UNIVERSIDAD DEL CEMA

INSTITUTO TECNOLOGICO DE BUENOS AIRES

Maestría en Evaluación de Proyectos

Proyecto “Fábrica de Calzado”

Alumno: Sebastián de Pablo

Tutor: José Pablo Dapena

INDICE

				Página
1			**Objetivo del proyecto**	**3**
2			**Definición de proyecto y justificación de negocio**	**3**
	2.1		Producto	3
	2.2		Organización del negocio	3
3			**Estudio de mercado**	**4**
	3.1		Mercado Internacional	4
	3.2		Mercado Regional	4
	3.3		Mercado Nacional	5
	3.4		Descripción del mercado objetivo	8
	3.5		Estrategia de precios	9
4			**Análisis FODA**	**9**
5			**Estimación de la inversión**	**10**
6			**Estudio de amortizaciones**	**11**
7			**Evaluación de costos**	**11**
	7.1		Evaluación de recursos humanos	11
	7.2		Evaluación de costos variables	13
	7.3		Evaluación de costos fijos	13
8			**Escenarios**	**13**
	8.1		Determinación de la tasa de descuento	13
	8.2		Análisis de caso base: crecimiento moderado	15
		8.2.1	Proyección de las variables del proyecto para el caso base	15
		8.2.2	Cuadro de resultados para el caso base	15
		8.2.3	Flujo de fondos para el caso base	16
	8.3		Análisis de escenario: alto crecimiento	16
		8.3.1	Proyección de las variables del proyecto para el caso alto crecimiento	17
		8.3.2	Cuadro de resultados para el caso alto crecimiento	17
		8.2.4	Flujo de fondos para el caso alto crecimiento	18
	8.4		Análisis de escenario: bajo crecimiento	18
		8.4.1	Proyección de las variables del proyecto para el caso bajo crecimiento	19
		8.4.2	Cuadro de resultados para el caso bajo crecimiento	19
		8.4.3	Flujo de fondos para el caso bajo crecimiento	20
	8.5		Valor del proyecto	20
9			**Análisis de sensibilidad y simulación**	**21**
	9.1		Sensibilidad	21
	9.2		Simulación de variables del proyecto	23
10			**Conclusiones**	**25**
			Bibliografía	26
			Anexos	27
			Anexo 1: Análisis técnico	28
			Anexo 2: Estudio macroeconómico	31

1. Objetivo del proyecto

El proyecto está orientado a valuar una industria de calzado de dama. El enfoque estará asentado sobre la hipótesis de evaluar una fábrica pequeña, donde el producto sea reconocido por su calidad.

La intención del presente trabajo es estimar la inversión y valuar un proyecto para que se lleve adelante con bajo presupuesto de inversión.

La provisión de maquinaria, mano de obra e insumos será de origen nacional.

2. Definición de proyecto y justificación de negocio

2.1. Producto

Calzado de dama para todas las estaciones del año, compuesto por botas de caña larga, botas de media caña, botas de caña baja, zapatos de vestir, zapatos de fiesta, zapatos de uso diario y sandalias. La característica principal de este producto es que serán fabricados completamente en cuero vacuno y diseñado de acuerdo a la tendencia de la moda y los más altos estándares de calidad.

¿Quién adquiere nuestro producto?

Mujeres independientes, con una buena posición socioeconómica, sofisticadas. Entre 25 y 50 años. Mujeres que tienen una vida social activa, responsabilidades, que se preocupan por su salud y belleza y que hacen todo para mantenerse jóvenes y lucir bien.

¿Que influye en la decisión de compra?

El consumidor final puede estar influenciado por lo que comercializan las marcas de referencia de este segmento del mercado. Debido a esta razón, se debe tener especial atención en la selección de los modelos a fabricar y al camino marcado por la industria de la moda a nivel nacional e internacional.

¿Donde buscan o compran el producto?

Los consumidores buscan el producto en centros comerciales y en locales dedicados exclusivamente a la comercialización de calzado.

2.2. Organización del negocio

La valuación del proyecto será la fábrica. El negocio constará de la recepción y transformación de la materia prima hasta la entrega de la producción en la puerta.

La comercialización del producto se hará a través de locales comerciales de terceros.

La producción de la fábrica será una producción reducida en cuanto a volumen. El valor agregado será desde el punto de vista de calidad de construcción y detalles de terminación y el corazón del negocio está aquí, en el aprovechamiento de la excelente materia prima y el know-how de mano de obra disponible.

La valuación de la fábrica se realizo con los datos correspondiente al año 2009 y anteriores.

3. Estudio de Mercado

3.1. Mercado Internacional

Actualmente se producen en el mundo unos 12 mil millones de pares[1], con un promedio de 1.8 pares por persona.

China produce actualmente 6500 millones de pares por año y exporta 4 mil millones, y es el mayor productor y exportador de calzado del mundo.

India se ubica como el segundo productor de calzado, con un volumen de 700 millones de pares por año.

China e India son los dos países que registraron el mayor crecimiento en los últimos años, desplazando de la escena a países que en su momento fueron grandes productores, como Italia, cuya producción se ha reducido a 400 millones de pares por año. Sin embargo, Italia seguido por España mantienen su rol dominante en términos de influencia de la moda.

El gran importador mundial de calzado sigue siendo EE.UU. con 1800 millones de pares por año, seguido de Japón y Alemania. Estos tres países concentran casi la mitad de las importaciones totales netas; excluyendo Hong Kong, que opera como país de tránsito.

El valor del comercio mundial de calzado no deportivo ronda los 15 mil millones de dólares anuales, correspondiendo un 85% de ese total al calzado con capellada de cuero.

El mundo muestra dos modelos diferentes que compiten en el mercado internacional: el "asiático o económico", cuyo liderazgo ejerce China, que aprovecha el bajo costo de su mano de obra. Y el "europeo", representado por Italia y seguido por España y Portugal, más caro, pero con diseño y elaboración de mayor calidad.

3.2. Mercado Regional

Mercado brasileño

Es el mercado de mayor desarrollo de América Latina y tercero a nivel mundial[2]. Su producción en 2007 de 796 millones de pares por año y 2008 de 790 millones pares por año[3]. Se ve claramente en el gráfico 3 y gráfico 4 a Brasil como un claro dominador de la región de producción y exportación de calzado.

En los últimos años Brasil ha comenzado a insertarse en el nicho de calzado de máxima calidad, siendo actualmente el único proveedor no italiano de marcas como Gucci, Prada y Ralph Lauren. Asimismo, marcas brasileñas como Reef o Havainas de calzado informal, se posicionaron fuertemente en el mercado internacional.

[1] Información de http://www.econlink.com.ar/calzado. Todos los datos de este punto pertenecen a esta fuente citada.
[2] El mercado del calzado en Brasil – Instituto Español de Comercio Exterior. Mayo 2005
[3] Revista Serma Mayo-Junio 2009 – Info Latinoamericano

El sector público brasileño se involucró con la industria local del calzado con políticas que favorecieron el desarrollo. Esas políticas fueron:

- Ventajas impositivas: reducción y diferimiento de impuestos así como créditos tributarios.
- Financiamiento: entre 1995 y 1998 el BNDES –el Banco Nacional de Desarrollo de Brasil- financió programas para el sector del cuero y calzado por más de 300 millones de dólares, la mayoría de los cuales se canalizó a favor de pymes.
- Asistencia para el equipamiento, capacitación y acceso a tecnologías de punta modernizando la producción del calzado.
- Promoción comercial. Se crearon bases de datos y se favoreció la participación en misiones y ferias internacionales. Actualmente, la feria de San Pablo, es una de las de mayor importancia dentro del sector. En 2009 concurrieron más de 1100 expositores y hubo 3000 marcas.

Mercado Mexicano[4]

La industria del calzado en el mercado mexicano, luego de ser una de las industrias más sólidas del país, cayó a niveles alarmantes desde hace una década.

Contrariamente a la política expansionista de Brasil, una de las razones de la caída del mercado mexicano fue el escaso apoyo para la obtención de créditos para adquirir maquinaria de punta; debido en parte a una falta de una cultura financiera orientada a políticas de endeudamiento y a la correcta presentación de planes de negocio que se muestren viables. Otra de las razones fue la invasión de calzado chino de forma ilegal. Se ve a China como el principal problema de la industria del calzado en México.

Sin embargo a partir de 2007 se han implementado barreras arancelarias mejorando la competencia legal. A pesar la decaída de la industria, México es el segundo mayor productor de calzado en América Latina ubicándose su producción en 244 millones[5] de pares anuales como se aprecia en el gráfico 4.

Por detrás de las producciones de Brasil y México se ubica Argentina, que trataremos específicamente en el siguiente ítem. Las producciones de Bolivia, Colombia, Chile, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela suma el 13%[6] de la producción de América Latina lo que indica que estos mercados individualmente no son representativos en cuanto a volumen de producción, como se ve en el gráfico 5.

3.3. Mercado Nacional[7]

El mercado del calzado en la Argentina sufrió un importante deterioro durante la década del ’90. Desde 1991 hasta 1998 cayó el 30% y entre 1999 y 2001 el derrumbe se aceleró a un ritmo de 15% anual.

[4] Retos y perspectivas de la industria mexicana del calzado ante la apertura comercial. El impacto de la competencia con China. Hernandez Águila, Elena. Univ. de Guadalajara. Septiembre-diciembre 2007.
[5] Revista Serma Mayo-Junio 2009 – Info Latinoamericano
[6] Revista Serma Mayo-Junio 2009 – Info Latinoamericano
[7] http://www.econlink.com.ar/calzado

A este derrumbe de producción del mercado nacional contribuyeron dos factores; por un lado, la fuerte caída del consumo de calzado que pasó de un promedio de 4 pares per cápita en la década del '80 a menos de 2 pares en 2001. Por otro, el aumento de las importaciones que tuvo su apogeo en el 2001, cuando el 45% de los zapatos vendidos internamente fue de origen importado, principalmente Brasil y China.

La recuperación de la industria nacional de calzado comenzó a partir del 2003 de la mano de la sustitución de las importaciones por la producción nacional y el aumento del consumo interno.

Un conjunto de medidas adoptadas por el Estado jugaron a favor del desarrollo de la industria nacional. Si bien las importaciones no se detuvieron, la producción local se vio beneficiada por la implementación de licencias no automáticas, derechos de importación específicos para importaciones extra Mercosur, controles aduaneros inteligentes y en tiempo real. Un mecanismo que benefició al sector fueron las aduanas especializadas. Ello implica que el calzado y sus partes ingresan al país solo por las aduanas de Ezeiza, Buenos Aires, Campana y Mar del Plata. El Ministerio de Producción emitió la resolución 259/2009 tendiente a fijar un precio FOB de U$D 15[8]. Esta resolución tiene por finalidad evitar las distorsiones en los precios de las importaciones con "dumping" evitando ingresar al país mercadería de grandes productores a bajo costo.

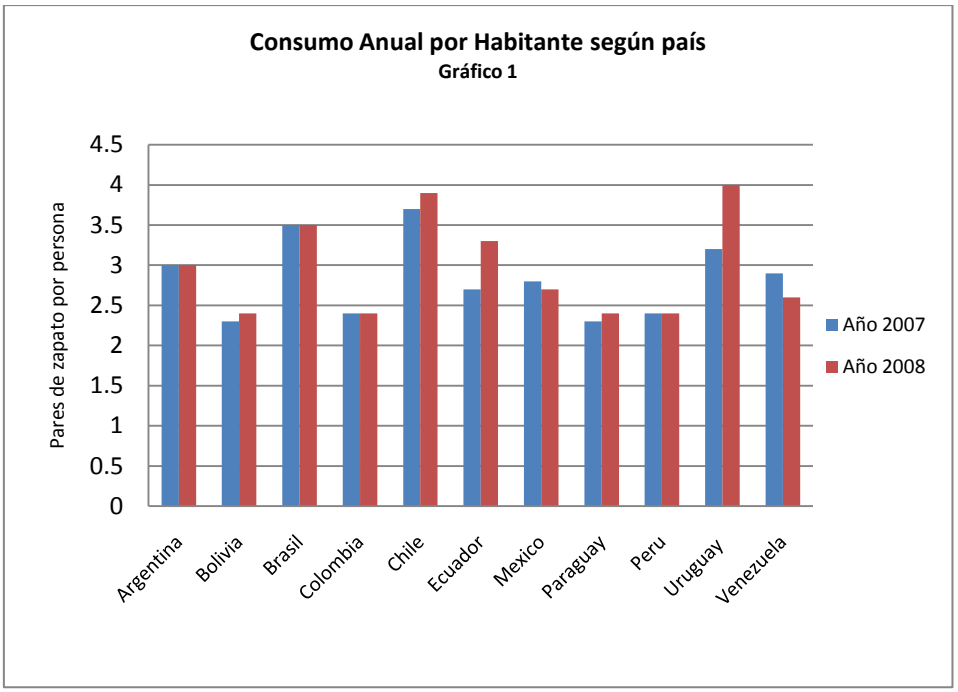
El actual mercado de calzado en la Argentina es de aproximadamente 121 millones de pares anuales, el equivalente de consumo de 3 pares por habitante por año[9], levemente superior a la media de la región que son 2.9 pares por habitante y por año.

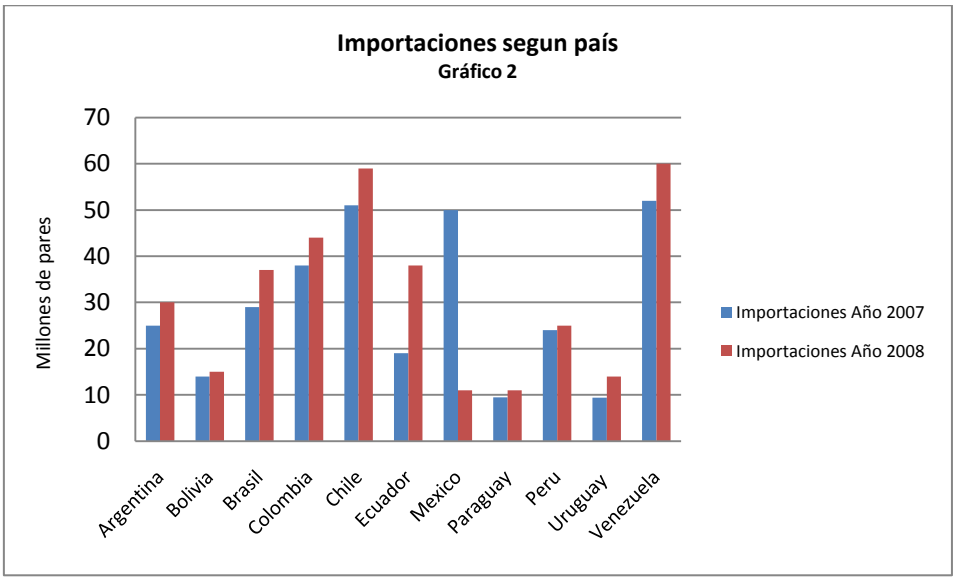
En el mundo, el calzado es una industria de lento crecimiento y en los países altamente desarrollados la proporción del ingreso que las personas le dedican, es decreciente. Ese no es el caso del mercado argentino, en el que con el crecimiento de los ingresos podrían alcanzarse valores cercanos a los 4 pares y medio por habitante, número similar al de los países desarrollados. La industria del calzado, como toda industria inserta en el mundo de la moda, es impredecible y cambiante.

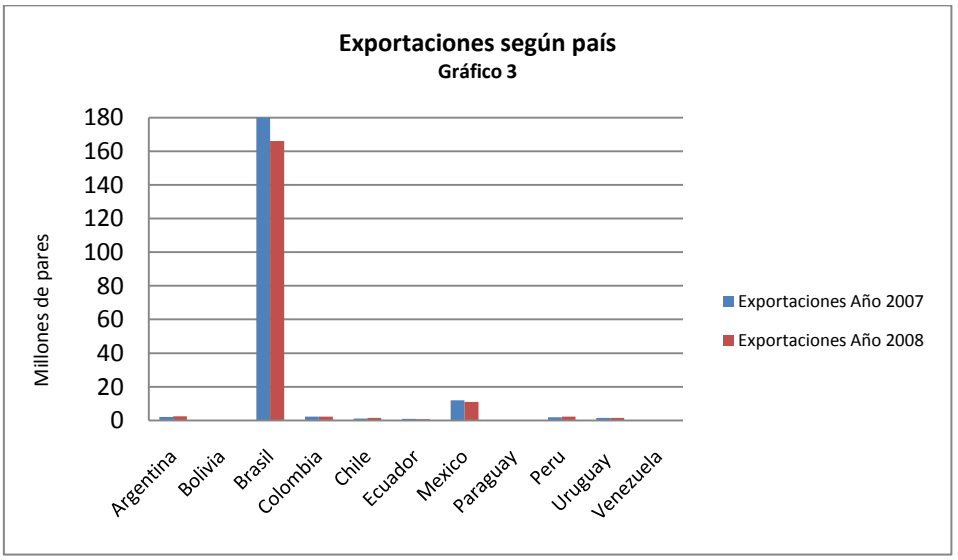
El país tiene los recursos básicos para desarrollar una producción que le permita incursionar competitivamente en el segmento de calidad media y alta, basada en la disponibilidad de cueros, la capacidad y experiencia de nuestras curtiembres, la buena calificación y bajo costo de la mano de obra, sumada a la rica tradición artesanal y diseño local.

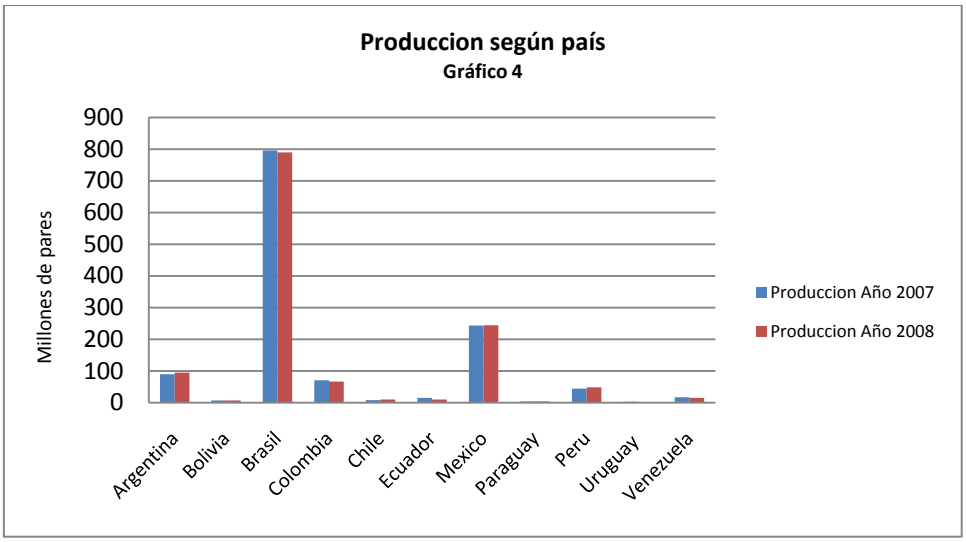
[8] http://www.calzadoargentino.org.ar Circular N° 3055

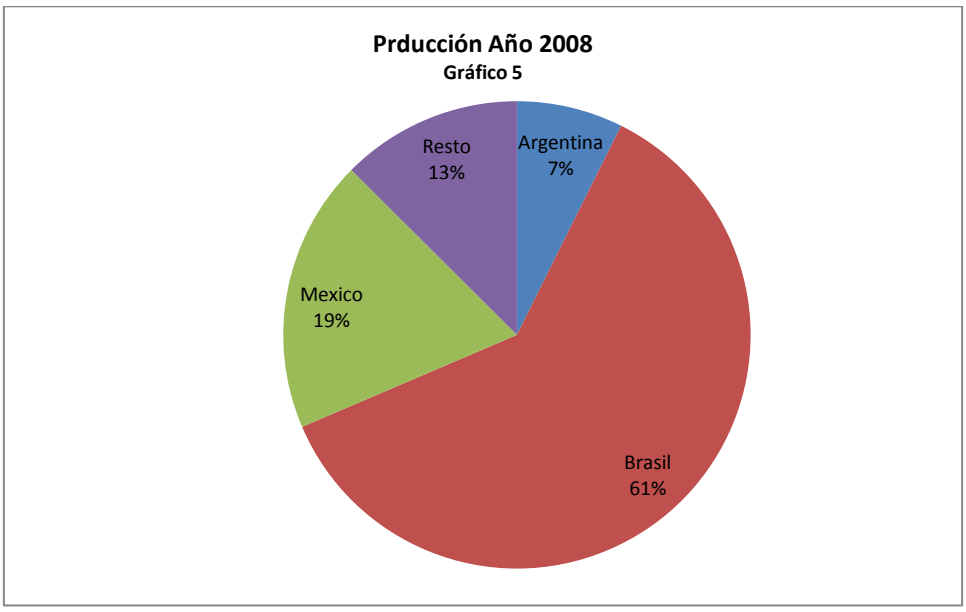
[9] Revista Serma Mayo-Junio 2009 – Info Latinoamericano


Consumo Anual por Habitante según país
Gráfico 1
Pares de zapato por persona
4.5
4
3.5
3
2.5
2
1.5
1
0.5
0
Argentina
Bolivia
Brasil
Colombia
Chile
Ecuador
Mexico
Paraguay
Peru
Uruguay
Venezuela
Año 2007
Año 2008


Importaciones segun país
Gráfico 2
Millones de pares
70
60
50
40
30
20
10
0
Argentina
Bolivia
Brasil
Colombia
Chile
Ecuador
Mexico
Paraguay
Peru
Uruguay
Venezuela
Importaciones Año 2007
Importaciones Año 2008


Exportaciones según país
Gráfico 3
Millones de pares
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
Argentina
Bolivia
Brasil
Colombia
Chile
Ecuador
Mexico
Paraguay
Peru
Uruguay
Venezuela
Exportaciones Año 2007
Exportaciones Año 2008





[10]

3.4. Descripción del mercado objetivo

El mercado al cual apunta el proyecto es un mercado nacional reducido, orientado principalmente a consumidoras que buscan diferenciarse adquiriendo un producto de calidad y moderno.

La producción base para la cual esta dimensionado el establecimiento de producción es de 480 pares por mes al fin del quinto año. Lo que implica que diariamente se deberán producir en promedio 24 pares. Durante las estaciones estivales, donde comienza la producción de calzado de invierno, la producción será menor a 18 pares diarios. Esto es debido a que en el proceso de elaboración el calzado de invierno lleva más trabajo que el calzado de verano. Es así también que la disminución en la producción se ve compensada por el aumento en el precio del producto.

[10] Gráficos propios elaborados con datos de Revista Serma Mayo-Junio 2009 – Info Latinoamericano

Los factores que podrían afectar las ventas es la competencia con otros tipos de calzado, como puede ser el calzado confeccionado en materiales sintéticos o los calzados de bajo costo de origen chino o brasileño.

3.5. Estrategia de precios

La política de precios será: a producto comparable por calidad de confección y materiales, menor precio. El modelo desarrollado en este trabajo será un modelo del tipo price taker.

Las marcas que dominan este segmento son: Lucerna, Grimoldi, Paruolo, Ricky Sarkany, Natasha e Isadora. Si bien es menor el precio, la política no será para precios agresivamente menores, ya que el mensaje que se estaría dando seria de un producto de menor calidad a la competencia.

En este caso hay que tener especial atención al efecto de la competencia, ya que la mayoría de las consumidoras a las cuales apunta este producto cambian el vestuario varias veces al año. Eso indica que al comprar regularmente desarrollen gusto por la marca. Este aspecto cobra sentido en las consumidoras que compran regularmente ya que no tienen que estar evaluando en forma constante, lo que tiende a disminuir los costos de decisión. La lealtad por una marca también disminuye la probabilidad de que sustituyan una marca por otra a pesar de que existan diferencias en el corto plazo. Sin embargo, las diferencias de precio a largo plazo, si representan una tentación que lleva a los compradoras a probar otras marcas y, con ello, cambiar sus lealtades.

Los precios de venta (más IVA) se fijaron en base a un relevamiento propio entre los locales del rubro establecido entre los años 2009 y 2010; estableciéndose la siguiente relación:

Producto	Escenario (*)		
	Crecimiento Moderado	Alto Crecimiento	Bajo Crecimiento
Bota Larga	$232	$278	$216
Bota Media Caña	$203	$244	$189
Bota Corta	$160	$191	$148
Zapato Clásico	$130	$157	$121
Sandalia	$87	$104	$81

(*) Los escenarios están desarrollados en el punto 8.

4. Análisis Foda del proyecto

Fortalezas

- Calidad de los productos.
- Baja monto inversión en maquinaria e instalaciones.

Oportunidad

- Diseño tendencia.
- Alta demanda.

- Diferenciación de los productos de la competencia.

Debilidades

- Producción dependiente de la mano de obra.
- Producción artesanal.
- Calidad no estándar.
- No es un producto innovador.

Amenazas

- Competencia con calzados de distinta calidad (no son de cuero).
- Importaciones con subsidios (efecto dumping).

5. Estimación de la Inversión

Las inversiones previstas por la empresa para poder llevar a cabo el proyecto ascienden a $149540 más IVA. El IVA se consideró como una alícuota del 21% para todos los ítems. El monto de la inversión se compone del siguiente modo:

Ítem	Tipo de uso	Cantidad	Costo Unitario	Costo Total
Instalaciones				
Galpón (*)	Alquiler	1	$9900	$9900
Mobiliario	Compra	1	$3300	$3300
Comunicaciones	Compra	1	$6200	$6200
Rodado	Compra	1	$62000	$62000
Maquinaria				
Troqueladora	Compra	1	$16530	$16530
Máquina de coser	Compra	4	$2480	$9920
Hormas	Compra	200	$41	$8200
Máquina de sentar bases	Compra	1	$3720	$3720
Máquina de raspar	Compra	1	$5780	$5780
Maquina de lustrar	Compra	1	$5780	$5780
Maquina de montar tacos	Compra	1	$5780	$5780
Compresor	Compra	1	$5000	$5000
Herramientas de mano	Compra	1	$4130	$4130
Facilidades (**)	Compra	1	$3300	$3300
Total Inversión Activos				**$149540**

(*) El costo del alquiler del galpón implica el gasto de inmobiliaria, escribano, etc. y está considerado como tres alquileres.

(**) Las facilidades incluyen los carros de armado, carros de deformado, caballetes de apoyo y estanterías.

No se consideró capital de trabajo y crédito por ventas por estar financiado por los proveedores. Si esta suposición no llegara a darse, el valor de la firma y el VAN del proyecto disminuirían.

La estimación de la inversión se llevo a cabo con una precisión de FEL 3, +20%, -10%.

6. Estudio de amortizaciones

Todos los ítems que se han considerado inversión en activos fijos se amortizaran linealmente en los 5 años del proyecto.

El siguiente cuadro resume el cuadro de amortizaciones:

Ítem	Amortiz. Años	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Instalaciones						
Galpón	5	1980	1980	1980	1980	1980
Mobiliario	5	660	660	660	660	660
Comunicaciones	5	1240	1240	1240	1240	1240
Rodado	5	12400	12400	12400	12400	12400
Maquinaria						
Troqueladora	5	3306	3306	3306	3306	3306
Máquina de coser	5	1984	1984	1984	1984	1984
Hormas	5	1640	1640	1640	1640	1640
Máquina de sentar bases	5	744	744	744	744	744
Máquina de raspar	5	1156	1156	1156	1156	1156
Maquina de lustrar	5	1156	1156	1156	1156	1156
Maquina de montar tacos	5	1156	1156	1156	1156	1156
Compresor	5	1000	1000	1000	1000	1000
Herramientas de mano	5	826	826	826	826	826
Facilidades	5	660	660	660	660	660

7. Evaluación de costos

7.1. Recursos humanos

Los puestos necesarios para operar la fábrica están planificados de la siguiente manera:

- Modelista y Escalista
- Cortador
- Ayudante de cortador
- Aparador
- Armador
- Suelador
- Deformador
- Empacador
- Administrativo

- Ventas

De acuerdo a los salarios publicados por el sector[11] tenemos la siguiente escala salarial:

Categoría	Salario Hora	Suma no Remunerativa Mensual
4	$9.1	$150
3	$7.79	$140
2	$6.79	$130
1	$5.88	$120
0	$5.41	$120
Merienda	$0.96	-

Por lo que a cada operario de acuerdo al puesto y categoría le corresponde la siguiente remuneración mensual sobre un total de 160 horas trabajadas mensualmente:

Puesto	Categoría	Salario Mensual	Costo Anual
Modelista y Escalista	4	$1625	$22750
Cortadores	4	$1625	$22750
Ayudante de cortador	2	$1236	$17304
Aparadores	4	$1625	$22750
Armadores	3	$1406	$19684
Sueladores	3	$1406	$19684
Deformadores	3	$1406	$19684
Empacadores	2	$1236	$17304
Administrativo	4	$1625	$22750
Ventas	4	$1625	$22750

El costo total anual se calculó sobre la base de 14 salarios anuales.

La cantidad requerida de pares a fabricar por cada puesto es la siguiente:

- Cortador, 60 pares/dia
- Ayudante de cortador, 60 pares/dia
- Aparador, 12 pares/dia
- Armador, 30 pares/dia
- Suelador, 60 pares/dia
- Deformador, 60 pares/dia
- Empacador, 60 pares/dia

Esta productividad da como resultado la siguiente cantidad de personal requerido por año:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Cantidad de personal	11	11	11	11	11

[11] http://www.calzadoargentino.org.ar

7.2. Evaluación de costos variables

Dentro de los costos variables se contemplan los siguientes ítems y su precio más IVA asociado.

Costo Materiales	Precio
Cuero Exterior	$82.0 $/m
Cuero Interior	$50.0 $/m
Suela	$7.5 Par
Taco	$5.8 Par
Plantilla	$2.5 Par
Gastos de Almacén	$2.5 Par
Caja Grande	$2.9 Unidad
Caja Mediana	$2.5 Unidad
Caja Chica	$1.6 Unidad

Por lo que el precio de costo más IVA de materiales para cada unos de los productos fabricados serán:

Artículo	Precio Costo
Bota Larga	$92
Bota Media Caña	$69
Bota Corta	$59
Zapato Clásico	$50
Sandalia	$31

7.3. Evaluación de costos fijos

Dentro de los costos fijos se consideraron los siguientes precios más IVA:

Ítem	Cantidad	Costo Unit. Mensual	Costo Anual
Alquileres	1	3300	39600
Mantenimiento Instalaciones	1	1240	14880
Mantenimiento Rodado	1	1480	17760
Publicidad	1	1240	14880
Servicios	1	660	7920
Otros	1	1240	14880

8. Escenarios

Para el análisis de este proyecto plantearemos tres casos de escenarios macroeconómicos probables y analizaremos cuatro variables sobre las que puede impactar el desarrollo del proyecto. Estas variables son:

- **Market Share**: indica la porción de mercado que será abastecida por el proyecto.
- **Crecimiento de la industria**: en este caso está referida a la tendencia de crecimiento que tendrá el proyecto.
- **Precios del sector**: dependen de la elasticidad de la demanda, y fueron indicado en el punto 3.5.
- **Inflación en los costos e inflación en los precios de venta**: estimados en base al pronostico macroeconómico.

8.1. Determinación de la tasa de descuento

Para la determinación de la tasa de descuento se siguió la metodología CAPM (capital asset pricing model, o modelo de valuación de activos de capital).

Se estimó la tasa libre de riesgo para el proyecto como la suma de la tasa de los bonos de Estados Unidos a 5 años más un valor de riesgo de default de Argentina.

Para estimar la tasa de los bonos de Estados Unidos se tomo el promedio aritmético semanal de los rendimientos durante 2009. Se estableció rf = 2.18%. El valor de la tasa swap del tipo de cambio dólar peso argentino durante el mismo periodo es 9.88%.

El valor en pesos argentinos de la tasa libre de riesgo es 12.06%.

El valor de riesgo de default se estableció, según los escenarios planteados en los puntos 8.2, 8.3, 8.4 de la siguiente forma: alto crecimiento, 600 puntos básicos; crecimiento moderado, 850 puntos básicos y bajo crecimiento, 1100 puntos básicos.

El riesgo sistemático se calculó de la siguiente manera:

- Beta sectorial: se tomaron datos de esta variable de la página web de Aswath Damodaran. El valor de β adoptado es para países emergentes, tomado sobre un total de 50 firmas correspondientes al sector del calzado. El siguiente valor de β es desapalancado
    - β = 0.704
- La prima de riesgo del mercado se estableció en rm = 26.73%
- Con estos valores el riesgo sistemático se estima en
    - β (rm – rf) = 0.704 x (26.73% - 12.06%) = 10.33%

La tasa de descuento a utilizar según el escario propuesto es:

Escenario	Tasa libre de riesgo	Riesgo de dafault	Riesgo sistémico	Tasa de descuento
Alto crecimiento	12.06%	6%	10.33%	28.40%
Crecimiento moderado	12.06%	8.50%	10.33%	30.90%
Bajo crecimiento	12.06%	11%	10.33%	33.40%

El valor residual del proyecto se calculó como el crecimiento a largo plazo de 1.5%.

8.2. Análisis del Caso Base: Crecimiento Moderado

El caso base, el caso de mayor probabilidad de ocurrencia, se establecieron los siguientes supuestos sobre las variables macroeconómicas que afectan al proyecto bajo un contexto de estabilidad. La probabilidad de ocurrencia la hemos establecido en 50%.

- El PBI crece a ritmo lento, manteniéndose en un crecimiento del 1% anual.
- La moneda nacional mantiene su relación con respecto al dólar, no devaluándose ni reevaluándose.
- El gasto público mantiene la tendencia actual, en torno al 20% del PBI.
- La inversión extranjera se modera en los niveles de 2009, en torno a los 3400 millones de dólares.
- La inflación se mantiene en torno al 15% anual.
- Las exportaciones crecen, pero el superávit de la balanza comercial se ve afectado por el gasto público.

8.2.1. Proyección de las variables del proyecto para el caso base

Variables del negocio	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Market share (pares/mes)	416	433	450	468	487
Crecimiento de la Industria	4%	4%	4%	4%	4%
Precios del sector [12]	Medios	Medios	Medios	Medios	Medios
Inflación de ventas	15%	15%	15%	15%	15%
Inflación costos	8%	8%	12%	15%	15%
Tasa de descuento	46.02%				

La tasa de descuento planteada en el punto 8.1 se ajusto por el promedio geométrico de inflación de costos de 11.6%.

8.2.2. Cuadro de resultados para el caso base

Estado de Resultados (en pesos argentinos)	Periodo Anual				
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Total Ventas	1044869	1249664	1494598	1787539	2137897
Total Costos	687225	756025	862848	1011531	1186289
EBITDA	357644	493638	631750	776009	951607
Amortizaciones	29908	29908	29908	29908	29908
EBIT	327736	463730	601842	746101	921699
Imp. a las Ganancias (35%)	114708	162306	210645	261135	322595

[12] Ver punto 3.5

8.2.3. Flujo de Fondos Caso Base

Cash Flow (en pesos argentinos)	Periodo Anual					
	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas						
Unidades		4992	5191	5399	5615	5839
Ventas		1044869	1249664	1494598	1787539	2137897
Total Ventas		1044869	1249664	1494598	1787539	2137897
Total Ventas Netas		**1044869**	**1249664**	**1494598**	**1787539**	**2137897**
Costos Variables						
Zapatos		319951	359369	418593	500637	598762
Total Costos Variables		**319951**	**359369**	**418593**	**500637**	**598762**
Contribución Marginal		**724918**	**890295**	**1076005**	**1286902**	**1539135**
% Contribución Marginal		**69.4%**	**71.2%**	**72.0%**	**72.0%**	**72.0%**
Costos Fijos						
Sueldos		248561	268446	300659	345758	397622
Alquileres		42768	46189	51732	59492	68416
Mantenimiento Instalaciones		16070	17356	19439	22355	25708
Mantenimiento Rodado		19181	20715	23201	26681	30683
Publicidad		16070	17356	19439	22355	25708
Servicios		8554	9238	10346	11898	13683
Otros		16070	17356	19439	22355	25708
Total Costos Fijos		**367274**	**396656**	**444255**	**510893**	**587527**
Total Costos		**687225**	**756025**	**862848**	**1011531**	**1186289**
EBITDA		**357644**	**493638**	**631750**	**776009**	**951607**
Imp. a las Ganancias (35%)		**114708**	**162306**	**210645**	**261135**	**322595**
Ganancias después de Imp.		**242936**	**331333**	**421105**	**514873**	**629013**
Inversión						
Instalaciones	81400					
Maquinaria	68140					
Valor Residual						1434036
FF	**-149540**	**242936**	**331333**	**421105**	**514873**	**2063049**
IVA						
IVA Crédito	**-31403**	92120	102392	118060	139812	165620
IVA Débito		219423	262429	313866	375383	448958
Pago AFIP	**31403**	95900	160038	195806	235571	283338
Crédito	**31403**	0	0	0	0	0
FCFF	**-180943**	**274340**	**331333**	**421105**	**514873**	**2063049**
VAN@46%	**721595**					
TIR	**179%**					
Periodo de Repago	**0.66 Años**					
Periodo de Repago Descontado	**0.97 Años**					

8.3. Análisis de escenario: alto crecimiento

Para este caso se supuso una probabilidad de ocurrencia de 25%. La evolución de variables macroeconómicas y evolución de las variables del proyecto son las siguientes:

- El PBI crece a ritmo de los países más industrializados, manteniéndose un crecimiento del 3% anual.
- La moneda nacional se reevalúa con respecto al dólar, manteniendo la tendencia de la Unión Europea y Brasil.
- El gasto público se modera.

- El crecimiento sostenible crea un clima para la inversión en bienes de capital.
- La inflación se mantiene moderadamente baja en torno al 3% anual
- Crecen las exportaciones de bienes industriales y productos agrícolas, creando un superávit de la balanza comercial.

8.3.1. Proyección de las variables del proyecto para el caso alto crecimiento

Variables del negocio	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Market share (pares/mes)	478	498	517	538	560
Crecimiento de la Industria	6%	6%	6%	6%	6%
Precios del sector[13]	Altos	Altos	Altos	Altos	Altos
Inflación de ventas	3%	3%	3%	3%	3%
Inflación costos	1%	1%	1%	1%	1%
Tasa de descuento	29.68%				

La tasa de descuento planteada en el punto 8.1 se ajusto por el promedio geométrico de inflación de costos, que corresponde para este caso de 1%.

8.3.2. Cuadro de resultados caso alto crecimiento

Estado de Resultados (en pesos argentinos)	Periodo Anual				
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Total Ventas	1422861	1553479	1696089	1851790	2021784
Total Costos	694182	722377	752355	784238	818161
EBITDA	728679	831102	943734	1067552	1203624
Amortizaciones	29908	29908	29908	29908	29908
EBIT	698771	801194	913826	1037644	1173716
Imp. a las Ganancias (35%)	244570	280418	319839	363175	410800

[13] Ver punto 3.5

8.3.3. Flujo de Fondos Caso alto crecimiento

Cash Flow (en pesos argentinos)	Periodo Anual					
	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas						
Unidades		5851	6202	6574	6968	7387
Ventas		1422861	1553479	1696089	1851790	2021784
Total Ventas		1422861	1553479	1696089	1851790	2021784
Total Ventas Netas		**1422861**	**1553479**	**1696089**	**1851790**	**2021784**
Costos Variables						
Zapatos		350713	375473	401981	430361	460745
Total Costos Variables		**350713**	**375473**	**401981**	**430361**	**460745**
Contribución Marginal		**1072148**	**1178006**	**1294107**	**1421428**	**1561039**
% Contribución Marginal		**75.4%**	**75.8%**	**76.3%**	**76.8%**	**77.2%**
Costos Fijos						
Sueldos		232450	234775	237123	239494	241889
Alquileres		39996	40396	40800	41208	41620
Mantenimiento Instalaciones		15029	15179	15331	15484	15639
Mantenimiento Rodado		17938	18117	18298	18481	18666
Publicidad		15029	15179	15331	15484	15639
Servicios		7999	8079	8160	8242	8324
Otros		15029	15179	15331	15484	15639
Total Costos Fijos		**343469**	**346904**	**350373**	**353877**	**357416**
Total Costos		**694182**	**722377**	**752355**	**784238**	**818161**
EBITDA		**728679**	**831102**	**943734**	**1067552**	**1203624**
Imp. a las Ganancias (35%)		**244570**	**280418**	**319839**	**363175**	**410800**
Ganancias después de Imp.		**484109**	**550684**	**623895**	**704376**	**792823**
Inversión						
Instalaciones	81400					
Maquinaria	68140					
Valor Residual						2855730
FF	**-149540**	**484109**	**550684**	**623895**	**704376**	**3648553**
IVA						
IVA Crédito	**-31403**	96964	102397	108199	114396	121017
IVA Débito		298801	326231	356179	388876	424575
Pago AFIP	**31403**	170434	223834	247980	274480	303558
Crédito	**31403**	0	0	0	0	0
FCFF	**-180943**	**515512**	**550684**	**623895**	**704376**	**3648553**
VAN@29%	**2074098**					
TIR	**298%**					
Periodo de Repago	**0.35 Años**					
Periodo de Repago Descontado	**0.58 Años**					

8.4. Análisis de escenario: Caso bajo crecimiento

Para este caso se supuso una probabilidad de ocurrencia de 25% La evolución de variables macroeconómicas y evolución de las variables del proyecto son las siguientes:

- El PBI merma su crecimiento, manteniéndose en torno al 0.5% anual.
- La moneda nacional se deprecia con respecto al dólar en torno a valores del 5% anual.
- Crece el gasto publico a valores del 35% del PBI.

- Cesa la inversión extranjera, lo cual se ve reflejado en la disminución de la inversión de bienes de capital.
- La inflación crece, debido a la constante devaluación y al crecimiento del gasto público La inflación se sitúa en torno al 30% anual.
- Las exportaciones bajan y el superávit de la balanza comercial deja las cuentas del gobierno con saldos negativos.

8.4.1. Proyección de las variables del proyecto para el caso bajo crecimiento

Variables del negocio	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Market share (pares/mes)	347	354	361	368	375
Crecimiento de la Industria	2%	2%	2%	2%	2%
Precios del sector[14]	Bajos	Bajos	Bajos	Bajos	Bajos
Inflación de ventas	25%	25%	25%	25%	25%
Inflación costos	20%	20%	20%	20%	20%
Tasa de descuento[15]	60.07%				

La tasa de descuento planteada en el punto 8.1 se ajusto por el promedio geométrico de inflación de costos, que corresponde para este caso de 20%.

8.4.2. Cuadro de resultados caso bajo crecimiento

Estado de Resultados (en pesos argentinos)	Periodo Anual				
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Total Ventas	886963	1130878	1441869	1838383	2343939
Total Costos	704447	852450	1031646	1248631	1511400
EBITDA	182516	278428	410224	589752	832538
Amortizaciones	29908	29908	29908	29908	29908
EBIT	152608	248520	380316	559844	802630
Imp. a las Ganancias (35%)	53413	86982	133110	195946	280921

[14] Ver punto 3.5

[15] La tasa de descuento planteada en el punto 8.1 se ajusto por el promedio geométrico de inflación de costos.

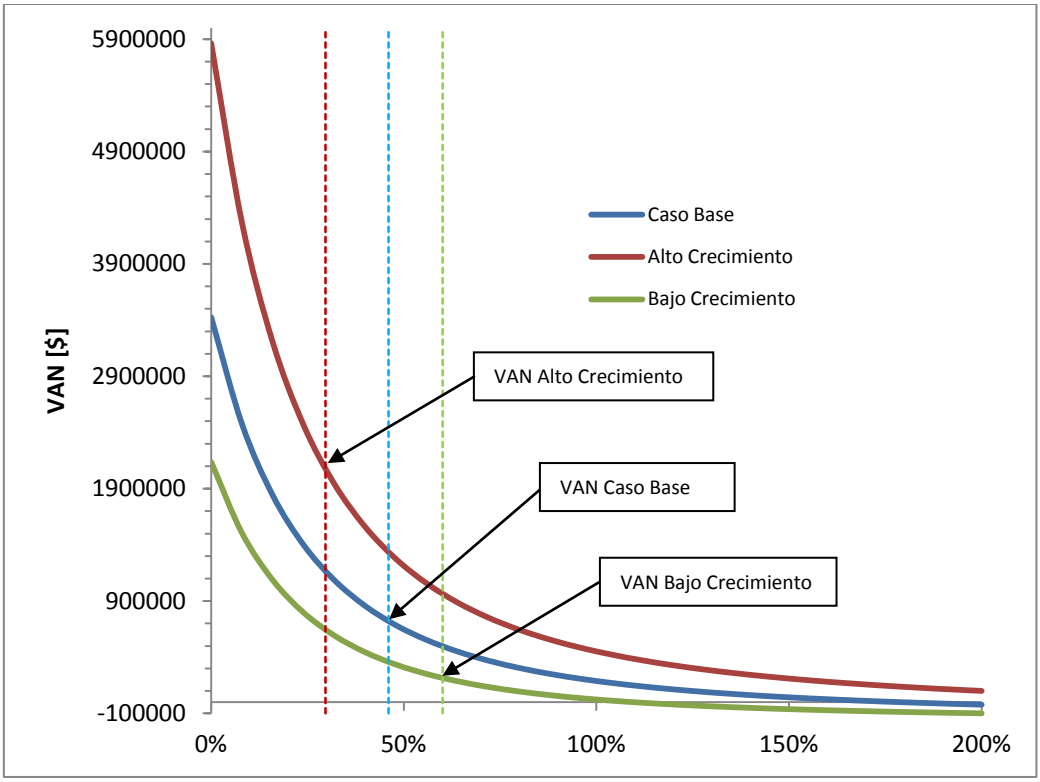
8.4.3. Flujo de Fondos Caso Bajo Crecimiento

Cash Flow (en pesos argentinos)	Periodo Anual					
	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas						
Unidades		4161	4244	4329	4416	4504
Ventas		886963	1130878	1441869	1838383	2343939
Total Ventas		886963	1130878	1441869	1838383	2343939
Total Ventas Netas		**886963**	**1130878**	**1441869**	**1838383**	**2343939**
Costos Variables						
Zapatos		296365	362751	444007	543464	665200
Total Costos Variables		**296365**	**362751**	**444007**	**543464**	**665200**
Contribución Marginal		**590598**	**768127**	**997862**	**1294919**	**1678738**
% Contribución Marginal		**66.6%**	**67.9%**	**69.2%**	**70.4%**	**71.6%**
Costos Fijos						
Sueldos		276179	331414	397697	477237	572684
Alquileres		47520	57024	68429	82115	98537
Mantenimiento Instalaciones		17856	21427	25713	30855	37026
Mantenimiento Rodado		21312	25574	30689	36827	44193
Publicidad		17856	21427	25713	30855	37026
Servicios		9504	11405	13686	16423	19707
Otros		17856	21427	25713	30855	37026
Total Costos Fijos		**408083**	**489699**	**587639**	**705167**	**846200**
Total Costos		**704447**	**852450**	**1031646**	**1248631**	**1511400**
EBITDA		**182516**	**278428**	**410224**	**589752**	**832538**
Imp. a las Ganancias (35%)		**53413**	**86982**	**133110**	**195946**	**280921**
Ganancias después de Imp.		**129103**	**191446**	**277113**	**393807**	**551618**
Inversión						
Instalaciones	81400					
Maquinaria	68140					
Valor Residual						955871
FF	**-149540**	**129103**	**191446**	**277113**	**393807**	**1507488**
IVA						
IVA Crédito	**-31403**	89936	109417	133129	161993	197130
IVA Débito		186262	237484	302793	386061	492227
Pago AFIP	**31403**	64922	128067	169663	224068	295097
Crédito	**31403**	0	0	0	0	0
FCFF	**-180943**	**160506**	**191446**	**277113**	**393807**	**1507488**
VAN@60%	**265014**					
TIR	**122%**					
Periodo de Repago	**1.11 Años**					
Periodo de Repago Descontado	**2.78 Años**					

8.5. Valor del proyecto

El valor actual neto y valor presente ponderado por la probabilidad de escenarios será:

Escenario	Probabilidad	VAN	VAN ponderado	FF descontados	Valor Ponderado
Caso Base	50%	$721595	$360797	$902538	$451269
Alto Crecimiento	25%	$2074098	$518524	$2255041	$563760
Bajo Crecimiento	25%	$265014	$66254	$445957	$111489
			$945575		**$1126519**



El VAN del proyecto es de $945000, y el gráfico anterior muestra los tres casos.

9. Análisis de sensibilidad y simulación

9.1. Sensibilidad

En este apartado analizaremos para el caso base, la sensibilidad del VAN del proyecto ante la variación de las siguientes variables del proyecto:

Variable	Unidades	Valor caso base	Mínimo de variación	Máximo de Variación	VAN Máx.	VAN Mín.
Market share	pares/mes	416	-15%	15%	$1260000	$695000
Crecimiento de la Industria	%/año	4%	-50%	50%	$1105000	$858000
Precios del sector		Medios	Bajos	Altos	$1997000	$1045000
Costo de los Insumos	$/m	82	-20%	20%	$984000	$848000
Sueldos	$/hora	9.1	0%	30%	$978000	$836000
Costos Fijos	$/mes	3300	-20%	20%	$981000	$932000

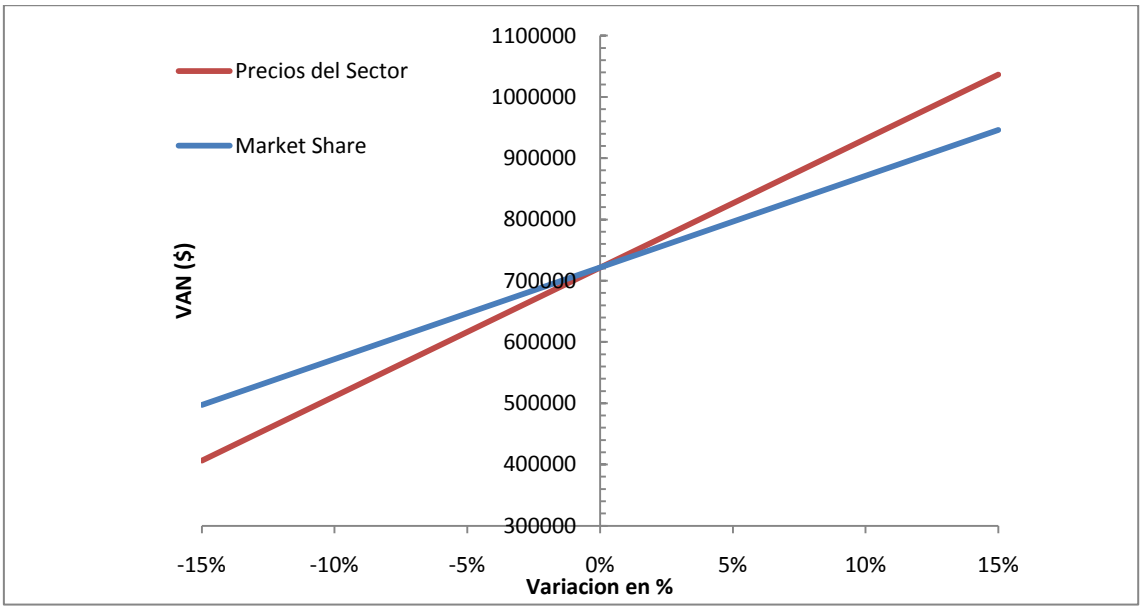
Los supuestos, son los presentados en el caso del escenario del caso base, punto 8.2.

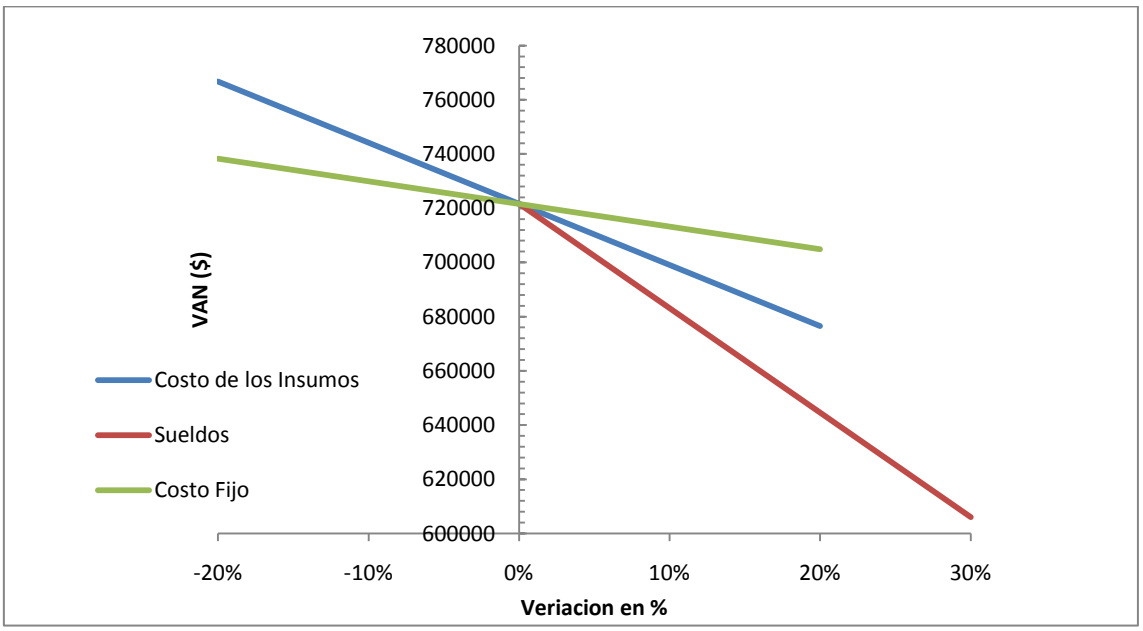
Los precios del sector corresponden según lo planteado en el punto 3.5; donde los pecios medios corresponden al caso base; precios altos al escenario alto crecimiento y precios bajos al escenario bajo crecimiento.

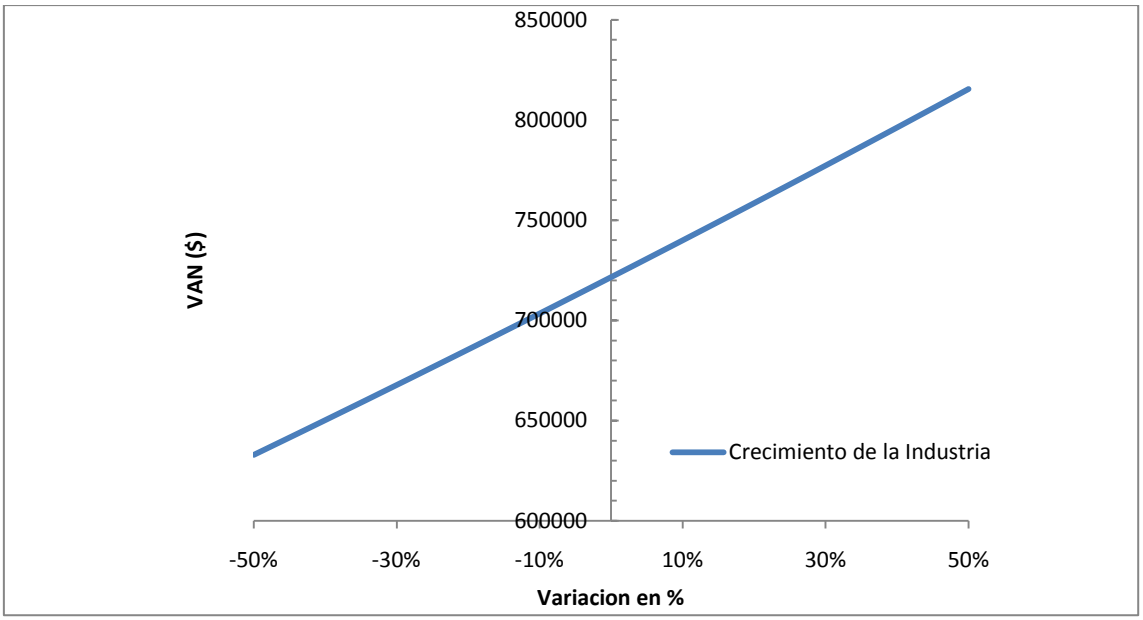
En el costo de los insumos se ha considerado únicamente la variación de precio del cuero, por ser el insumo de mayor valor en la confección del calzado.

En el costo sueldos, se ha considerado solo la variación de la categoría 4. Por ser la mayoría del personal de categoría 4 y por ser la categoría mejor paga. Aquí consideramos como mínimo 9.1 $/hora por estar fijado por el sector.

En el caso de los costos fijos, se ha considerado la variación del alquiler del galpón.







Las variables que más sensibilizan el valor del proyecto son el market share y los precios del sector. Dentro de las variables que restan valor al proyecto encontramos a los costos fijos y costos variables.

La variable crecimiento de la industria es la que menos sensibiliza el valor del proyecto.

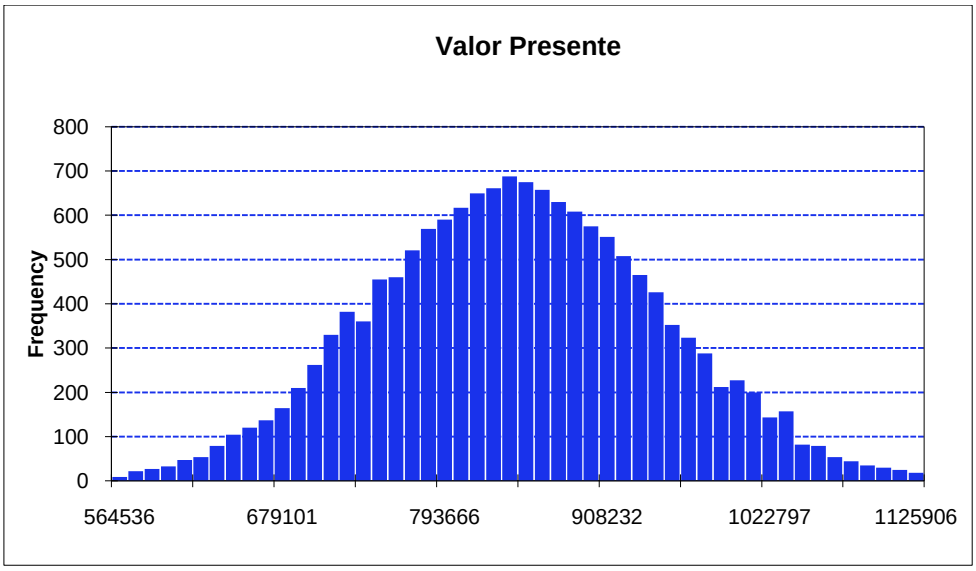
9.2. Simulación de variables del proyecto

En este punto desarrollaremos la combinación de las distintas variables "drivers" planteadas anteriormente pero variando todas a la vez y aleatoriamente mediante una simulación Monte Carlo. El siguiente cuadro resume el valor esperado de dichas variables y su desvío estándar.

Variables de Input	Unidad	Valor Esperado	Perfil de Incertidumbre
Market share	(pares/día)	20	Distribución Normal con media 20 y desvío estándar 1
Crecimiento de la Industria	%/año	4%	Distribución Normal con media 4% y desvió estándar 1%
Precios del sector	$	232	Distribución Normal con media 232 y desvío estándar 5.67
Costo de los Insumos	$/m	82	Distribución Normal con media 82 y desvió estándar 5.33
Sueldos	$/hora	9.1	Distribución Uniforme con mínimo 9.1 y máximo 11.83
Costos Fijos	$	3300	Distribución Normal con media 3300 y desvío estándar 138

La variable de "output" simulada es el VAN, medida en $. El valor del VAN se calculó usando la tasa de descuento constante de 46.02% correspondiente al caso base.

La simulación se realizo con el software Cristal Ball® sobre una base de 15000 casos posibles.



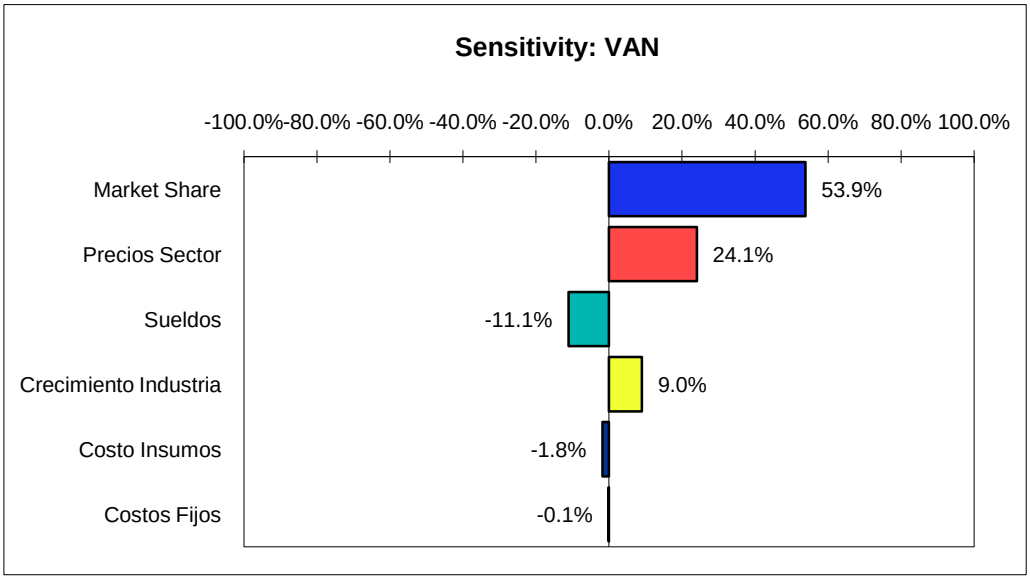
La desviación estándar del VAN es; σ =102290, y la media es 843940.

Los valores extremos que comprenden el 99.7% de los valores son:

VAN mínimo: 843940 - 3 x 102290 = $537070

VAN máximo: 843940 + 3 x 102290 = $1150810

El valor mínimo esperado es favorable para el desarrollo del negocio.



En el cuadro anterior muestra en un grafico tornado la sensibilidad del VAN ante la variación de las variables propuestas. Y como era de esperarse, dentro de las variables que le suman valor al proyecto tenemos los “Market Share” y “Precios del Sector”.

Dentro de las variables que mas restan valor al proyecto, tenemos los sueldos como costo fijo como el principal actor.

Al momento de hacer “risk managment” hay que prestar atención a estas tres variables.

10. Conclusiones

Desde un punto de vista privado, para un inversor, resulta conveniente la realización de un emprendimiento de este tipo con el objetivo de focalizar los esfuerzos en aquellos sectores donde existen ventajas competitivas como es el caso de los productos exclusivos.

El mercado nacional muestra una franca recuperación desde 2002 en el consumo de este tipo de productos, ubicándose en el consumo per cápita levemente superior al promedio de la región. Por otra parte el proteccionismo del mercado nacional contra los productos de bajo costo importados de Asia y un tipo de cambio con relación al dólar alto asegura una rentabilidad mínima del negocio.

Sin embargo, tal cual está planteado el negocio, es una empresa que depende del volumen comercializado y del precio de los productos.

El análisis de sensibilidad muestra una disminución del valor del proyecto ante el incremento de la variable sueldos, en cambio no muestra gran variación del ante el incrementos de los costos fijos y costos variables.

El valor actual neto esperado para el caso base del proyecto asciende a $720000.

Por otro lado, se realizaron proyecciones tomando distintos escenarios futuros y en estos casos los resultados también fueron satisfactorios, incluso bajo un contexto desfavorable. En el caso del mejor escenario, el valor del proyecto asciende a $2075000 y para el peor caso, el valor se sitúa en $265000. Viendo el comportamiento de la TIR, se ve que son tasas de corte relativamente altas.

El valor del proyecto podría estimarse como el promedio ponderado de los tres escenarios correspondiendo a $945000.

La financiación del proyecto se consideró totalmente con capital propio.

Bibliografía

- Dirección de Marketing, 12º Ed. – Philip Kotler, Kevin Keller. Editorial McGraw Hill.
- Cálculo Financiero Aplicado (Un enfoque profesional) 2° Ed. – Guillermo Lopez Dumrauf. Editorial La Ley
- Principio de Finanzas Corporativas, 8° Ed. – Brealy, Meyers, Allen. Editorial McGraw Hill.
- Criterios de Evaluación de Proyectos, 1993 – Nassair Sapag Chain. Editorial McGraw Hill.
- Preparación y Evaluación de Proyectos, 1996 –Sapag Chain. Editorial McGraw Hill.
- Microeconomía intermedia y sus aplicaciones, 9° Ed. – Walter Nicholson. Editorial Thompson.
- Economía Internacional -Teoría y Política, 3° Ed.- Krugman, P. y M. Obstfeld. Editorial McGraw-Hill.
- Investments -Third Edition, 1996. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Irwin McGraw-Hill.
- Página de Aswath Damodaran: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
- Página de Federal Reserve: http://www.federalreserve.gov
- http://www.inflacionverdadera.com/
- Comisión Nacional de Valores. CNV – Autopista Financiera.
- Mercado de capitales Yahoo!: http://biz.yahoo.com/ic/ind_index.html

ANEXOS

ANEXO 1: Análisis técnico

Proceso de fabricación

El proceso para fabricar calzado no ha variado significativamente a lo largo del tiempo, la elaboración se realiza con máquinas mecánicas y se trata de un proceso artesanal con participación minoritaria de maquinaria, ya que la elaboración del producto se realiza básicamente a mano.

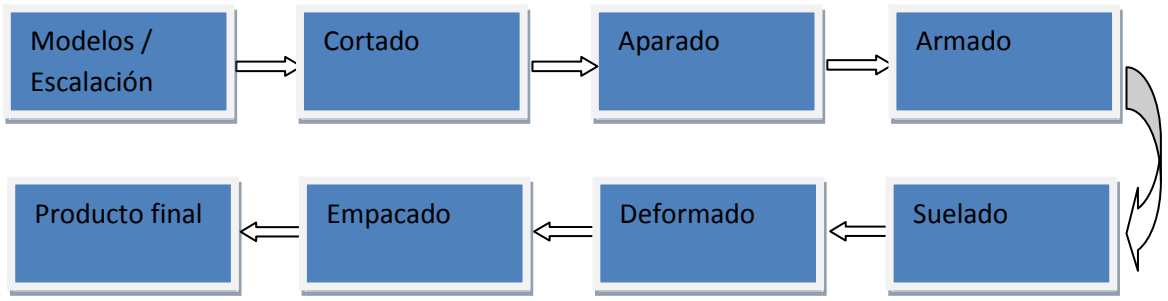
Ingeniería de producto

El proceso productivo para la confección del calzado se indica en el siguiente cuadro:

Etapa de fabricación	Persona que realiza el trabajo	Producto de la etapa	Etapa
Fabricación de los modelos. Los modelos se fabrican con la finalidad de crear el primer par de zapatos (prototipo) que luego se fabrica. Aquí se ensayan los colores, cueros, texturas.	Modelista	Modelos	Desarrollo de producto
Escalación de los modelos. Una vez que los modelos están aprobados para ser comercializados, se realizan los moldes de escalación. El modelo se realiza en talle 37 y la escalación consiste en realizar el resto de los talles, desde 35 hasta 40.	Modelista	Moldes y matrices de corte	Desarrollo de producto
Cortado: en esta etapa de fabricación se cortan las planchas de cuero previamente marcadas.	Cortador	Cuero cortado	Fabricación
Aparado: aquí se cosen las partes de cuero. Dependiendo de los modelos puede ser desde 5 partes hasta 14 partes.	Aparadores	Cuero cosido	Fabricación
Armado: se selecciona la horma de acuerdo de acuerdo al talle a conformar, se fija la planta a base de clavos y cemento, esto se hace manualmente. Luego se utiliza una máquina de sentar bases para presionar y que quede bien montado y conformado el zapato. Se montan puntas y talones. Después se realiza el proceso de asentar que consiste en hacer que el corte asiente perfectamente en la horma	Armadores	Producto intermedio	Fabricación
Suelado: Las suelas se compran ya fabricadas Primero se marca la suela, después se realiza el cardado,	Sueladores	Producto intermedio	Fabricación

en la parte de la suela que se ha de pegar. Se hacen unas hendiduras para que el pegamento se impregne mejor y posteriormente se coloca el contrafuerte y la suela.			
Deformado: se ajusta lo sobrante de suela, se coloca el taco y se lo clava.	Deformadores	Producto intermedio	Fabricación
Empaque: se pegan las plantilla se pintan los cantos de suelas y forros. Se quitan las manchas del zapato de residuos del proceso productivo. Se imprime el número de modelo y se lo coloca en su respectiva caja para la venta.	Empacadores	Producto final	Fabricación

En resumen, el flujo de fabricación sería el siguiente:



Ingeniería de manufactura

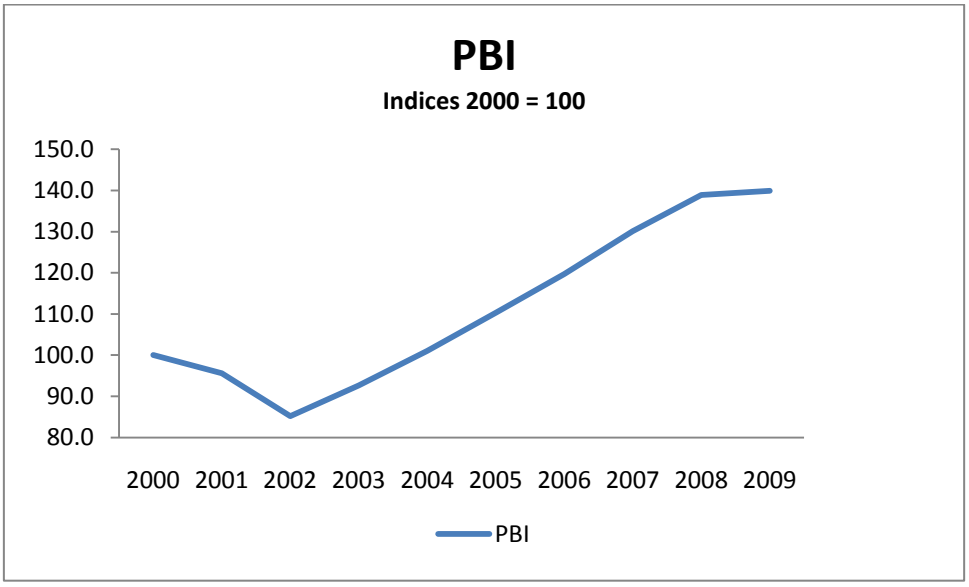
Para llevar a cabo el proceso de fabricación del calzado se instalara la siguiente maquinaria

Maquina	Potencia instalada	Cantidad
Troqueladora	2 hp	1
Máquina de coser	0.5 hp	4
Hormas	-	200
Maquina de sentar bases	Neumático: 70 PSI	1
Maquina de raspar	0.2 hp	1
Maquina de lustrar	0.5 hp	1
Maquina de montar tacos	Neumático: 70 PSI	1
Compresor	5 HP	1
Herramientas de mano	-	-
Mesa de empaque	-	2
Carro de armado	-	2
Carro de deformado	-	2
Caballete	-	2

- Troqueladora: en esta máquina se lleva a cabo el cortado del cuero. Se introducen las planchas de cuero y luego bajan las matrices, resultando las partes que conformaran el calzado. La ubicación de los cortes que conformen el calzado debe ser tal que se eviten las imperfecciones del cuero del animal. Su accionamiento es eléctrico e hidráulico. Consta de un motor eléctrico que realiza trabajo sobre una bomba hidráulica para darle movimiento el balancín.
- Máquina de coser: es una máquina de coser industrial, similar a la que se usa en la industria textil.
- Hormas: sobre las hormas se conforma el calzado Permite que se pueda clavar, pegar y manipular de forma segura.
- Maquina de raspar: comúnmente conocido como lijadora. Permite realizar hendiduras en la suela y material pegar para lograr una mejor rugosidad y el pegado cemento (pegamento) sea más efectivo. Esta máquina es accionada por un motor eléctrico.
- Maquina de sentar bases: esta máquina permite presionar la parte superior del calzado contra la suela para lograr una correcta adherencia del cemento. Esta máquina es accionada por el sistema de aire comprimido.
- Maquina de montar tacos: esta máquina lo que permite es clavar los tacos. Es accionada neumáticamente. La presión del aire empuja al clavo dejándolo solidario con el resto del calzado.
- Maquina de lustrar: esta máquina consta de dos rodillos, uno a cada extremo del eje de accionamiento, donde van montados discos fabricados en un material suave (generalmente lana de oveja) que permiten acercar el zapato y lustrarlo. Esta máquina es accionada mediante un motor eléctrico.
- Compresor: este equipo comprime aire atmosférico para accionar todo el sistema neumático (maquina de sentar bases y maquina de montar tacos). Es un equipo de baja capacidad, por lo que un compresor alternativo es el equipo indicado para este tipo de aplicación.
- Mesa de empaque: consiste en una masa donde se realiza el proceso de empaque descripto anteriormente.
- Carro de armado: es un carro donde se colocan los zapatos que están en proceso de fabricación.
- Carro de deformado: es un carro donde se estacionan los zapatos en sus hormas para permitir el secado del cemento.

ANEXO 2: Análisis Macroeconómico Argentino[16]

En 2009, tras seis años de crecimiento intenso, la economía argentina experimentó una marcada desaceleración, y se estima que el crecimiento económico fue del 0.7%. Si bien a lo largo del año se registró una cuantiosa salida de capitales privados y, en ciertos momentos, las incertidumbres económicas y políticas se reflejaron en los mercados financieros, el elevado superávit de la balanza comercial (resultante de una mayor reducción de las importaciones respecto de la de las exportaciones) y la disponibilidad de reservas acumuladas previamente contribuyeron a que la política macroeconómica conservara su capacidad para regular la evolución del mercado cambiario y los niveles de liquidez. Así, no se produjeron tensiones financieras severas y la demanda de títulos locales se recuperó significativamente a lo largo del período, en consonancia con la evolución internacional.

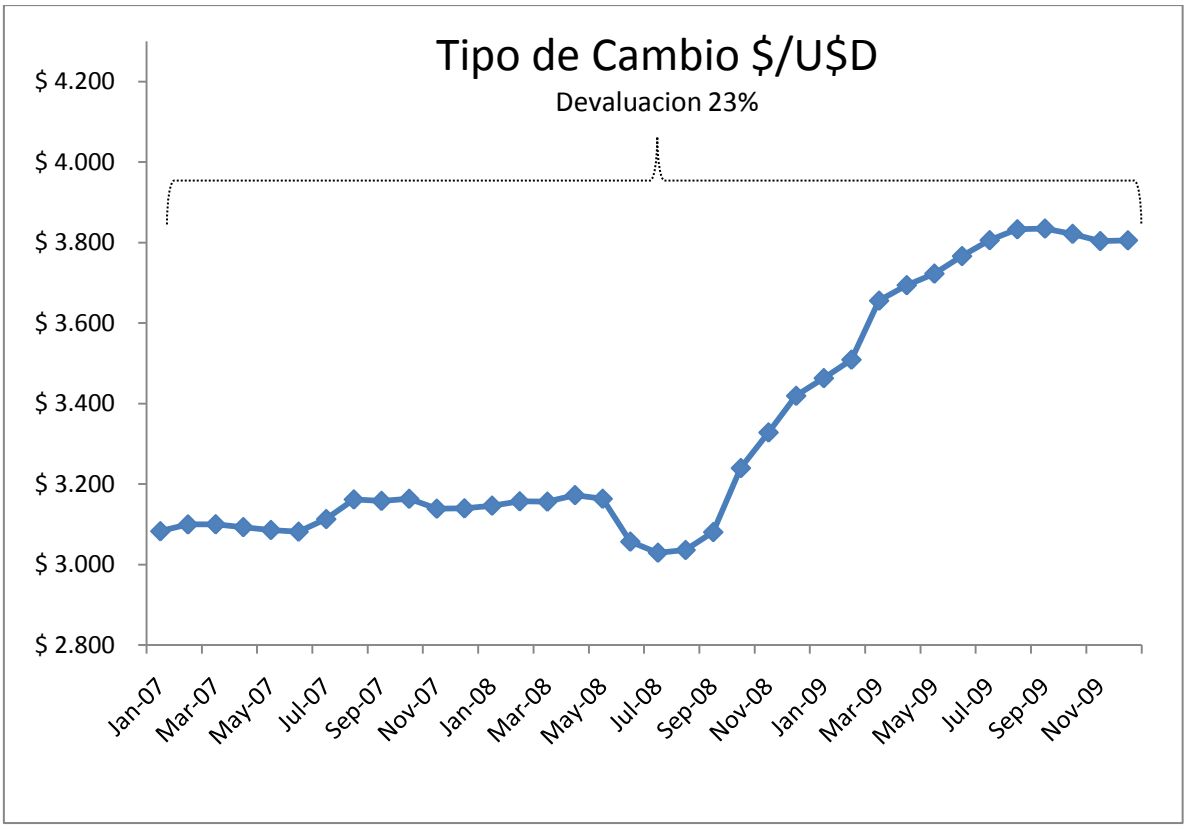


Análisis del tipo de cambio $/U$D[17]

En un contexto en que las intervenciones para compra y venta de moneda extranjera por parte del banco central resultaron en una leve variación acumulada de las reservas, el tipo de cambio respecto del dólar se elevó en torno al 23% entre enero de 2007 y diciembre 2009. Esto implicó una depreciación significativa, nominal y real, respecto de las monedas de sus socios comerciales (como el Brasil y la Unión Europea) que se apreciaron en relación con el dólar.

[16] CEPAL: Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2009

[17] Relevamiento propio.



Recaudación Impositiva

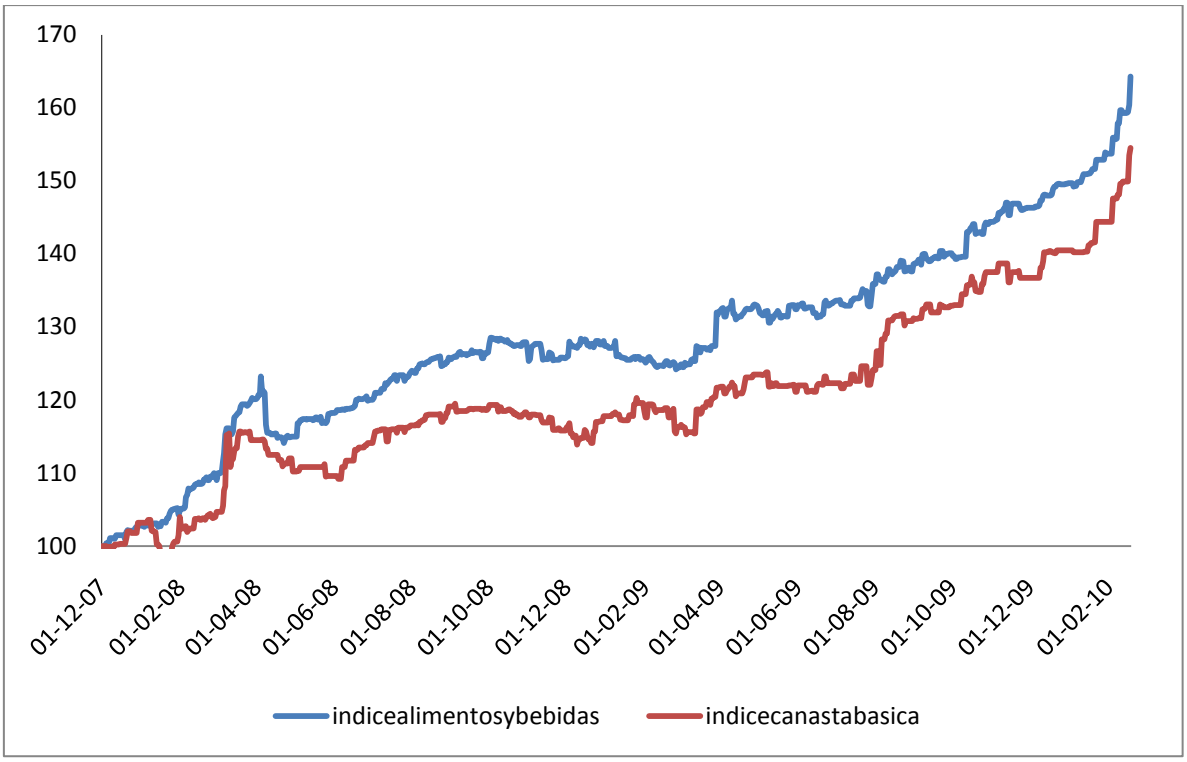
La disminución de la recaudación impositiva, junto con el incremento significativo del gasto del gobierno, se tradujeron en una merma del superávit primario del sector público nacional, mientras que algunos gobiernos provinciales experimentaron dificultades de financiamiento.

Inflación[18]

Asimismo, en 2009 se registró una aceleración del ritmo inflacionario, hecho que está reflejado principalmente por las estadísticas privadas. La tasa de inflación tuvo una repercusión importante sobre los indicadores de pobreza e indigencia, aunque las diferencias observadas entre las distintas mediciones oficiales y privadas dieron lugar a debates sobre el grado de mejoría de los indicadores sociales.

Según estadísticas privadas, la inflación entre fines de 2007 y principios de 2010 fue de 64% (18% anual) para alimentos y bebidas y 54% (156% anual) para la canasta básica.

[18] Datos extraídos de www.inflacionverdadera.com.ar



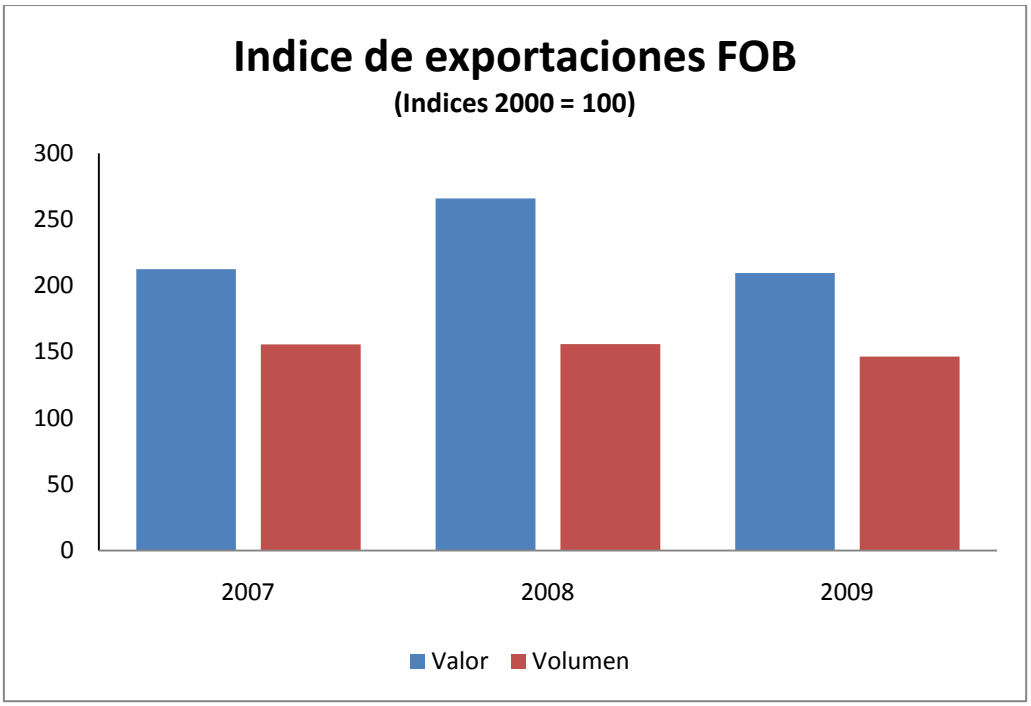
Exportaciones-Importaciones

Las condiciones internacionales se manifestaron en un deterioro de los términos de intercambio externo, aunque estos se mantuvieron en valores históricamente elevados. Al mismo tiempo, la actividad agropecuaria, que presentó un gran dinamismo en los años previos, se vio afectada por una grave sequía y un debilitamiento de las expectativas del sector. La reducción de la demanda interna y externa, que se venía observando desde fines de 2008, repercutió en la producción industrial, pese a que se mantuvo el volumen de consumo de bienes no duraderos. A su vez, la construcción sufrió una leve contracción. La inversión en equipos duraderos de producción experimentó una merma significativa, aunque a partir de valores elevados.

En cuanto a las transacciones externas, tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron fuertes reducciones. En consecuencia, se incrementó el ya elevado superávit comercial y se registró un saldo negativo de las cuentas de capital y financiera. Durante los tres primeros trimestres de 2009, los movimientos cambiarios privados por conceptos financieros acumularon un egreso de unos 13000 millones de dólares, con un máximo de 5800 millones de dólares en el segundo trimestre y una fuerte reducción de 2300 millones de dólares en el tercero. Las intervenciones del banco central, ya sea para la compra o venta de divisas, permitieron mantener las reservas internacionales, que alcanzaron alrededor de 47000 millones de dólares a mediados de noviembre, cifra levemente superior a la registrada a fines de 2008. Además, estas se vieron favorecidas por una asignación de derechos especiales de giro por un monto de 2650 millones de dólares. Asimismo, el banco central estableció acuerdos de canje de monedas con sus contrapartes de China y el Brasil.

Los precios de exportación se redujeron un 18% en los primeros diez meses del año, lo que compensó en parte las fuertes alzas registradas en 2008. A su vez, los volúmenes de exportación decrecieron un 10% en ese período Los valores exportados fueron significativamente inferiores a los registrados un año antes, con reducciones especialmente

intensas en los productos primarios (47%, tanto en precio como en volumen) y los combustibles (30%, pese al incremento de los volúmenes), y más leves en las manufacturas industriales y agropecuarias Las importaciones se redujeron un 33% en diez meses (-7% en precios). La reducción fue muy marcada en los bienes de capital, intermedios y de consumo.



Créditos

Ante un escenario económico recesivo, la política económica respondió con diversos instrumentos. El gobierno se orientó a mantener la inversión pública y movilizar los recursos transferidos al sector público (debido a la reforma del sistema previsional implementada en 2008) a fin de orientar la oferta de crédito particularmente hacia las actividades de producción de bienes duraderos y de construcción. Asimismo, se concedieron ayudas a las empresas para facilitar los pagos de salarios, aunque sujetas al mantenimiento de la cantidad de personal, y se recurrió a las normas que regulan las importaciones a fin de orientar la demanda hacia bienes de origen interno. Por otra parte, se redujeron los impuestos sobre los ingresos de los asalariados y se implementó una moratoria para las obligaciones previsionales y tributarias, incluida la exteriorización de los activos no declarados. Hacia fines del año se dispuso que los desempleados y trabajadores no registrados reciban una asignación mensual por cada uno de sus hijos.

Política Financiera del gobierno

La política financiera del gobierno, enfrentado a fuertes restricciones que limitaron el acceso al crédito externo, estuvo dirigida a reforzar las expectativas de cumplimiento del servicio de la deuda y a plantear la regularización de las obligaciones con el Club de París y con los tenedores de bonos que se habían excluido de la reestructuración llevada a cabo en 2005.