic-11	46.376	222.922	4.8068	4,3032
dic-12	43.290	307.352	7.0998	4,9173
dic-13	30.599	377.197	12.3270	6,5180
24-ene-14	29.681	356.532	12.0122	8,0183

Desde octubre de 2011, el gobierno estableció, paulatinamente, diferentes medidas en el ámbito cambiario – cuyo conjunto, habitualmente, es conocido como el “cepo” – destinadas a frenar el drenaje de las reservas internacionales.

A pesar de ello, éstas se redujeron desde U\$S 47.523 millones en octubre de 2011 a U\$S 29.681 millones en enero de 2014. En definitiva, una pérdida de **U\$S 18.651 millones**, equivalente a un

1-Al 31 de octubre de 2013.  
2-Al 24 de enero de 2014, último dato publicado a la fecha de redacción de la presente nota.  
3-La Base Monetaria es la suma de billetes y monedas en poder del público y en entidades, los cheques cancelatorios y saldos de Cuenta Corriente de Entidades Financieras en el BCRA.

flujo promedio de U\$S 34 millones por día de operación.

Esta caída en el nivel de reservas fue acompañada por una importante expansión de la Base Monetaria **(+ 87,4%)**. Concretamente se inyectaron al mercado local **\$ 166.285 millones**, durante el período mencionado.

Base Monetaria		
Concepto	Mill. de \$	
24-ene-14	356.532	
31-oct-11	190.247	
<b>Variación</b>	<b>166.285</b>	

Factores Explicativos		
Concepto	Mill. de \$	%
Compra de Divisas	10.062	6,1
Sector Público	154.341	92,8
Pases	-7.009	-4,2
Redescuentos	5.204	3,1
Títulos del BCRA	-3.426	-2,1
Otros	7.113	4,3
<b>Variación</b>	<b>166.285</b>	<b>100,0</b>

La conjunción de ambos movimientos implicó que la ratio entre la Base Monetaria y las Reservas Internacionales pase de \$ 4,0032 a \$ 12,0122 por cada dólar. En otras palabras, dicho cociente se incrementó **en 200,1%**.

En tanto, el nivel del tipo de cambio oficial **no** registró un ajuste equivalente. En efecto, computando la cotización al 24 de enero (\$ 8,0183/dólar), tal variación fue **89,3%**.

En este contexto, dada la magnitud del cambio en la Base Monetaria es relevante observar cuáles han sido las razones que lo explican. Observando la tabla adjunta, se puede apreciar que el **92,8%** de la variación de la Base Monetaria es atribuible al financiamiento del Sector Público. En forma simplificada, se emitieron \$ 155.341 millones con destino a cubrir el déficit público.

Esta práctica de financiamiento ha sido aplicada en forma sistemática por el gobierno ante la insuficiencia de recursos genuinos para financiar el creciente gasto público. En efecto, si se observan los tres últimos años, se verá que la emisión para financiar el déficit pasó de \$ 32.675 millones en 2011 a \$ 47.495 millones en 2012 y \$ 94.082 en 2013. En definitiva, el uso de esta fuente creció a una tasa promedio de casi el **70% anual**, mientras que los ingresos tributarios **(+ 24,8% interanual)** y los recursos totales del fisco **(+ 29,3%)** aumentaron bastante por debajo de tal performance a pesar del arrastre inflacionario y de la elevada presión tributaria. Nótese que la CEPAL ha informado recientemente que el estado argentino es el que extrae mayores

4-\$ 13.547 millones en el cuarto trimestre.

5-Si no se computaran las transferencias del BCRA al Tesoro Nacional justificadas en la rentabilidad de las Reservas Internacionales tal tasa caería al 27,5%.

recursos del sector privado en la región, **37,3%** del Producto Interno Bruto vs. un promedio del **19,8%** del resto de los países. En cualquier caso, el gasto público primario (sin computar los intereses de la deuda pública) se expandió a una tasa promedio anual del **31,9%**, lo cual explica el déficit financiero del sector público. En fin, el gobierno gasta sistemáticamente más de lo que recauda y, ante la ausencia de otro financiamiento voluntario, emite pesos para pagar sueldos, subsidios y a sus proveedores.

En este punto resulta interesante referirnos al nuevo programa de subsidios denominado Progresar, como un indicador acerca del futuro de la política fiscal y, sin ingresar en la valoración de los efectos sociales y redistributivos perseguidos por el mismo. Tal como señalé previamente en términos cuantitativos puede no resultar importante pero tiene una alta significación cualitativa. Según fuentes oficiales, desde su lanzamiento, ya se habrían postulado para recibir el subsidio unas 63.000 personas. Ello significaría una erogación mensual de unos **\$ 37.8 millones**, equivalente al 0,1% del gasto primario mensual o, en otros términos, el **75,6%** del plan Fútbol para Todos original.

Si bien agrega no resultaría tan oneroso dada la magnitud actual del gasto público. No obstante, si es destacable desde el punto de vista conceptual, pues, manifiesta una ratificación del rumbo de la política económica: más gasto público, más subsidios en un contexto de alta complejidad fiscal. En definitiva, ayuda a pensar la dinámica de la política económica y sus eventuales efectos.

En este contexto, resulta claro que el gobierno no considera relevante el canal existente entre el gasto público y la contracción de las reservas internacionales, dado el actual esquema cambiario. Caso contrario, no implementaría un nuevo programa de subsidios. En verdad, debería desandar el camino en varias iniciativas de esta naturaleza con el fin de equilibrar las cuentas gubernamentales y, con ello, reducir su demanda de fondos del BCRA. Luego, una menor emisión monetaria repercutiría en una moderación de la presión inflacionaria, desde el lado de la oferta. Este fenómeno podría impactar positivamente sobre el tipo de cambio real y sobre la competitividad de los productores locales. En tanto, una reducción de la presión tributaria sobre el sector privado – sin incrementar el déficit público – también podría tener efectos positivos en el mismo sentido.

Todo indicaría que no vamos en ese rumbo. No hay evidencias de que se planifique una disminución del gasto público ni de la presión tributaria. El programa PROGRESAR y el reciente incremento en los

6-Sin computar el cuarto trimestre de 2013, aún no publicado por el gobierno.

7-El tipo de cambio real combina el nominal con la relación de precios externos e internos. Un escenario con inflación persistente implica una pérdida de competitividad local (un “encarecimiento” de nuestros productos) a menos que el tipo de cambio nominal se ajuste en una magnitud similar al aumento en los precios locales. En el caso argentino, el tipo de cambio oficial se fue ajustando por debajo de la evolución de los precios locales y, con ello, se ha perdido sistemáticamente competitividad.

impuestos internos sobre ciertos vehículos muestran un comportamiento opuesto. En tanto, las modificaciones normativas en el frente cambiario tienen un carácter eminentemente distributivo. En definitiva, tales medidas habilitan a ciertas personas a adquirir dólares sin que se les aplique una **ley penal**.

Si no se reduce el gasto público (o si se lo aumenta) habrá que financiarlo: por la vía impositiva, por el endeudamiento o por emisión. Si no se resuelve el acceso a los mercados crediticios (qué implicaría mayores impuestos futuros), sólo se puede esperar más impuestos o más emisión monetaria. Una presión tributaria superior comprometería aún más la viabilidad de los proyectos empresariales, retrayendo la actividad en ciertos sectores. Mayor emisión implica un menor poder adquisitivo, en especial en los segmentos de ingresos fijos (gran parte de la población). Un dilema de hierro, ciertamente.

A modo de conclusión, podemos preguntarnos: **para acciones similares: ¿se pueden esperar resultados diferentes?**

Entiendo que la respuesta es negativa. Para terminar, permítanme bucear unos segundos en la historia del pensamiento económico. Algunos expertos recomiendan, a veces, realizar este ejercicio para evitar tropezar, nuevamente, con la misma piedra. En tal contexto, me pareció oportuno repasar la obra de Jean-Philippe Levy "The Economic Life of the Ancient World". Este autor, refiriéndose a la instancia absolutista del Imperio Romano, menciona que *"...En temas monetarios, se sancionaron normas inefectivas para combatir la ley de Gresham (la moneda mala desplaza a la buena) y la especulación local con las distintas clases de moneda. Se prohibió comprar o vender monedas; sólo podían*

*utilizarse para hacer pagos. ¡Hasta se prohibió atesorarlas! Era prohibido fundirlas (para extraer la pequeña cantidad de plata aleada con bronce). El castigo por todas estas ofensas era la muerte. Se establecieron controles en los caminos y puertos, donde la policía registraba a los viajeros y comerciantes. Por supuesto, todos estos esfuerzos fueron inútiles..."*

En fin, creo que tales palabras pueden resultar muy oportunas para nuestro tiempo. ■

8- Una reducción de las retenciones o derechos de exportación mejora la competitividad de los sectores afectados por tal tributo.

9- Universidad de Chicago, 1967, pp. 94.



**Pablo Ricardo Álvarez**

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

[1] Desde enero de 2002 rige la Ley de Emergencia N° 25761 que el gobierno ha prorrogado todos los años. La última prórroga se extiende hasta fines de 2015. Por aplicación de la Ley de Emergencia y sus sucesivas prórrogas están congeladas las tarifas y los contratos de concesión han perdido vigencia en algunas de sus cláusulas, en especial las correspondientes a las revisiones tarifarias.

[2] [http://www.edenor.com.ar/cms/SP/EMP/RI/EST\\_est\\_andares.html](http://www.edenor.com.ar/cms/SP/EMP/RI/EST_est_andares.html)

[3] Según datos privados de FIEL la economía argentina creció 2,8% durante 2013.

# La economía política de la energía

Como ejemplo del dogmatizado debate sobre la crisis energética en Argentina, basta mencionar una discusión desarrollada en el programa conducido por Santiago del Moro "Intratables", emitido por América 2 en horario central. En dicho programa, al tratar el tema de los cortes de luz, un panelista dijo: ¿qué espera el gobierno para estatizar la distribución de energía? Todos asintieron con la cabeza como si se tratara de una "revelación" o un dogma religioso. En el mismo sentido, en recientes declaraciones Gustavo Calleja, ex Subsecretario de Energía del gobierno de Alfonsín, enfatizó que "el problema era que seguía intacto el esquema neoliberal de los 90s que implicaba reglas de mercado para el sector energético". Considerando la afirmación de Calleja más la situación en el programa de del Moro, podemos concluir que para esta problemática el "consciente colectivo" argentino refleja el convencimiento de que los mercados (en la puja de demanda creciente y escasez de oferta e inversiones) es lo que ha provocado el problema eléctrico actual.

No obstante, pasar por alto el rompimiento por parte del Estado de contratos con los operadores y concesionarios privados luego de la crisis de 2001[1], como si esto no tuviera ninguna influencia en la crisis energética actual; es, por lo menos, llamativo.

Esbozcemos un análisis de la situación:

Argentina posee tres subsectores en el esquema de provisión de energía eléctrica: Generación, Transporte y Distribución. Simplificando, se puede decir que la generación tiene que ver con la producción misma de energía, el transporte con hacer llegar la energía a las inmediaciones de los centros de consumo (asimilable con el comercio mayorista) y la distribución con hacer llegar a cada hogar o unidad productiva la correspondiente energía eléctrica que demanden (comercio minorista). En el caso del sector energético que nos ocupa, los productores venden toda su electricidad a CAMMESA (Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico), que es un distribuidor mayorista administrado por el Estado, que la distribuye a lo largo del sistema interconectado nacional y se la vende a grandes consumidores (empresas grandes) y a los distribuidores minoristas.

La primera confusión se relaciona con la habitual afirmación de que el problema se encuentra sólo en el segmento minorista de la cadena de valor, es decir en la distribución; y, se suele argumentar que los cortes sólo ocurren en hogares o en comercios pequeños. Es más, el énfasis periodístico se hace sobre los cortes ocurridos en la Ciudad de Buenos Aires; tanto es así,

que algunos, equivocadamente, han restringido aún más el alcance geográfico del fenómeno, asociándolo a ciertos barrios porteños, como Caballito, en los cuales se han construido edificios más intensamente.

Tomando como ejemplo la información provista por la empresa Edenor respecto de los Estándares de Calidad de sus operaciones, tanto la frecuencia de interrupciones como la duración promedio de las mismas se incrementaron fuertemente en los 10 años que siguen a 2002. Según información disponible en la web [2], el período de cortes en horas por kilovoltiamperio (kVa) instalado creció de 4,6 horas en 2002 a 17,5 horas en 2012; mientras que la frecuencia de corte medida en cantidad de veces promedio que quedó fuera de servicio en un período dado cada kVa instalado pasó de 3,0 en 2002 a 6,3 en 2012. No se cuentan con datos para 2013, aunque podemos suponer un significativo crecimiento, sobre todo por lo ocurrido en el mes de diciembre pasado.

Asimismo, en la web se encuentra el siguiente texto: “Tras la privatización de la Empresa en 1992, su calidad de servicio ha mejorado significativamente, pasando de un promedio de 22 horas de interrupción anuales por cliente y 13 interrupciones anuales por cliente en 1992, a un promedio de 7,33 horas de interrupción anuales por cliente y 4,98 interrupciones anuales por cliente en 2000, el último ejercicio completo antes de la crisis argentina”. Por tanto, la caída de la calidad en la prestación del servicio se está acercando a los bajos niveles previos a la privatización.

La generación de energía eléctrica, que está emparchada dentro de una matriz ineficiente y anti-ecológica, es un grave problema para la balanza comercial y las reservas del BCRA; y para empeorar las cosas, termina siendo una espada de Damocles: al producir

en niveles muy cercanos a los de máxima potencia, no es posible sacar de funcionamiento a las máquinas y equipos para mejorar su funcionamiento y evitar cortes. Al estar produciendo al límite de la capacidad instalada, asimismo, el costo de producción resulta cada vez mayor, generando un círculo vicioso al no compensarse con inversiones y traslado de costos a tarifas.

La potencia instalada creció un 66% entre 1993 y 2003, alcanzando un nivel de 25.678MW en este último año; mientras que entre 2003 y 2013 la misma tuvo un crecimiento del 22% alcanzando su potencia instalada a 31.399MW en 2013. Por tanto, por los datos de la oferta potencial de energía eléctrica se aprecia una fuerte caída en su tasa de crecimiento cuando se compara con los datos de crecimiento económico. La demanda de energía según datos de CAMMESA creció 45% en los últimos 10 años, porcentaje muy superior al del 22% de crecimiento de la oferta a lo largo del mismo período de tiempo, y a su vez inferior al crecimiento de la oferta entre 1993 y 2003. Es decir que si se hubiera invertido en infraestructura eléctrica con la misma intensidad que en la década anterior la situación hubiera sido de lo más holgada. (66% contra 45%). Por ende, la crisis no viene impulsada por un desmesurado crecimiento de la demanda.

En lo que hace a datos más coyunturales, los datos del INDEC muestran que en los once primeros meses de 2013 la demanda de energía sólo aumentó 2,6%; menos de la mitad de lo que el mismo INDEC dice que crece la economía (5,8%)[3]. Este bajo crecimiento es una prueba más de que no hay explosión de demanda reciente que esté causando los inconvenientes con la energía.

Luego de esta introducción resulta relevante preguntarse cómo se soluciona esta crisis.

Si bien se está ante un problema fundamentalmente de oferta, ya sea que la propiedad de las empresas en los tres subsectores sea estatal o privada, lo importante es el esquema de incentivos diseñado para los oferentes y los demandantes en toda la cadena de valor. Sin dejar de considerar que, en la actualidad, existe una preponderante presencia estatal (25% en la capacidad instalada de generación, 100% en el transporte (CAMMESA) y 25% en la distribución), no debe dejar de considerarse que la influencia en la dirección de las empresas privadas se ha incrementado luego de la estatización de los fondos de pensión privados (AFJPs), y que la regulación está en un proceso creciente de incumplimientos mutuos, que comenzó con la decisión de pesificar las tarifas de los servicios públicos, tras la crisis de 2001.

El quid de la cuestión es: cómo obtener los recursos necesarios para hacer las inversiones que mantengan la red y que acompañen el lógico crecimiento de la demanda. Tales recursos pueden provenir de tres fuentes: tarifas, deuda y subsidio estatal. Con lo cual, si no se permite el incremento de tarifas, las empresas deben pedir prestado (lo que sólo podrán hacer justificando un flujo de fondos futuros – cash flow – que permita repagar la deuda). Considerando la coyuntura actual del país y de las empresas en particular, es poco probable que estas últimas puedan acceder a tal financiación, ya que implicaría poner en juego bonos de largo plazo para enormes inversiones en infraestructura. Por lo tanto, en el corto plazo los recursos se generan de una combinación de incrementos de tarifas con subsidios estatales.

Por citar algunos ejemplos, EPEC (Empresa Provincial de Energía de Córdoba) y EPE (Empresa Provincial de Energía de Santa Fe), apelaron mayormente al incremento de

las tarifas; mientras que Edenor y Edesur, recurrieron (o fueron inducidas a hacerlo por la regulación estatal) al financiamiento del gobierno instrumentado mediante fideicomisos creados por el Ministerio de Planificación.

Dado que los problemas con la energía abarcan a todo el país por fallas en cualquiera de los tres subsectores, es indispensable que las reglas del juego incentiven a que las inversiones se ajusten a la demanda. Sin embargo, cuando la demanda está subsidiada, como en el caso de la Ciudad de Buenos Aires y sus alrededores, este tipo de incentivos no existen. Si algo está barato, se consume en exceso y eso pasa con la electricidad, donde el consumo domiciliario es elevado, dado el contexto; y se resiente la oferta por el mismo motivo. Este resultado no es ni más ni menos que el esperado frente a un precio máximo. Dadas las restricciones presupuestarias del gobierno en el presente más los problemas descriptos del sector energético, en principio, se debería ir hacia un esquema de incrementos de tarifas que sean graduales para no mermar aún más el poder adquisitivo de los bolsillos que están sufriendo los efectos de la inflación; logrando poco a poco recrear los incentivos para invertir más y estabilizar la demanda en parámetros más racionales. Esto es, una salida gradual del esquema de precios máximos, y si se considera necesario, el establecimiento de una tarifa social según el nivel de ingreso familiar. Y sobre todo apostar a un incremento de competencia y la productividad que hagan posible unas tarifas más económicas en el tiempo sin la artificialidad e insostenibilidad del subsidio generalizado. Y en la medida que el país pueda dar un cambio de imagen y un planeamiento integral de crecimiento de largo plazo, será factible la financiación de proyectos de inversión eléctrica vía deuda de largo plazo. ■



**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.

## Reservas, ¿Por qué importan tanto?

Las medidas tomadas por el gabinete económico en los últimos días apuntan en última instancia a frenar la caída en las Reservas Internacionales del BCRA. Para ello, se decidió una jugada muy arriesgada, liberando parcialmente el cepo cambiario para que puedan acceder a la compra de divisas una porción de los trabajadores formales. Esta medida se dio luego de convalidar también un tipo de cambio oficial más alto, en torno a los \$8 por dólar, con lo que se pretende devolver en alguna medida competitividad a la producción nacional, pero especialmente en el corto plazo lograr un aumento en la oferta de dólares en el mercado oficial de cambios, al incentivar la liquidación de dólares por exportaciones de granos. Para que resulte efectiva esta medida, para los exportadores debe resultar creíble el logro de la estabilidad del dólar oficial en torno al nuevo nivel, algo que aún no se percibe. Por su parte, con la suba de la tasa de interés también convalidada por el BCRA en la última licitación de Lebacs se pretende descomprimir otra parte de la demanda de dólares.

Pero, ¿qué importancia tienen las Reservas Internacionales?



Repasemos el concepto para entender la atención que se le está dando a esta variable económica. Las reservas funcionan como un indicador económico de los recursos que tiene un país para financiar importaciones, y otros pagos al extranjero básicamente, entre ellos deuda e intereses. Las reservas son los activos que quedan luego del pago de estos ítems, más giros de dividendos, de remesas, y de cualquier salida de divisas al exterior, incluyendo, turismo. Es decir surge de restar del resultado comercial (exportaciones menos importaciones) del resultado de la cuenta financiera que incluye los flujos de dinero de Turismo, Inversión extranjera directa, dividendos, pago de deuda e interés, remesas, etc. El valor puntual de las reservas en un momento determinado del tiempo, no debería ser importante per se, sino su tendencia, ya que una tendencia decreciente en las reservas internacionales implica que la salida de recursos es mayor que el ingreso y que esa brecha se acrecienta en el tiempo, sin influir tanto si un país tiene un nivel alto bajo de reservas en miles de millones de dólares. Es por ello que la relevancia del concepto encierra la relevancia de la dirección de muchas variables de la economía, con su impacto en diversos sectores, exportaciones importaciones, pago de deuda, turismo, por poner algunos ejemplos.

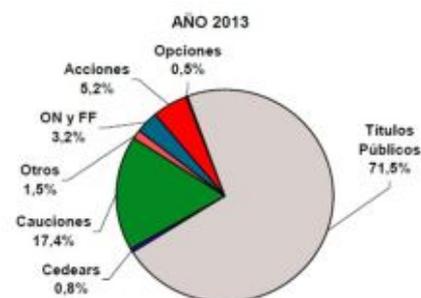
En un sistema de tipo de cambio no fijo, las reservas permiten a un Banco Central comprar moneda emitida, intercambiando sus activos para reducir su pasivo. El propósito de las reservas es permitir a los bancos centrales reducir la volatilidad de la moneda y de proteger al sistema monetario de un shock como por ejemplo el de ataques especulativos. La posesión de grandes reservas es vista como un indicador de la fortaleza de la moneda local, pues refleja el apoyo que hay detrás de la moneda. En cambio unas reservas que disminuyen o son pequeñas pueden ser indicativas de un inminente pánico bancario o de default

## ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS PARA MONITOREAR EN 2014.

Generalmente la mayoría de los análisis bursátiles se centran en los papeles líderes del mercado, acciones y bonos más operados por los inversionistas. Sin embargo, muchos activos de menor liquidez suelen dar muy buenas oportunidades a los inversores para incrementar la rentabilidad total de sus carteras, y nos presentan opciones muy interesantes a la hora de diversificar un portafolio de inversiones. Más aún, el global de los inversores locales parece tener focalizada su atención en la cotización del dólar, bajo sus distintas modalidades: oficial, blue, tarjeta, contado con liquidación y ahora dólar “tenencia”, en un contexto de restricciones cambiarias en Argentina, accionar que suele derivar en una menor atención a otro tipo de activos financieros.

En la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante el año 2013 el volumen sumó \$367.842 millones, lo que implicó una suba del 51,8% respecto a igual período del año anterior. En esta oportunidad vamos a hacer énfasis sobre los bonos emitidos por empresas: las obligaciones negociables o bonos corporativos representaron junto con la operatoria de fideicomisos financieros un 3,2% del volumen.

## DISTRIBUCIÓN DEL VOLUMEN NEGOCIADO



Fuente: IAMC

Dentro de este grupo de instrumentos consideramos dos activos con un grado de atractivo para inversores de riesgo medio/alto para diversificar una porción de sus carteras, seleccionando en esta oportunidad: los **bonos IMPSA 2020** y dos emisiones de **ARCOR** que serán emitidas este año y ya cuentan con aprobación del Directorio.

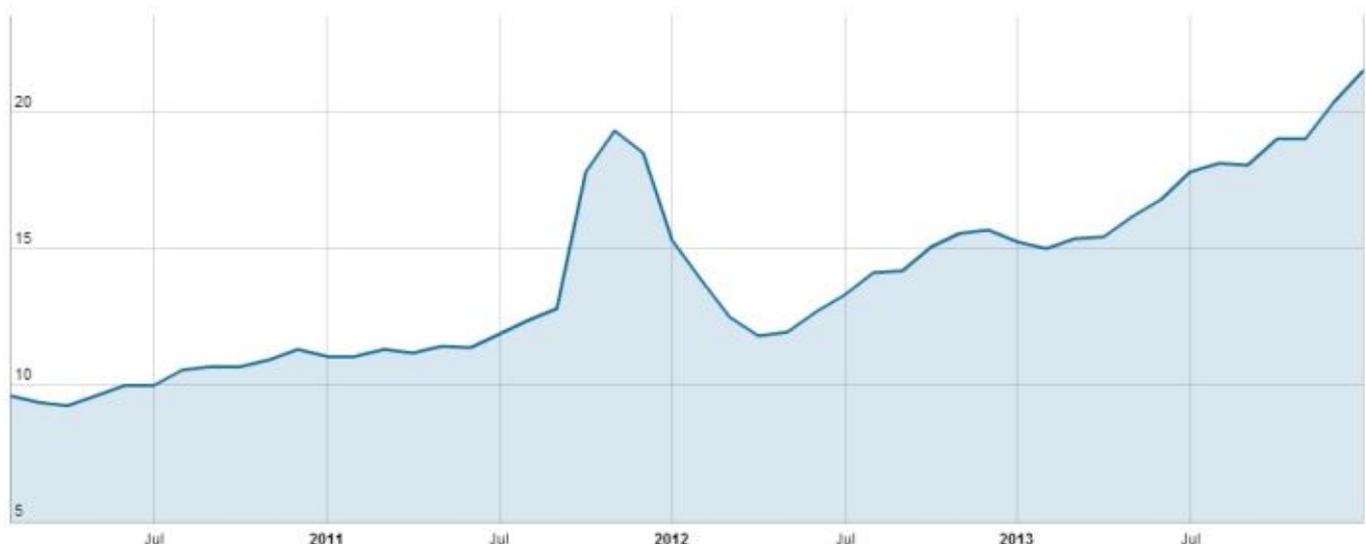
■ **ARCOR** tiene intenciones de lanzar dos series de obligaciones negociables dentro de un programa global de hasta 500 millones de dólares anunciados en el 2010, programa al que pertenece el bono colocado con vencimiento en 2017 a 7,25% de tasa de cupón, en dólares (ARCOR2017), suscripto por inversores extranjeros mayoritariamente.

Las nuevas emisiones que dependerán de las condiciones del Mercado de Capitales de este año serán apuntadas a inversores locales, en pesos pagando una tasa Badlar más un margen a licitar.

La tendencia creciente de los tipos de interés locales en un contexto de inflación y la solidez de esta compañía líder en exportación de golosinas, con 41 plantas (30 ubicadas en Argentina) y con más de 20000 empleados brindan dos incentivos para seguir de cerca esta posibilidad de inversión en el nuevo año.

### EVOLUCION TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS - EN PESOS ÚLTIMO DATO: 21,25% AL 24/01/2014

Fuente: BCRA



■ Por otro lado, las obligaciones negociables emitidas por la empresa IMPSA con vencimiento en el 2020 han mostrado el año pasado una mala performance, implicando nuevas medidas de esta compañía para generar un mayor atractivo a los inversores globales. Si la estrategia presentada hace unos días por la compañía a los organismos de control tiene éxito, creemos que estos títulos de deuda que vencen en Septiembre del 2020 y que arrojan al cierre del 24 de Enero de 2014 una tasa de retorno TIR del 20,63%, cotizando al 67,24% de su paridad podrían mostrar un potencial significativo de recuperación.

### COTIZACIÓN BONO IMPSA 2020

Fuente: BCRA



Esta multinacional mendocina que conduce Enrique Pescarmona se embarcó en un proceso de reingeniería financiera, para obtener mejores resultados en medio de la turbulencia que enfrentan desde el año 2011. Pretende consolidar mediante una nueva figura los balances de las operaciones en Argentina y Brasil y eventualmente respaldar una salida de acciones en Wall Street y en San Pablo por 150 millones de dólares.

IMPSA es una empresa centenaria dedicada a proveer soluciones integrales para la generación de energía eléctrica a partir de recursos renovables, equipos para la industria de procesos y servicios ambientales. El holding incluye actividades en seguros bajo la mara Mercantil Andina, bodegas y viñedos (Lagarde), logística, sistemas de seguimiento satelital, comunicaciones y sistemas de automatización a través de Sitrack.com y de ICESA.

El comienzo de este año 2014 trajo por parte de IMPSA una presentación a la CNV de venta del 100% de las acciones de Impsa en Wind Power Energía (WPE), su subsidiaria para negocios de energía eólica en Brasil, a Venti S.A., para consolidar bajo el nuevo holding los balances en pesos argentinos y en reales, a moneda norteamericana y para dar brindar mayor respaldo al Programa Global de Emisión de Títulos de Deuda que había encarado la firma por un total de 500 millones

de dólares dentro del que se incluye el Bono Impsa 2020, suscripto por el mercado por 390 millones de dólares y que resultó muy afectado por el conflicto con los holdouts.

Dentro de los proyectos de la firma se destacan el ya conseguido aval para construir un parque eólico de 170 millones de dólares en Uruguay, y el cierre por contrato de la fabricación de 287 generadores eólicos de 2,0 MW en Brasil, por unos 1.650 millones de reales para ser entregados entre 2016 y 2018, incluido un contrato de Operación y Mantenimiento de 5 a 20 años y pretende posicionarse en proyectos energéticos del Gobierno argentino, en un momento donde la crisis de energía en el país es palpable y deja serios cuestionamientos de mediano plazo.



Con datos al 3T2013.

La performance observada en lo que va de este año por bonos locales, tanto emitidos por el gobierno como por empresas, ha quedado influenciada por factores más locales que internacionales, ya que a pesar de la volatilidad vista en bonos de países emergentes en estas últimas semanas, ante el paulatino retiro de estímulos monetario en Estados Unidos. En la medida que ello se descuenta en el mercado y empiecen a pesar más los factores de recuperación de la economía global quedará un incentivo para aquellos bonos de países desarrollados a tasa variable, es decir aquellos que pagan un cupón variable■

# La coyuntura en gráficos

## MERCADO INMOBILIARIO PROVINCIA DE BUENOS AIRES

Fuente: <http://www.saberinvertir.com.ar/>

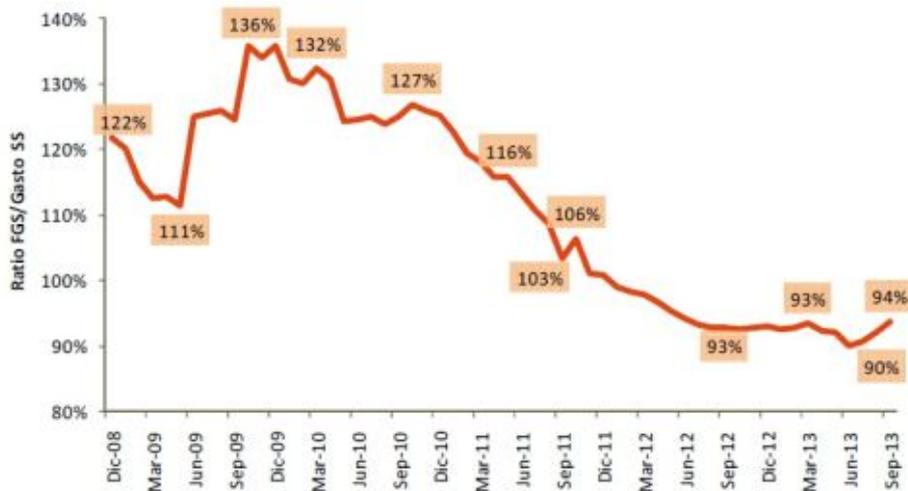


**EVOLUCIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD (FGS) DE ANSES**

Nominal y real a valores de nov/08 - en base a ANSES, MEcon, IPC BsAs City e IPC Congreso



**RATIO ENTRE FGS Y 12 MESES DE GASTO EN SEGURIDAD SOCIAL**



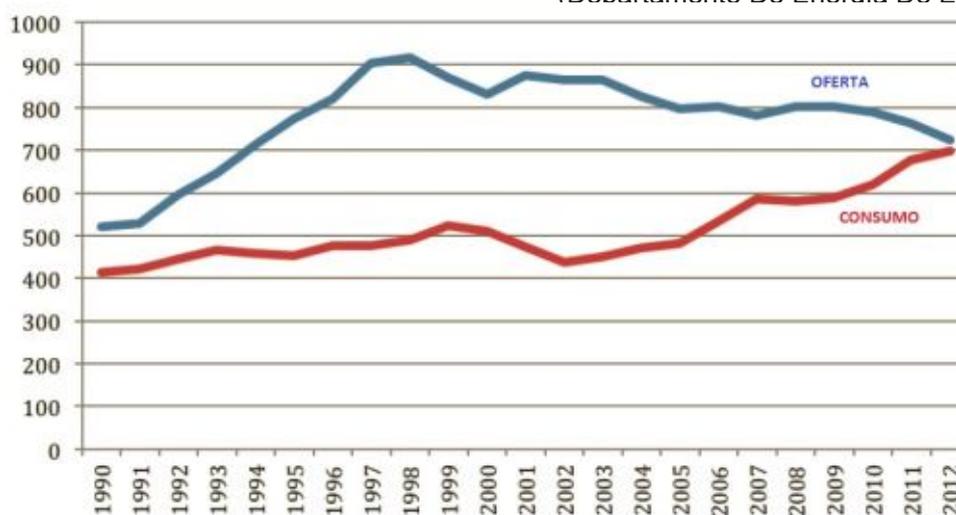
## EVOLUCION DÓLAR INFORMAL

Escala semilogarítmica de precios. Último 12,15\$ al 27/01/2014

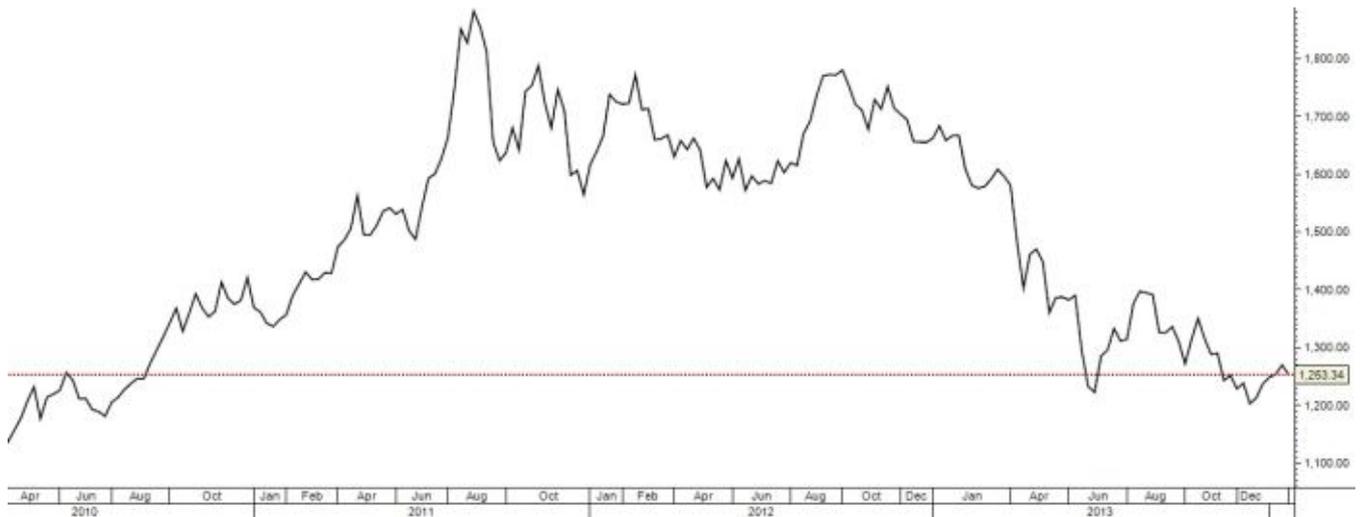


## OFERTA Y CONSUMO TOTAL DE PETROLEO EN ARGENTINA

(Departamento De Energía De Estados Unidos)



**EVOLUCION DEL ORO EN PRECIO SPOT (DÓLARES POR ONZA)**



**INDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO**

(Universidad Torcuato Di Tella)



**CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS**

VARIABLES FINANCIERAS	CIERRE MENSUAL	VARIACION YTD - 2014
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA – VENTA	8.025	22.99%
DÓLAR INFORMAL – VENTA	12.65	26.50%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	2.413	2.14%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	1067	32.05%
INDICES, COMMODITIES Y TASAS		
MERVAL (ARGENTINA)	6018.65	11.64%
DOW JONES (USA)	15732.88	-5.09%
BOVESPA (BRASIL)	47638.99	-7.51%
SOJA. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	471.34	-2.27%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	170.86	2.84%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	204.21	-8.18%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	97.94	-0.49%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	24.19%	11.85%
TASA ENCUESTA PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	21.82%	22.93%

**VARIABLES MACROECONOMICAS**

- En la licitación de Lebac del BCRA del 28/01, las propuestas aumentaron a \$ 9.991 millones, gracias al incremento de +600 puntos básicos que permitió el BCRA en las tasas de interés predeterminadas para las letras de corto plazo. De las propuestas recibidas, se adjudicaron \$ 9.051 millones, con tasas de interés entre 25,5% anual (a 70 días) y 27,4% anual (a 392 días). En las Nobacs se adjudicaron \$ 2.300 millones.
- Transportadora Gas del Sur recibió ofertas anticipadas para canjear el 66,5% de sus bonos con vencimiento en 2017: la compañía anunció el resultado de la participación anticipada en su canje de bonos con vencimiento en 2017 (cupón de 7,875% anual) por los bonos con vencimiento en 2020 (cupón de 9,625% anual). Se recibieron ofertas por USD 248,7 millones, que representan el 66,5% del capital en circulación de los actuales bonos. La oferta de canje vencerá el 7 de febrero.