



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO FACULTAD DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA MAESTRIA EN FINANZAS**

***TESIS***

***Tema:***

***“Análisis de las consecuencias de la Inflación en el Mercado de  
Capitales Argentino”***

Alumno: Marcelo Lanche Bode

Directora: Irene Wasilevsky

Presentación: diciembre 2015

## Contenido

Síntesis .....	4
Introducción .....	6
Capítulo I .....	8
El Mercado de Capitales Argentino .....	8
Definición.....	8
Integrantes del Mercado de Capitales Argentino .....	9
Inversión en los Mercados de Capitales.....	11
Capítulo II.....	15
Evolución del Mercado de Capitales Argentino .....	15
Caracterización del Mercado Argentino .....	15
Capítulo III.....	21
La Inflación.....	21
Definición.....	21
La inflación crónica y la hiperinflación .....	22
Los costos de la inflación alta e inesperada .....	23
Capítulo IV .....	26
La Inflación y los Mercados de Capitales: Casos históricos.....	26
El Caso del Mercado de Capitales Estadounidense (1977-1982) .....	26
El Caso del Mercado de Capitales Argentino (1975-1980) .....	29
Capítulo V.....	31
Efectos de la Inflación en el Mercado de Acciones Argentino.....	31
Relación entre la tasa de inflación y el rendimiento de las acciones .....	31
Análisis estadístico de la Inflación y la Rentabilidad del Mercado de Acciones Argentino. ...	33
Efectos de la Inflación en la Emisión de Acciones .....	39
Capítulo VI .....	41
La Inflación y los distintos sectores del Mercado Accionario .....	41
Efectos de la Inflación sobre el Índice Merval .....	41
Análisis estadístico de la relación IPC - Merval .....	43
La Inflación y las principales acciones del Merval.....	44
Capítulo VII .....	49
La Inflación y la Emisión de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros .....	49
La Emisión de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros en la Argentina .....	49

Efectos de la Inflación sobre las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros. .	51
La demanda actual de Valores de Deuda con Oferta Pública en la República Argentina.....	55
Capítulo VIII.....	65
Consecuencias de la Inflación en las Preferencias de los Inversores.....	65
Evolución de los Montos Negociados en la BCBA .....	65
Características de las Cauciones y de los Títulos Públicos en el Mercado Argentino .....	68
Conclusiones .....	73
Bibliografía .....	77

### **Síntesis**

Cuando una economía se sumerge en un proceso inflacionario, se presentan diversos inconvenientes para el desarrollo de las actividades productivas. Desde el punto de vista empresario, aparece la dificultad de obtener fondos a un plazo suficiente como para abordar los proyectos de inversión que su emprendimiento requiera y a una tasa de financiación inferior a la rentabilidad del mismo. Del otro lado del proceso de financiación, encontramos los problemas con que se encuentra un ahorrista al intentar detectar un destino para sus fondos que le permita obtener una rentabilidad suficiente para evitar perder poder adquisitivo ante el constante incremento en el precio de los bienes.

El presente trabajo intenta describir el posible comportamiento del Mercado de Capitales Argentino como fuente de financiamiento para el sector empresario y resguardo contra la inflación para los ahorristas, en un contexto macroeconómico caracterizado por la persistencia de un fenómeno inflacionario.

A tal fin se procedió en primer lugar con el análisis de la evolución de la rentabilidad del Mercado Accionario como un todo desde el año 1975 hasta el año 2013 y su relación con el Índice de Precios al Consumidor, para luego trasladar este análisis a las principales acciones que lo componen. A continuación se estudiaron las consecuencias que el contexto inflacionario provocó sobre la emisión de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros, tanto en términos de tasa, como de monto, plazo y condiciones de emisión. Finalmente, se verificaron las alteraciones en las preferencias de los

inversores respecto a los principales instrumentos ofertados por el Mercado de Capitales Argentino, a fin de determinar cuáles de ellos se convierten en los mayormente solicitados por los ahorristas bajo el contexto mencionado.

Los resultados del análisis realizado, llevan a pensar que las empresas que han podido acceder al Mercado de Capitales Argentino en los últimos años, lo han hecho principalmente a través de la emisión de Obligaciones Negociables o Fideicomisos Financieros, en lugar de la apertura del capital social de la compañía. Esto último ha sido principalmente consecuencia de la inseguridad jurídica observada en el país en los últimos años. Si bien las tasas ofrecidas por estos instrumentos han acompañado el incremento general de tasas de la economía, las mismas se han mantenido por debajo de los índices de inflación consecuencia de una demanda de estos instrumentos intervenida por el Gobierno Nacional.

Al mismo tiempo, un mercado de capitales local cada vez más intervenido y reducido ha colocado al inversor que desee proteger sus ahorros en el mismo, ante tres grandes opciones. En primer lugar, inclinarse hacia los dos instrumentos mencionados en el párrafo anterior lleva al inversor a tener que aceptar tasas de interés reales negativas, aunque aún superiores a las ofrecidas por el sistema bancario, a un riesgo considerablemente bajo. La segunda alternativa para los inversores se presenta en un mercado accionario argentino, que si bien se presenta en constante reducción, en el largo plazo ha demostrado ser una eficiente protección contra el proceso inflacionario. Sin embargo, la inversión en acciones exige al ahorrista herramientas técnicas de análisis de cierta complejidad, para evitar la pérdida de su capital con los vaivenes del valor la acción seleccionada. Finalmente, la tercera alternativa para los inversores se presenta en la administración constante de sus ahorros a través de inversiones de corto plazo como los Bonos de Estado Nacional y las Cauciones. Esta alternativa si bien permite al inversor una mayor flexibilidad al momento de disponer de sus fondos, también exige movilizar su capital hacia las inversiones que considere más rentables de manera frecuente.

Por todo lo expuesto, no obstante existan herramientas que permitan a las empresas financiarse en un contexto inflacionario e instrumentos que permitan al inversor protegerse del deterioro del poder adquisitivo de la moneda, éstos en ningún caso podrán sustituir la eficiencia que resultaría de la operación del mercado de capitales en condiciones de estabilidad monetaria.

### **Introducción**

En materia investigativa, por lo general, tanto el análisis del fenómeno de la inflación, como la caracterización del Mercado de Capitales han corrido por carriles separados. Esto encuentra su explicación en el hecho de que ambos temas poseen una profundidad tal por sí mismos que sobradamente justifican el detenimiento del investigador en cada uno de ellos.

Por el lado de la Inflación, desde las ciencias económicas se ha intentado reiteradamente explicar y solucionar las consecuencias derivadas de los aumentos en los precios de los bienes, ya que éstos impactan directa y negativamente en el poder adquisitivo de las personas y en su bienestar general.

El Mercado de Capitales, por su parte, ha alcanzado su mayor nivel de desarrollo durante el siglo XX, cobrando trascendental importancia en los últimos decenios, como herramienta para la conexión entre la oferta de ahorro y la demanda de financiamiento de las empresas y gobiernos. Dado que los proyectos de inversión en los cuales se embarcan las compañías del sector privado son, por lo general, proyectos de largo plazo, es necesario brindar a estas un marco de previsibilidad acorde a la duración de estos proyectos. En este sentido, la inflación se presenta como un factor de incertidumbre para la toma de decisiones empresaria.

El presente trabajo intenta describir el posible comportamiento del Mercado de Capitales Argentino y su oferta de financiamiento, en un contexto macroeconómico caracterizado por la persistencia de un fenómeno inflacionario. El análisis se encara tanto desde el punto de vista del inversor que busca colocar sus fondos en herramientas que le brinden la rentabilidad que el mismo desea, como desde el punto de vista del emisor que necesita el fondeo para llevar adelante su actividad empresarial. Las herramientas del mercado de capitales seleccionadas para el presente estudio debido a su mayor nivel

de importancia fueron las Acciones, las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros.

En el primer capítulo, se intentará describir someramente cómo está compuesto el Mercado de Capitales Argentino. En el capítulo siguiente, se presenta la evolución del mismo y una comparación de este mercado con el resto de los mercados de Latinoamérica. En el tercer capítulo se describen las causas y consecuencias del fenómeno inflacionario. Se continúa exponiendo en el capítulo siguiente casos históricos de Mercados de Capitales bajo efectos de la inflación. Los capítulos quinto, sexto y séptimo exploran los efectos concretos que provoca la inflación sobre las herramientas detalladas en el párrafo precedente. Luego, en el capítulo octavo se abordan las consecuencias que el fenómeno inflacionario provocó sobre las preferencias de los inversores en el Mercado de Capitales Argentino, para finalmente cerrar con las conclusiones alcanzadas a partir de la presente investigación.

## **Capítulo I El Mercado de Capitales Argentino**

### **Definición.**

Un mercado puede caracterizarse, según lo indica Lo Tártaro (2000), como aquella institución donde confluyen las ofertas y demandas de distintos individuos o empresas sobre un determinado bien. El mercado debe implicar necesariamente un objeto de contratación, el cual será su mercancía, y deberá establecer una valoración de la misma, que es el precio de mercado y que surge de la conjunción de la oferta y demanda que acuden al mercado.

Siguiendo con dicho autor y en forma más específica, el Mercado de Capitales, es un mercado en el cual el bien o mercancía objeto de negociación es capital financiero. Los demandantes de este bien son las empresas y los Estados, mientras que los oferentes son los inversores, tanto a nivel personal como colectivo o institucional. El vehículo que posibilita la conexión de ambas partes es conocido como “instrumento financiero”, entre los que se pueden contar a los títulos públicos, las acciones, las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros, entre otros.

En circunstancias macroeconómicas normales, el mercado de capitales cumple con las siguientes

funciones<sup>1</sup>:

- Canalización del ahorro a la inversión productiva
- Financiamiento local para empresas locales
- Flexibilidad para la generación de instrumentos de financiación
- Transparencia y efecto directo sobre la recaudación impositiva
- Multiplicador del ahorro
- Eficiencia en la operatoria de fondos institucionales
- Termómetro de la economía

### **Integrantes del Mercado de Capitales Argentino.**

El Mercado de Capitales Argentino, de manera similar a la generalidad de los mercados observados a nivel mundial, está compuesto por diferentes y múltiples entidades, que se describen a continuación.

En primer lugar, se presenta la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.), una institución estatal creada por la Ley 17.811 de Oferta Pública cuya misión es regular, fiscalizar y controlar a los participantes del mercado de capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios, políticas y objetivos de la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores, de Fondos Comunes de Inversión, Fideicomisos Financieros, Obligaciones Negociables, Calificadoras de Riesgos y sus reglamentos, en base a la divulgación de información oportuna, completa y veraz. De la misma forma, corresponde a esta institución promover el desarrollo de un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente en beneficio del público inversor.

La Comisión Nacional de Valores tiene por finalidad última que el inversor disponga de información oportuna e íntegra sobre los distintos valores y sus emisores, que los intereses de los participantes en el mercado de capitales se encuentren debidamente protegidos, que haya integridad, responsabilidad y ética en las distintas transacciones y que los mercados de capitales se desarrollen de forma sana, segura, transparente y competitiva.

---

<sup>1</sup> Wasilevsky, I. (2012). "El mercado bursátil en la Argentina". Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, [www.fundacionbolsa.com.ar/uploads/materiales/113.pdf](http://www.fundacionbolsa.com.ar/uploads/materiales/113.pdf) (pp. 6).

Las atribuciones de la C.N.V. se encuentran descritas en la ley 26.831 de Mercado de Capitales y, entre las más importantes, se encuentran las siguientes:

- Supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables;
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables;
- Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables;
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar de los mercados y los agentes registrados;
- Requerir informes y realizar inspecciones e investigaciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización.
- Adoptar las medidas administrativas y disciplinarias que sean necesarias para asegurar la correcta aplicación de sus principios, políticas y objetivos.
- Promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores;
- Propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales;

Continuando con la descripción del Mercado de Capitales Argentino, resulta fundamental destacar a los mercados en sí mismos, los cuales son sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública. Es decir que en el ámbito propiciado por los mercados, distintos agentes registrados en CNV proceden con la negociación de valores negociables autorizados para su oferta pública.

Concretamente, los agentes registrados en la CNV son personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la misma para realizar, en relación a valores negociables, actividades de negociación (actuación

como intermediario dentro de los mercados), de colocación y distribución (a través del desarrollo de canales para alcanzar dichos objetivos), de corretaje (por medio de la puesta en relación de dos o más partes), de liquidación y compensación, de custodia y depósito colectivo, de administración (incluye sociedades gerentes de fondos comunes de inversión y fiduciarios financieros) y custodia de productos de inversión colectiva y, finalmente, de calificación de riesgos.

### **Inversión en los Mercados de Capitales.**

Lo Tártaro (2000) manifiesta que, entre los principales motivos por los cuales es recomendable la inversión de fondos en un mercado de capitales, se puede mencionar en primer lugar, que los mismos están supervisados y controlados por la Comisión Nacional de Valores la cual, como se mencionó anteriormente tiene entre sus principales objetivos la protección del público inversor. En segundo lugar, estos mercados ofrecen una serie de alternativas que posibilitan encontrar un instrumento acorde a las necesidades de cada tipo de inversor. En consecuencia, cada uno de ellos puede elegir el valor de preferencia en función al rendimiento que espera obtener y al riesgo que está dispuesto a asumir.

Debido al gran número de operaciones que se realizan diariamente, los mercados de capitales ofrecen también una adecuada formación de precios de los valores debido al libre juego de la oferta y la demanda.

Por último, las inversiones realizadas a través de los mercados de capitales poseen una gran liquidez. Esto significa que, en caso de necesitarlo, es posible deshacerse de la inversión en cualquier momento.

Los activos financieros en los cuales se puede invertir son títulos emitidos por los agentes económicos demandantes de fondos y constituyen un medio de mantener riqueza para quienes lo poseen. Se trata de un activo para los oferentes de fondos y un pasivo para los demandantes de capital financiero. Activos y pasivos financieros son pues las dos caras de una misma moneda (inversión-financiación).

El mencionado autor realiza una clasificación de los activos financieros de gran utilidad, segregando los mismos según el tipo de agente emisor. Así, encontramos en primer lugar los títulos de *Deuda Pública*, correspondientes a obligaciones emitidas por el estado. El encargado de emitir la deuda es el Tesoro, que fija sus características y decide la frecuencia de su salida al mercado. Por su parte, el Banco Central actúa como agente del Tesoro encargándose de todas las operaciones: emisiones, pagos, amortizaciones, etc. Entre este tipo de activos podemos encontrar:

- *Letras del Tesoro*: tienen un plazo de vencimiento menor a un año desde su fecha de emisión. Los inversores las adquieren a un precio inferior a su valor nominal, el cual recibirán en la fecha de vencimiento.
- *Bonos*: son obligaciones del Tesoro a más largo plazo. La renta que otorgan puede ser fija o variable. En este último caso este valor se determina en función de una tasa de referencia del mercado (usualmente es la tasa LIBOR<sup>2</sup>). El pago de los intereses se efectúa con periodicidad anual o semestral.

En cambio, los títulos de *Deuda Privada* son emitidos por compañías del sector privado y entre ellos podemos encontrar:

- *Obligaciones Negociables*: Se trata de valores de renta fija que se emiten a corto o largo plazo, por parte de empresas privadas o estatales.

Las obligaciones negociables pueden dividirse en simples y en convertibles, según confieran derecho o no a su conversión en acciones de la misma emisora. Asimismo, pueden o no llevar garantías adicionales, como ser hipotecarias, flotantes o de terceros (aval o fianza). Además, el interés que otorguen puede ser fijo o variable.

Entre las ventajas que presenta este instrumento se pueden mencionar la reducción de costos financieros, ciertas ventajas impositivas, permiten estructurar la deuda de la emisora a largo plazo, establecimiento de condiciones acordes a cada tipo de empresa.

---

<sup>2</sup> London InterBank Offered Rate, es una tasa de referencia diaria basada en las tasas de interés a la cual los bancos británicos ofrecen fondos no asegurados a otros bancos en el mercado monetario mayorista, o mercado interbancario.

- *Acciones*: son títulos valores que representan una parte proporcional del capital social de la empresa que las ha emitido. Las acciones son títulos de renta variable debido a que su rendimiento fluctúa.

La rentabilidad de las acciones se puede obtener, en primer lugar, por el cobro de dividendos, cuando la sociedad acuerda repartir entre todos los socios una parte del beneficio que esta obtiene. El importe de los dividendos varía según el resultado obtenido. Otra forma de obtener beneficios es a través de la venta de las acciones que el inversor posee, a través de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta, en el caso de que las acciones hayan aumentado su valor. La rentabilidad puede también ser negativa en el caso que el precio de venta sea inferior al precio de compra.

- *Instrumentos financieros derivados*: son un grupo de instrumentos financieros, cuyo rendimiento se encuentra sujeto al desempeño de otro activo que se conoce con el nombre de activo subyacente.

o *Futuros*: se trata de un contrato o acuerdo entre dos partes por el que se comprometen a intercambiar un activo, físico o financiero, a un precio determinado y en una fecha futura preestablecida al firmarse dicho acuerdo. Para el comprador, el contrato de futuros significa la obligación de comprar el activo subyacente al precio establecido en la fecha de vencimiento. Para el vendedor supone la obligación de vender dicho activo subyacente al precio del futuro en la misma fecha de vencimiento. Las pérdidas o beneficios dependerán de la relación entre el precio del futuro (pactado en el momento presente) y el precio de liquidación (precio del activo subyacente en el mercado y en la fecha de vencimiento). o *Opciones*: es un instrumento con el cual un inversor (el titular) adquiere a otro (el lanzador) el derecho de comprar o de vender una determinada cantidad de acciones, en un período de tiempo establecido, a un precio también fijado, pagando por ello una determinada suma de dinero. En primer

lugar, existe una transacción por la que una de las parte, el titular, adquiere el derecho a comprar o vender el activo subyacente. Luego puede tener lugar una segunda operación en la que este último, si resulta conveniente a sus intereses, ejerce el derecho, es decir compra o vende el activo objeto de la opción. Por lo tanto, la segunda operación es una derivación de la primera, y en ella compra o vende el activo a un precio determinado.

- *Fideicomiso Financiero*: es un instrumento por el cual se emiten valores negociables (Valores de Deuda Fiduciaria y/o Certificados de Participación) que tienen como contrapartida una cartera de créditos por cobrar, la cual originalmente pertenece a la empresa emisora del fideicomiso (fiduciante), pero que luego de la Oferta Pública se transforma en un patrimonio separado de esta última. También llamada *securitización*, permite transformar una cartera de créditos ilíquidos en instrumentos financieros homogéneos negociables en los mercados. Los créditos son cedidos a una entidad fiduciaria que emite valores negociables representativos de esos créditos o garantizados por ellos.

## **Capítulo II Evolución del Mercado de Capitales Argentino Caracterización del Mercado Argentino.**

Está comprobado que un bajo nivel de desarrollo del mercado de capitales limita las posibilidades de financiar proyectos de largo plazo, por lo que la inversión estará restringida a la disponibilidad de recursos propios de las empresas y de crédito bancario. Si bien este último juega un rol también importante, no suele ajustarse adecuadamente a las necesidades que plantean los proyectos de inversión.

Como se observa en el gráfico siguiente, los mercados de capitales en América Latina, principalmente a partir del dinamismo alcanzado en el transcurso del siglo XXI, exhiben un significativo incremento en sus niveles de capitalización como porcentaje del PBI. Particularmente, Chile exhibe niveles de desarrollo comparables con los de otras regiones líderes a nivel mundial.

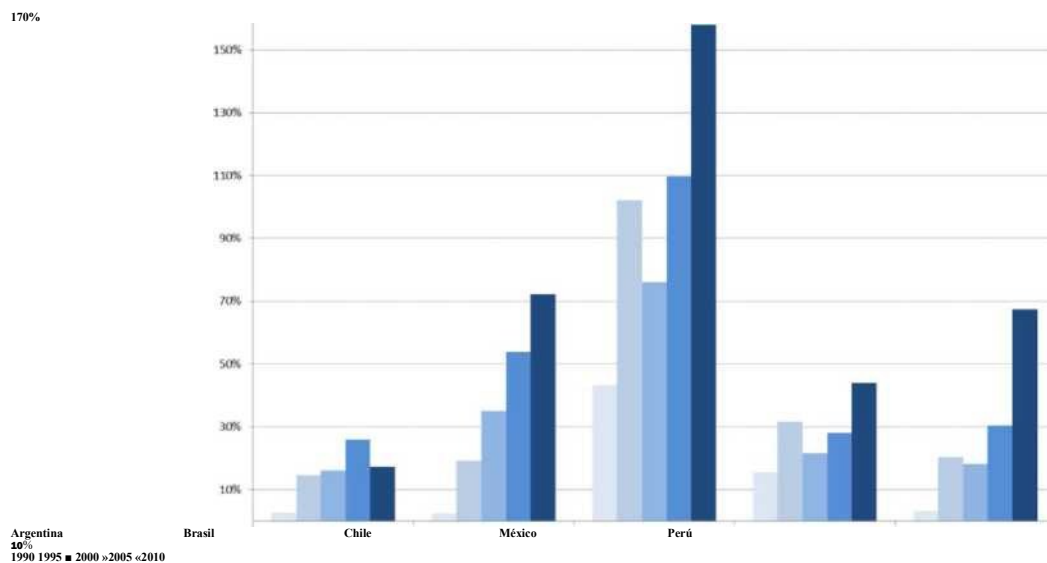


Gráfico II.1. Capitalización Bursátil como porcentaje del PBI en América Latina (datos al cierre de cada año).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la World Federation of Exchanges database y del Banco Mundial.

Como excepción de lo mencionado en el párrafo anterior, se destaca el Mercado de Capitales Argentino. Luego de recuperarse de la crisis hiperinflacionaria de 1989, su nivel de capitalización se observa estancado y muy lejos de los alcanzados por el resto de los países de la región. A finales de 2010 muestra un nivel de capitalización bursátil del 17,3% del PBI, muy similar al 14,6% observado 15 años antes. Esto evidencia un notable rezago en comparación con Brasil, Chile, México y Perú.

La situación se agrava al verificar que, a finales del año 2013 y según datos publicados en el Informe de Avance del Nivel de Actividad publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y estimaciones de la World Federation of Exchanges, el nivel de capitalización bursátil argentino resulta inferior al observado en 1995, alcanzando solo el 10,8% del PBI.

Manuelito y Jimenez (2010) aseguran que el escaso desarrollo financiero que se observó en la región hasta el año 2000, se debió a la notable volatilidad del crecimiento económico y a la inflación. Estos aspectos incrementan la incertidumbre, elevan el riesgo no diversificable de los proyectos, acortan los plazos a los cuales están disponibles los fondos, reducen la rentabilidad esperada de actividades económicas y, por lo tanto, desincentivan la inversión y sesgan el uso de fondos hacia inversiones menos productivas, el consumo y formas ineficientes de ahorro, tales como el atesoramiento de

divisas y/o bienes físicos.

La tasa de inflación ha sido históricamente elevada, situándose en niveles de un dígito solo a partir de 1999. Estos autores manifiestan que la elevada tasa de inflación junto con la implementación de políticas de control de tasas de interés, se tradujeron en tasas de interés reales negativas, lo cual desincentivó el ahorro financiero. A su vez, la existencia de altos déficits fiscales absorbió gran parte del limitado ahorro financiero.

Dentro de los factores microeconómicos que afectan y que limitan el desarrollo de los mercados accionarios en los países de América Latina dichos autores identifican los siguientes:

- a) Estructura familiar del control y resistencia a abrir el capital a inversionistas externos.
- b) Altos costos de emisión de títulos.
- c) Débil protección al accionista minoritario que lo exponen a riesgos de extracción de renta por parte del socio controlante.
- d) Límites a la participación privada/extranjera en ciertas áreas de la economía.
- e) Prácticas y normas de contabilidad y divulgación financiera insuficientes. Falta de independencia de los auditores externos.
- f) Ausencia de esquemas que favorezcan la apertura de empresas medianas.

Particularmente, en el mercado argentino, además se observan una sucesión de cambios legislativos profundos que alteraron las bases sobre las cuales se sustentaban las decisiones de inversión. Entre las principales modificaciones legales introducidas en la última década en el mercado argentino se destacan la re-estatización del sistema de jubilaciones y pensiones durante el año 2008 (las AFJP eran uno de los principales actores a la hora de la inversión de fondos en el mercado), la eliminación de la exención del Impuesto a las Ganancias para fideicomisos financieros durante el mismo año (esta exención era uno de los principales atractivos para las empresas emisoras de fideicomisos financieros) y la modificación de la Ley de Oferta Pública en el año 2012 a partir de la nueva Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales (introduce una profunda serie de modificaciones entre las que se

destaca el artículo 20, que permite ante la denuncia de un inversor minoritario, la intervención del órgano de administración de la compañía emisora de valores negociables).

Otro justificativo para el desacople observado entre la evolución del mercado argentino y la del resto de los referentes de América Latina, es que las crisis externas recurrentes han impactado en el mercado nacional de una manera fuerte y desproporcionada debido a lo reducido de este mercado. Esta afirmación se justifica con la comparación entre la cantidad de empresas que estaban autorizadas a cotizar en 1975 y las que lo están en 2013. En el gráfico siguiente, se observa que la evolución de este valor fue la inversa de la que debería haber sido, o sea, fue totalmente descendente. Gráfico II.2. Empresas Autorizadas a Cotizar en Bolsa de Comercio de Buenos Aires entre 1975 y 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la World Federation of Exchanges database.

Es indudable que la reducción del Mercado Bursátil, tiene consecuencias peligrosas debido a que está comprobado que cuanto más pequeño es un mercado, mayor es el riesgo. Esta característica lo hace más volátil ante una oscilación de los mercados mundiales, en especial cuando las acciones líderes son dependientes de otras plazas. Para reflejar el nivel de riesgo del Mercado de Capitales Argentino, se expone en el siguiente gráfico la evolución del Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires .<sup>3</sup>

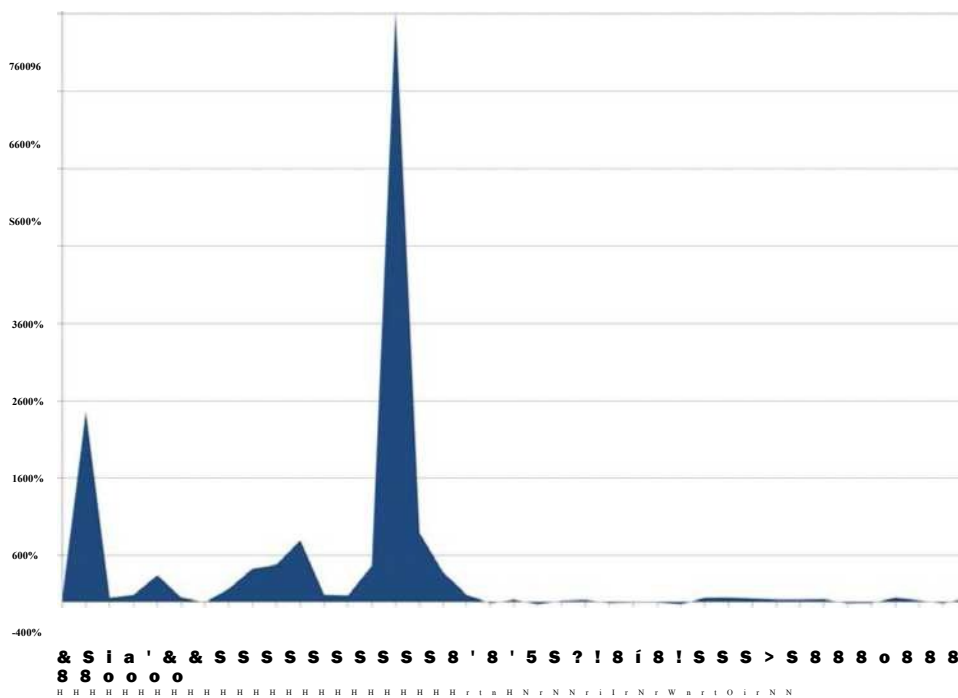


Gráfico II.3. Rentabilidad del Mercado de Capitales Argentino, período 1975-2013.  
 Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Mercado de Valores de Buenos Aires.

La rentabilidad promedio del período 1975-2013 alcanza al 382,5%, sin embargo, esta medida se encuentra altamente sesgada por los inusualmente altos valores observados entre los años 1975-1977 y 1988-1990. Evidencia de esto es la rentabilidad mediana del período, la que solo alcanza al 50,1%. Se observa también, un elevado nivel de volatilidad de la rentabilidad del Mercado Argentino, lo que lo caracteriza como un mercado con un importante nivel de riesgo. El riesgo de este mercado se ve reflejado en el desvío estándar de su rentabilidad, el cual alcanza para el período analizado al 1.265%. Esta volatilidad implica que el resultado de una inversión en este mercado es altamente impredecible y, por lo tanto, altamente riesgosa. El gráfico siguiente, restringe el análisis al período 1993-2013, con la finalidad de extraer del mismo los años más sesgados del período original.

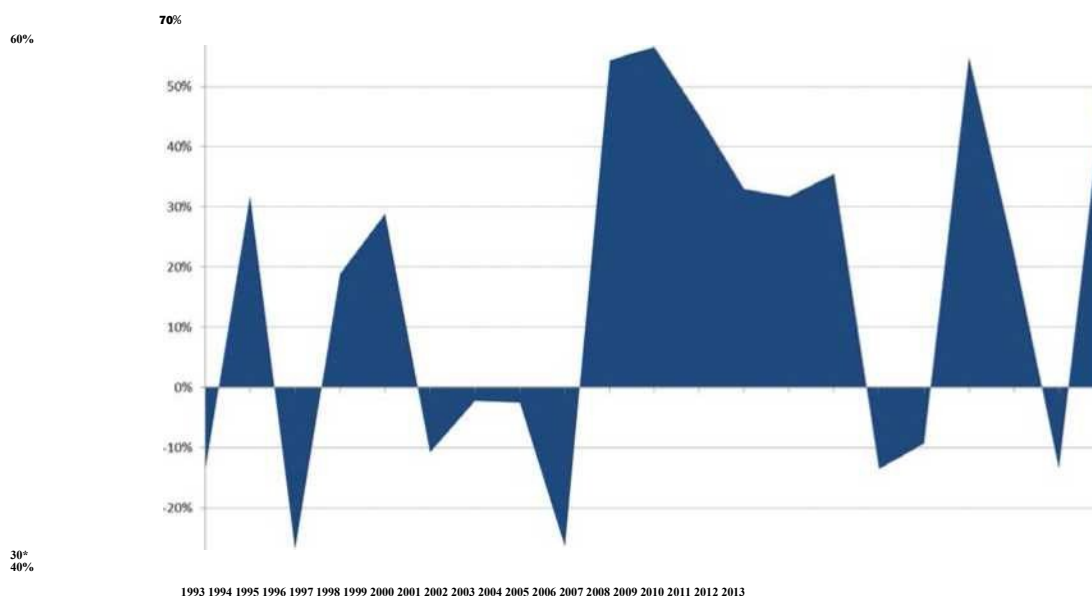


Gráfico II.4. Rentabilidad del Mercado de Capitales Argentino, período 1993-2013.  
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Mercado de Valores de Buenos Aires.

La rentabilidad anual promedio del período 1993-2013, a diferencia de lo expresado en párrafos anteriores, alcanza sólo al 16,4%, viéndose esta medida fuertemente afectada por las crisis internacionales en los años 1995 (efecto “tequila”), 1998 (efecto “vodka”) y 2009, y por la crisis nacional del año 2001. Evidencia de esto es la rentabilidad mediana del período, la que alcanza al 22,4%. El riesgo de este mercado en este período, si bien es menor que el del período 1975-2013, todavía se muestra elevado y alcanza al 28,6%. Esta volatilidad es consecuencia del hecho de que en este lapso es posible tanto encontrar rentabilidades de hasta el 56% como de -27%.

## Capítulo

### III La

### Inflación

#### Definición.

Braun y Llach (2010) definen a la inflación como el aumento sostenido y generalizado en los precios de los bienes, por lo que es necesario que los precios de prácticamente todos los bienes suban para verificar la existencia de este fenómeno.

En la Argentina, existen sobrados ejemplos de períodos de alta inflación. En el gráfico siguiente, se detalla la tasa anual de inflación entre 1970 y 2013. Del mismo se destaca que, todos los años entre 1975 y 1991 tuvieron una inflación superior al 100%. Es más, durante el año 1989 se llegó a verificar una inflación del 3100% en el año.

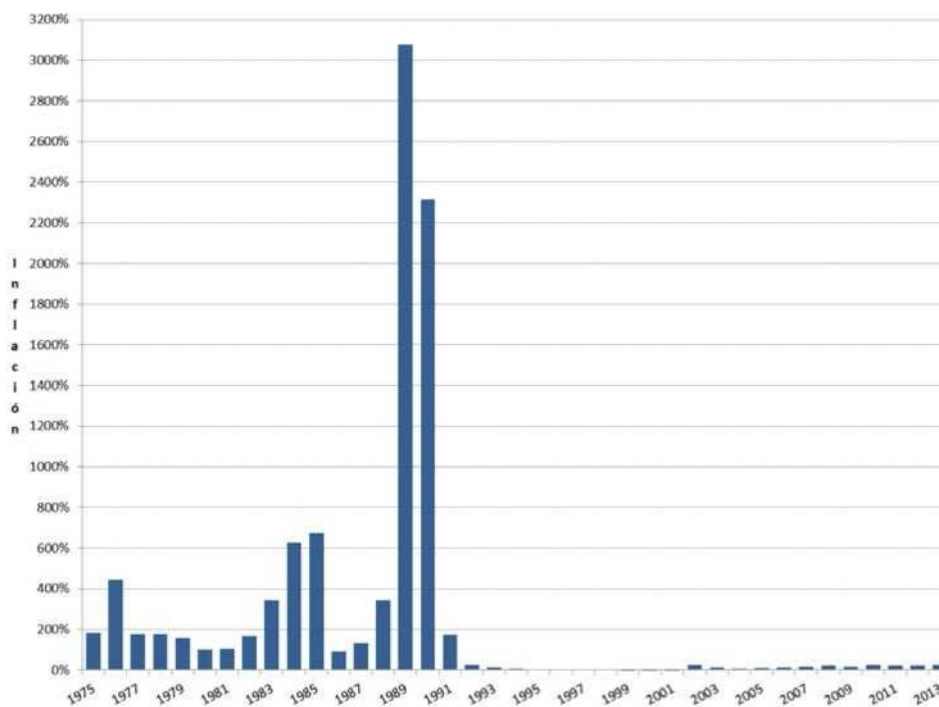
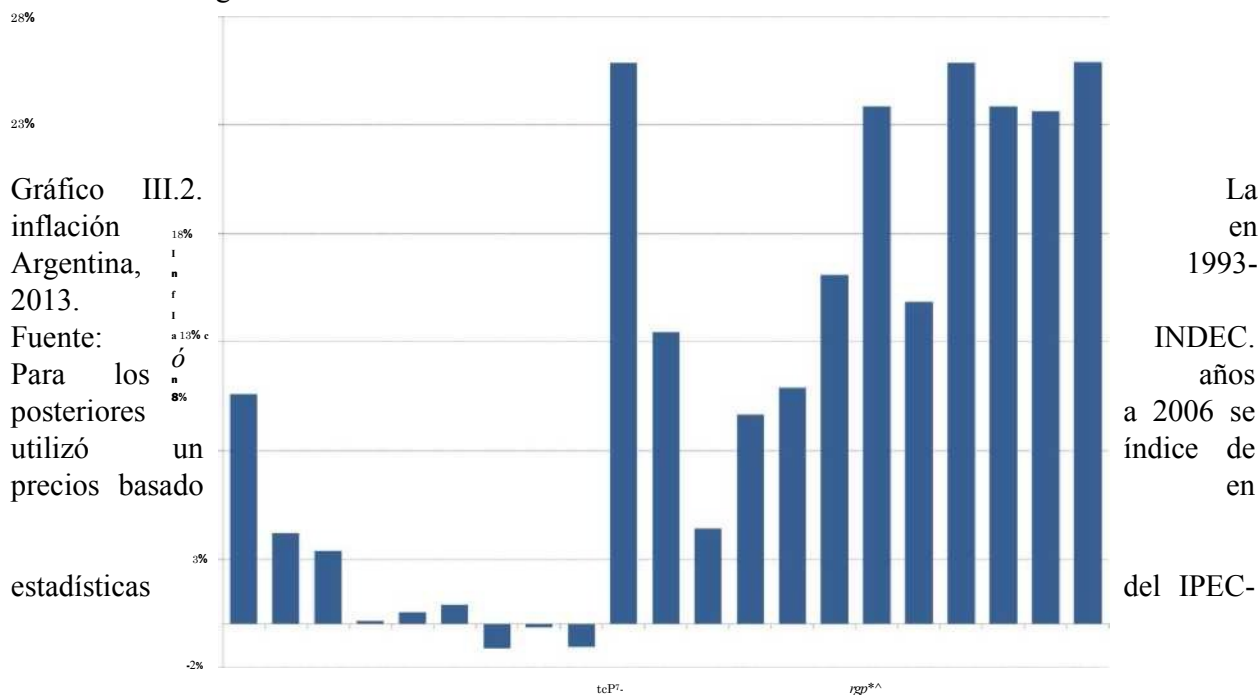


Gráfico III.1. La inflación en Argentina, 1970-2013.

Fuente: INDEC. Para los años posteriores a 2006 se utilizó un índice de precios basado en estadísticas del IPEC-SL (Índice de Precios al Consumidor de la provincia de San Luis).

A partir del Plan de Convertibilidad (1991), la inflación en Argentina fue más baja que en los cuarenta años anteriores. Hubo, incluso, años de casi completa estabilidad de precios (1995 y 1998) y hasta de deflación (1999-2001). A partir de 2006, sin embargo, la inflación volvió a niveles de dos dígitos anuales.



SL.

### La inflación crónica y la hiperinflación.

Los mencionados autores afirman que, por lo general, la inflación comienza cuando un gobierno, ente que posee el monopolio de la emisión de moneda, busca financiar su déficit fiscal a través de la creación de dinero, emitiendo más dinero que el que la economía demanda y haciendo que el poder adquisitivo de la moneda disminuya o, lo que es lo mismo, que se necesiten mayores cantidades de unidades monetarias para adquirir una unidad de un determinado bien.

Para delimitar las características de este fenómeno, es necesario realizar un par de definiciones adicionales. En primer lugar, se habla de inflación crónica cuando, durante un período de varios

años, la tasa de inflación se ubica por encima del 100% anual. Por otro lado, cuando la inflación supera el 50% mensual, el fenómeno pasa a denominarse hiperinflación. Se toma dimensión de lo que estos niveles inflacionarios implican al observar que si la inflación es de 100% los precios se duplican todos los años y si la inflación es de 50% todos los meses, los precios se multiplican por 129 en un año.

Las hiperinflaciones más recientes se asocian con la crisis de la deuda que comenzó con el default de México en 1982. Los países de América Latina tenían elevados niveles de deuda denominada en dólares, con tasas de interés variables. A principios de la década de 1980, los esfuerzos por combatir la inflación en Estados Unidos llevaron a un incremento en la tasa de interés internacional, lo cual aumentó los servicios de interés que tenían que pagar los países de América Latina, y a su vez redujo la posibilidad de refinanciar las deudas con nuevos créditos. Cerrada la posibilidad de endeudarse, la brecha entre gastos e ingresos fue cubierta con emisión monetaria, resultando en mayor inflación.

El episodio más largo lo sufrió Argentina entre 1974 y 1991. El proceso de inflación crónica y con tendencia creciente culminó con el estallido de la hiperinflación entre 1989 y 1991. La Argentina dejó de ser un país de alta inflación tras la implementación del Plan de Convertibilidad, en 1991. En todos estos años hubo una relación cercana entre el déficit fiscal y la tasa de inflación.

### **Los costos de la inflación alta e inesperada.**

En primer lugar, es claro que la inflación inesperada genera redistribuciones arbitrarias de la riqueza. Por ejemplo, si la inflación es mayor que la esperada, entonces todo aquel que tenía una deuda en pesos se beneficia, mientras que todo aquel que había prestado en pesos se perjudica. De esta manera, si una persona presta a otra una suma de dinero a una tasa del 15% y al vencimiento de la deuda se encuentra con que la inflación del período fue del 30%, entonces la tasa de interés real del prestamista fue del -15%, es decir que no solo prestó el dinero si no que pagó intereses al deudor. En consecuencia, los acuerdos entre tenedores y demandantes de fondos se distorsiona, pasando el análisis del riesgo de la inversión al plazo de misma (se hace foco en el corto plazo), se descalzan las amortizaciones de los préstamos con los flujos de los proyectos de inversión y se desvinculan las tasas de retorno de los proyectos de las tasas cobradas por los inversores.

Lo mismo que ocurre con las deudas sucede con otros contratos cuyo valor está estipulado de antemano. Con una inflación esperada, podría haber contratos salariales que previeran anuncios graduales. Si la inflación es inesperada, en cambio, el salario real será menor que el que empleados y empleadores tenían previsto cuando firmaron el contrato.

En este sentido, Streb (1998) afirma que las interrelaciones sociales y económicas están basadas en una determinada expectativa sobre qué esperar de los demás. Estas expectativas se apoyan en un conjunto de reglas formales e informales, que cuando no se respetan se instaura la duda generalizada. La inflación implica la violación de las reglas que respaldan el cumplimiento de los contratos poniendo en duda el valor de los mismos. Erosiona la confianza entre los miembros de la sociedad y aumenta los costos de transacción de la economía.

En el caso extremo de la hiperinflación, los empresarios dedican una parte significativa de su tiempo en ocuparse de manejar dinero, en lugar de ocuparlo en que su empresa sea más eficiente. El comportamiento de las personas también cambia, intentando adquirir la mayor cantidad de bienes posible cada vez que realizan una compra (sin importar cuán realmente necesario sea el bien o su vida útil o su calidad a lo largo del tiempo) para luchar contra la pérdida del valor adquisitivo de la moneda.

Cuando la inflación es muy alta o toca niveles hiperinflacionarios, el mercado de crédito en moneda local prácticamente desaparece, porque el valor real de lo percibido al momento de la devolución del préstamo es muy incierto.

Otro problema de la hiperinflación es que los precios relativos de los bienes dejan de ser informativos respecto de la escasez de los mismos. En el tiempo en que se va de un local a otro los precios pueden subir, confundiendo al comprador. El precio de un bien dependerá más de la frecuencia con que se cambie y el cambio transcurrido desde el último aumento que de cuestiones más fundamentales como el costo de producción. En ese contexto será difícil decidir, por ejemplo, qué negocios son más rentables por lo que las decisiones de inversión no serán las mejores.

## **Capítulo IV La Inflación y los Mercados de Capitales: Casos históricos.**

### **El Caso del Mercado de Capitales Estadounidense (1977-1982).**

El mercado de capitales de los Estados Unidos, un mercado verdaderamente internacional y desarrollado, a finales de los años '70s soportó altas tasas de inflación por primera vez en su historia.

El hecho de que las tasas inflacionarias alcanzaran hasta el 20%, produjo un verdadero shock en los distintos participantes de ese mercado.

Eduardo Mestre, en una conferencia patrocinada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Banco Interamericano de Desarrollo realizada en el año 1981, expuso el impacto que las condiciones inflacionarias produjeron en los participantes del mencionado mercado, los ajustes que realizaron para adaptarse al fenómeno inflacionario (haciendo énfasis en los instrumentos que surgieron durante esa experiencia) y los motivos del fracaso por parte de las tasas de interés flotantes en convertirse en un instrumento popular para prestatarios y prestamistas.

En primer lugar la comunidad inversionista, consecuencia del fenómeno inflacionario nunca antes mencionado, incrementó su percepción del riesgo respecto a títulos de renta fija y pasó a examinar más detenidamente los retornos reales procedentes de los títulos-valores, para terminar optando por inversiones cuyo vencimiento operaba en plazos más cortos.

Muchos inversionistas institucionales se alejaron rápidamente de las inversiones de renta fija y se dirigieron hacia valores en acciones, debido a la expectativa que existía en ese entonces respecto a que las acciones producirían a la larga una más efectiva protección contra la inflación. Estas expectativas fueron contrariadas por el rendimiento negativo arrojado por el mercado de acciones durante 1981.

Por el lado de los emisores, las elevadas tasas de interés junto con la inestabilidad financiera experimentada, alentaron a las empresas a financiarse a corto plazo en lugar de optar por plazos

más largos. La inestabilidad de la tasa de interés hizo más difícil fijar un precio a las emisiones de nuevos bonos a largo plazo, sembrando la duda sobre el costo de financiamiento hasta el momento mismo en que los suscriptores cerraban sus compromisos.

Como agravante a este problema se observaron rápidos incrementos en las emisiones de bonos a mediano y largo plazo del gobierno que desplazaron la emisión de bonos por parte de las empresas privadas.

Al mismo tiempo, los efectos de la inflación sobre los balances de las empresas, provocaron mayores necesidades de financiamiento externo de las compañías. Durante la década de 1970, la proporción que las ganancias de las empresas representaban sobre los ingresos totales declinó a menos del 10%<sup>4</sup> por la creciente influencia de la inflación sobre los costos, aumentando la dependencia de las empresas de los mercados financieros como medio de expansión. Debido a esto, se observó un desplazamiento de las empresas estadounidenses hacia los mercados de corto plazo donde, por lo general, financiaron sus necesidades de capital de trabajo.

Resultó evidente, en este contexto de cancelaciones de deuda de largo plazo y renovaciones de deudas de corto, que la estructura del crédito de las empresas de los EE.UU., se deterioró significativamente.

Como reacción a lo mencionado precedentemente, se observó en primer lugar una proliferación de nuevos instrumentos financieros. En segundo lugar, se verificó una creciente preferencia por los bonos de alta calificación que por lo general son activamente comercializados y, consecuentemente, son susceptibles de mantenerse líquidos durante una crisis crediticia. En tercer lugar, aumentaron las tasas de interés sobre los títulos de renta fija. Finalmente, se verificó un alejamiento de los inversionistas del mercado financiero, hacia otras clases de inversiones que se consideraron como mejores defensas contra la inflación, especialmente en bienes raíces y adquisiciones de participaciones en otras empresas.

Tal vez el logro más interesante de ese momento del mercado estadounidense, fue el surgimiento de

<sup>4</sup> Bruck, N. (Ed.) (1982). "Mercados de Capitales bajo Inflación". Buenos Aires: Bolsa de Comercio de Buenos Aires en cooperación con el Banco Interamericano de Desarrollo.

instrumentos innovadores. Los instrumentos introducidos en ese período fueron: obligaciones negociables convertibles en acciones, bonos emitidos debajo de la par, bonos que no devengan interés (cupón cero), bonos convertibles emitidos por debajo de su valor nominal, recompra de deuda estructurada como una operación no gravable, bonos con cobertura del riesgo de cambio y financiamiento a largo plazo cubiertos mediante la utilización de futuros de tasa de interés.

Dos de los instrumentos más importantes surgidos en esa época fueron los bonos emitidos bajo la par y el bono de cupón cero. Este tipo de títulos brindan seguridad en el retorno total, mediante la eliminación del riesgo de reinversión, por lo que los inversionistas de ese momento estuvieron dispuestos a aceptar una tasa interna de retorno más baja, traduciéndose en un costo financiero total más bajo para el emisor en un entorno de tasas crecientes.

Además, desde el punto de vista del emisor, el descuento con el cual se emiten resulta deducible de impuestos en proporción simple durante la vigencia del bono, sin resultar una erogación efectiva, por lo que este tipo de títulos brindaron beneficios adicionales.

Relacionado con este tipo de títulos, surge también la emisión de bonos convertibles en acciones emitidos bajo la par. Los inversionistas estaban dispuestos a resignar tasa de interés con tal de tener la posibilidad de convertir esos bonos en acciones, consideradas por muchos como una buena protección contra la inflación.

Uno de los últimos acontecimientos surgidos en ese momento fue el crecimiento explosivo de los mercados de futuros de tasa de interés y el uso de estos mercados como cobertura para las transacciones financieras. El Chicago Board of Trade introdujo el primer contrato sobre tasas de interés futuras en 1975. Un emisor que está planificando una emisión dentro de seis o nueve meses, pero que considera que las tasas de interés tenderán a aumentar durante ese período, podrá utilizar los mercados de futuros para cerrar o mantener su costo de financiamiento.

## **El Caso del Mercado de Capitales Argentino (1975-1980).**

González Fraga afirma que “la fuerza atrás de la inflación es el intento de cada integrante de la economía de trasladar el costo de la inflación a los demás, por lo que su característica es la volatilidad (no el incremento de los precios al mismo ritmo) y, consecuencia de esto, el acortamiento de los plazos de las operaciones financieras”<sup>5</sup>. Por este motivo, las tasas reales de interés fluctúan más que las tasas nominales de interés.

El mencionado autor afirma que esta variación de las tasas de interés que pasan a ser negativas o positivas, generó cambios de conducta tanto en los inversores como en los emisores de acciones o bonos. En los intermediarios, a su vez, se observó que prevaleció una actitud de aversión al riesgo: se acortaron los plazos y empezó a agrandarse el sistema financiero de corto plazo en detrimento de los mercados de capitales y de los mercados de valores.

En el período 1975-1980, continuando con el mismo autor, la inflación alejó a los inversores de largo plazo de los mercados de valores, quedando solamente aquellos especuladores, que pretenden una ganancia de capital y no mantener los valores esperando recibir un flujo de dividendos de los mismos. O sea, se compran valores cuando se considera que la Bolsa está atrasada respecto al incremento de los demás precios relativos y se venden ni bien se produce esa corrección. Esto es lo que explica las fuertes oscilaciones en el marco de una inflación: desaparece el inversionista que realmente compra acciones con un sentido de crecimiento y se quedan solamente los que buscan ganancias de capital en el corto plazo.

En relación a los títulos de deuda, se observó en ese período un corrimiento de los inversores desde instrumentos a tasa fija hacia títulos con tasas flotantes. Realizando inversiones a tasas variables se superaban las fluctuaciones de las tasas de interés y se podían emitir bonos a largo plazo porque siempre se adaptaría su rendimiento a las tasas nominales. Sin embargo, se presenta el problema de que los gerentes financieros acortan sus decisiones de endeudamiento porque no quieren correr los riesgos de estar tomando deudas a tasas de interés reales excesivamente positivas cuando las tasas

<sup>5</sup> Bruck, N. (Ed.) (1982). “Mercados de Capitales bajo Inflación”. Buenos Aires: Bolsa de Comercio de Buenos Aires en cooperación con el Banco Interamericano de Desarrollo.

podrían ser negativas en el futuro.

Se observó también una merma en la productividad real de la economía, debido a que la preocupación de las gerencias pasaba en ese contexto por las continuas renovaciones de operaciones en los mercados financieros, por las gestiones de endeudamiento y se adolecía de falta de planificación debido a la incertidumbre general de los precios nominales y reales de los diferentes insumos y productos.

Un mecanismo que ayudó a paliar el contexto inflacionario en los últimos dos años de la década de 1970 fue el de la indexación a través de ajustes financieros. Se trató de un sistema que establecía un índice financiero calculado sobre la base de la tasa de interés existente en un determinado período. Concretamente, se tenía en cuenta la tasa de interés mensual vigente cada día para calcular su impacto diario, y así determinar entonces el incremento de un índice de ajuste. Este sistema fue más efectivo que los ajustes por índices de precios que aparecían mensualmente en forma atrasada.

## **Capítulo V Efectos de la Inflación en el Mercado de Acciones Argentino**

### **Relación entre la tasa de inflación y el rendimiento de las acciones.**

Como se mencionara anteriormente, una economía envuelta en un contexto inflacionario impone a los ahorristas la necesidad de encontrar instrumentos de inversión que le permitan proteger la capacidad adquisitiva de su capital. En este sentido, resulta de interés conocer la capacidad de cobertura contra la inflación que presentan los distintos instrumentos disponibles en el mercado. En lo que refiere al mercado accionario, no obstante existen distintas teorías elaboradas con finalidad de determinar la capacidad que poseen las acciones de constituirse como cobertura contra la inflación, sólo es posible comprobar la existencia o no de esta protección a través de procedimientos empíricos. A continuación se realizará un análisis estadístico de la relación entre el rendimiento de las acciones y la tasa de inflación en Argentina para el período comprendido entre enero de 1975 y diciembre de 2013. A tal fin, se utilizarán datos anuales del Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos

Aires (BCBA) y de los Índices de Precios al Consumidor (IPC) publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y el Instituto Provincial de Estadística y Censos de la Provincia de San Luis (IPC-SL).

Se utilizan datos anuales debido a que el enfoque del presente estudio busca determinar la relación de largo plazo entre estas variables. Para realizar un estudio de corto plazo se deberían utilizar indicadores mensuales, lo cual presenta el inconveniente de que el índice de precios al consumidor se encuentra rezagado temporalmente respecto al índice General de la BCBA. Mientras los valores de este último son conocidos en forma inmediata, la publicación del IPC se realiza dentro de los primeros quince días del mes posterior al mes de referencia. Por este motivo es esperable que la reacción del mercado, de existir, comience a producirse en el momento de publicación de la nueva información.

Por otro lado, el enfoque de largo plazo tiene la ventaja de evitar el efecto que tienen sobre el índice de mercado eventos coyunturales de corto plazo, los cuales afectan el precio de las acciones sólo momentáneamente.

Resulta conveniente comenzar a explorar la relación entre las variables a través del análisis gráfico de su interacción. A tal fin se presenta el gráfico siguiente que muestra la evolución anual de los índices mencionados durante el período 1975-2013<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Las series estadísticas correspondientes al Índice de Precios al Consumidor presentadas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (IPC-INDEC) y el Instituto Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis (IPC-IPECSL) fueron empalmadas en el año 2006 a través de la ponderación del segundo respecto al primero ( $IPC - IPECSL_{2006} / IPC - INDEC_{2006}$ ), aplicando este ratio a cada uno de los valores presentados por el INDEC para años anteriores y tomando los valores presentados por el IPECSL desde el mencionado año en adelante.

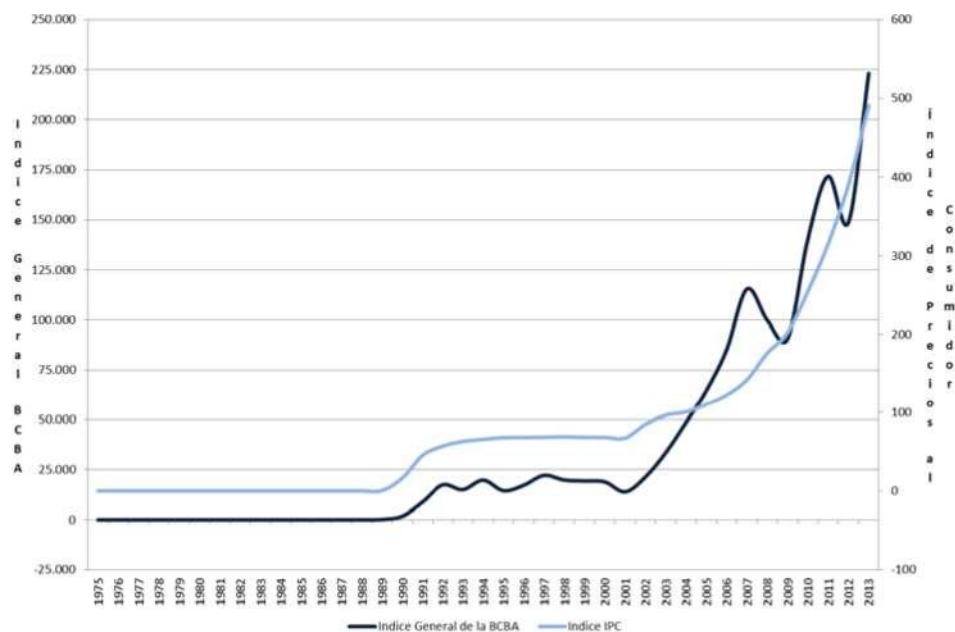


Gráfico V.1. Evolución del Índice de la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor (base 1999) para el período 1975-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Del análisis del gráfico precedente se destaca la existencia potencial de una relación a largo plazo entre la inflación y el rendimiento de las acciones, por lo que para confirmar si la misma es real o no se procede con el análisis estadístico de los datos presentados.

### **Análisis estadístico de la Inflación y la Rentabilidad del Mercado de Acciones Argentino.**

Llevando adelante un análisis de regresión lineal simple con un nivel de confianza del 95%, en el cual se toma como variable explicativa (independiente) el índice de precios al consumidor y como variable dependiente de la primera el índice de rentabilidad de las acciones, es posible determinar cuán relacionadas están las mismas.

La siguiente tabla arroja los valores estadísticos alcanzados:

Estadísticas de la regresión (período 1975-2013)	
Observaciones	39
Nivel de Confianza	95%
Coefficiente de determinación R	93,07%
Error típico	14.918,85
Valor crítico de F	0,000000000000000000000005
Alfa	-2.634,63
Beta	477,52

Tabla V.1. Regresión lineal simple entre el Índice de la BCBA y el Índice de Precios al Consumidor para el período 1975-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Las estadísticas confirman la existencia de una fuerte relación entre la inflación y la rentabilidad de las acciones argentinas. De hecho, el coeficiente de determinación  $R^2$  nos muestra que en el período analizado, la inflación explicó el 93,07% de la variación en el índice General de la BCBA. El valor crítico de “F” nos indica si la hipótesis nula se rechaza o no, siendo rechazada si su valor es inferior a 0,01. Como la hipótesis nula es que el modelo no ajusta bien los datos suministrados y el valor crítico de “F” es considerablemente inferior a 0,01, se debe rechazar la hipótesis nula, por lo que se concluye que el modelo explicativo se ajusta bien a los datos suministrados. Entonces, a partir de los valores de Alfa y Beta, sería posible estimar en forma aproximada los valores del índice de rentabilidad de las acciones del mercado argentino en función de los valores del índice de precios al

consumidor, aplicando la siguiente función: Índice

$$\text{de la BCBA}_{\text{estimado}} = 2.634,63 + \text{IP}_{\text{CSL}_{\text{estimado}}} \times 477,52$$

Finalmente, para comprobar que no existen variables ajenas al modelo que expliquen también en gran medida la relación establecida, se debe comprobar que el 95% de los residuales obtenidos del mismo (diferencias entre los valores reales del índice de rentabilidad del mercado y los valores estimados arrojados por el modelo lineal) se encuentran entre + 2 errores típicos y - 2 errores típicos, es decir, entre más y menos 29.837,70. El gráfico siguiente, nos muestra que esta condición también se cumple.

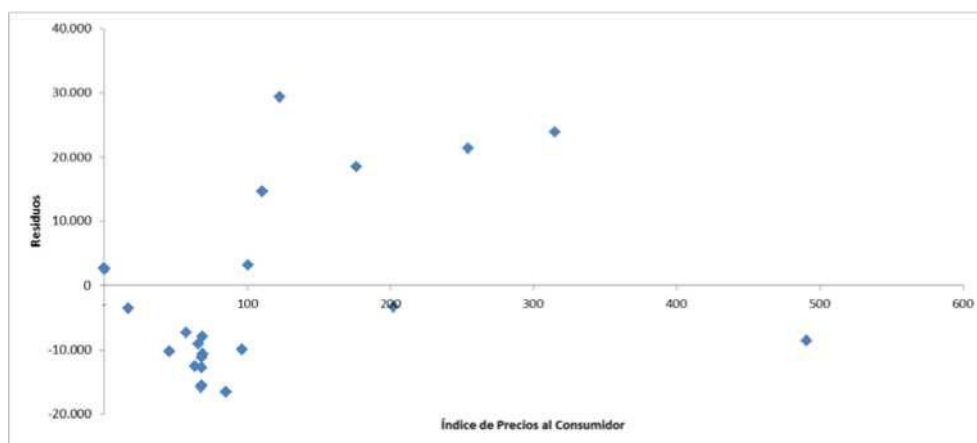


Gráfico V.2. Residuales del modelo de regresión lineal entre Índice de la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

No obstante las comprobaciones estadísticas realizadas hasta el momento, un detenimiento más detallado sobre el gráfico V.1, evidencia que es posible dividir el período analizado en tres etapas.

La primera ellas comienza en el año 1975 y finaliza en el año 1992, período de muy alta volatilidad inflacionaria. Hasta ese momento, los niveles de ambos índices comparados con los actuales, resultan tan insignificantes que se dificulta su observación en forma gráfica. Sin embargo, aún con esta salvedad, es posible observar como ambos indicadores se mueven en paralelo y, al dispararse el índice de precios al consumidor, el índice de la bolsa lo acompaña.

La tabla que se muestra a continuación, detalla los valores alcanzados por ambos índices. La variación total entre el año 1975 y el año 1992 medida como el logaritmo natural del último sobre el logaritmo natural del primero, evidencia que mientras el IPC tuvo una variación de 2.341%, el índice general de la bolsa sufrió un alza del 2.480%.

Año	IPC Empalmado	Índice Bolsa
1975	0,00000000	0,00000029
1976	0,00000002	0,00000752
1977	0,00000006	0,00001157
1978	0,00000016	0,00002233
1979	0,00000042	0,00010005
1980	0,00000084	0,00015877
1981	0,00000171	0,00015247
1982	0,00000453	0,00041621
1983	0,00002009	0,00221957
1984	0,00014597	0,01297469
1985	0,00112711	0,11671635
1986	0,00214257	0,22850600
1987	0,00495643	0,42313700
1988	0,02195476	2,41026800
1989	0,69804472	186,02379600
1990	16,85055416	1.854,48645500
1991	45,77818632	8.945,26698800
1992	57,17692765	17.372,45666667

Tabla V.2. Índices de la BCBA e IPC empalmado para el período 1975-1992.  
Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

La segunda etapa histórica dentro del período total analizado comienza en el año 1993 y culmina en el año 2001, año de la crisis del sistema de convertibilidad por el cual se había fijado la moneda nacional en un valor de AR\$ 1 igual a U\$S 1. El gráfico siguiente nos permite analizar con detenimiento el mencionado período temporal.

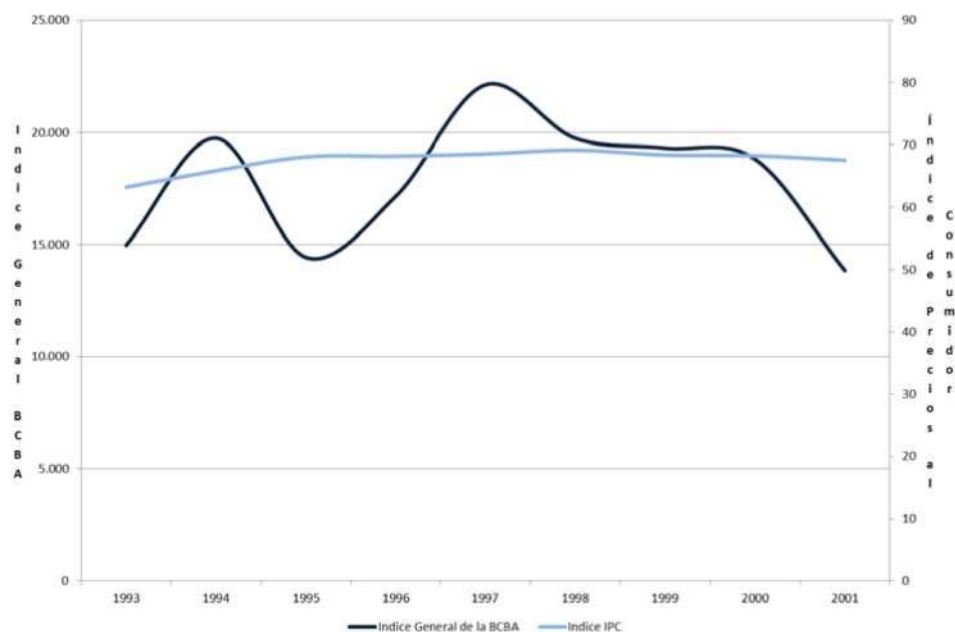


Gráfico V.3. Evolución del Índice de la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor (base 1999) para el período 1993-2001.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Se observa en el gráfico anterior como en el año 1993 el IPC alcanza una estabilización que se mantiene en torno a los 68 puntos. Se inaugura así la mayor etapa de estabilidad de precios observada durante todo el período bajo análisis, por lo que es de esperar que las variaciones en el índice de la bolsa sean explicadas por otras variables distintas a la inflación. Como se menciona en capítulos anteriores, las crisis internacionales en los años 1995 (efecto “tequila”) y 1998 (efecto “vodka”), así como la crisis nacional del año 2001, fueron determinantes de las oscilaciones observadas en el mercado accionario argentino.

Es de esperarse entonces, que la relación estadística verificada en párrafos anteriores se deteriore si se segmenta el período temporal para los años 1999 a 2001. La siguiente tabla muestra los resultados alcanzados al llevar adelante un análisis de regresión lineal acotado a este período:

Estadísticas de la regresión (período 1993 - 2001)	
Observaciones	9
Nivel de Confianza	95%
Coefficiente de determinación R	14,92%
Error típico	2.806,86
Valor crítico de F	0,304427
Alfa	-22.561,91
Beta	597,95

Tabla V.3. Regresión lineal simple entre el Índice de la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor para el período 1993-2001.

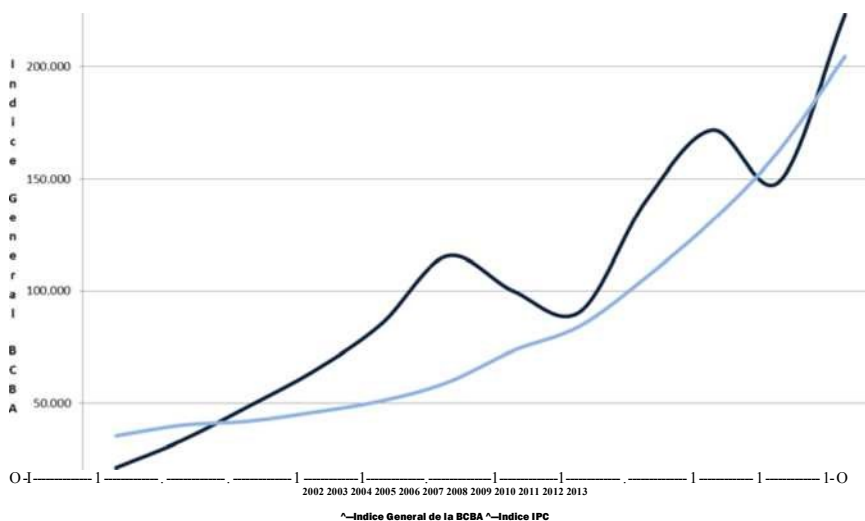
Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Los indicadores arrojados por el análisis de correlación confirman lo que se intuía, es decir, que en períodos en los cuales las variaciones de precios son muy bajas, existen otras variables que explican de manera más precisa los movimientos en los precios de las acciones. De hecho, en el sub-período establecido, las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor solo explican el 14,92% de las variaciones en el Índice General de la BCBA.

Finalmente, la última etapa clasificada dentro del período total comienza desde el año 2001, donde el fenómeno inflacionario vuelve a evidenciarse en la República Argentina de manera moderada hasta el año 2006, para luego acelerarse hasta el último año bajo estudio. El siguiente gráfico muestra la evolución de los índices estudiados durante este sub-período:

í  
d  
i  
c  
e  
C  
o  
d  
n  
e  
s  
P  
m  
r  
i  
e  
d  
c  
o

Gráfico  
del Índice  
Índice de  
1999) para  
2013.  
Fuentes:  
propia a  
Mercado  
Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.



V.4. Evolución  
de la BCBA y del  
Precios al  
Consumidor (base  
el período 2002-

Elaboración  
partir de datos del  
de Valores de

Luego de la última crisis mencionada, nuevamente vuelve a observarse como el índice General de la BCBA acompaña otra vez al IPC, pero esta vez, a diferencia de los años anteriores, a una velocidad de crecimiento mayor al primero. También a diferencia del período 1975-1992, la mayor apertura de la economía nacional a un sistema de comercio mundial globalizado muestra que las variaciones en el valor de las acciones argentinas, si bien están influidas en gran medida por la variación de los precios internos, también lo están por las consecuencias de las crisis internacionales, como por ejemplo, la del año 2009.

Es de esperarse entonces que la relación entre las variables analizadas, durante el período 2001-2013 se mantenga fuerte, pero en valores inferiores a los observados para el período completo bajo estudio. A continuación se observan los resultados del análisis estadístico que se viene realizando, pero para este nuevo sub-período:

Estadísticas de la regresión (período 2002-2013)	
Observaciones	12
Nivel de Confianza	95%
Coefficiente de determinación R	86,06%
Error típico	23.372,64
Valor crítico de F	0,000014
Alfa	15.845,31
Beta	423,70

Tabla V.4. Regresión lineal simple entre el Índice de la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor para el período 2002-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

De la tabla anterior puede observarse como el modelo de regresión establecido vuelve a ajustar correctamente la relación entre las variables, ya que el valor crítico de “F” nuevamente es inferior a 0,01. Como se presumiera, si bien la relación entre el IPC y el índice General de la BCBA es considerablemente importante, ya que el 86,06% de la variación del último se explica por los cambios en el primero, esta influencia es inferior a la establecida para el período total estudiado. Se comprueba entonces que existen otras variables dignas de analizar que influyen de manera importante en las variaciones del valor de las acciones argentinas.

No obstante esto último, a los fines del presente estudio es necesario enfocarse en la verificación de la existencia o no de una potencial cobertura por parte del mercado de acciones argentino, ante la pérdida del poder adquisitivo de una inversión en un contexto inflacionario. Desde este punto de vista, se puede verificar nuevamente como, en el largo plazo, esta cobertura efectivamente ha ocurrido. La variación total entre el año 2002 y el año 2013 medida como el logaritmo natural del último sobre el logaritmo natural del primero, evidencia que mientras el IPC tuvo una variación de 175%, el índice general de la bolsa sufrió un alza del 234%.

### **Efectos de la Inflación en la Emisión de Acciones.**

Realizar un análisis estadístico para tratar de determinar los efectos que un contexto inflacionario tiene sobre la búsqueda de financiamiento de las empresas a través de la emisión de acciones en el mercado argentino, se evidencia como una tarea poco fructífera si se tiene en cuenta lo evidenciado en el

gráfico II.2 del Capítulo II.

En el mismo se puede observar cómo, no importa el nivel de inflación por el que transita la República Argentina, la cantidad de empresas que cotizan en bolsa es por lo general decreciente, es decir, que han sido más las empresas que han dejado de listar en el mercado, que las que se han incorporado desde el año 1975 hasta el año 2013.

Como en el antedicho período las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor han sido altamente dispares, no es posible atribuir a la inflación toda la responsabilidad de este fenómeno. En Capítulo II se mencionan como factores influyentes del escaso desarrollo de los mercados de capitales los altos costos de emisión de títulos, la débil protección al accionista, entre otros. Particularmente, en Argentina la falta de seguridad jurídica manifestada en una sucesión de cambios legislativos profundos que alteraron las bases sobre las cuales se sustentaban las decisiones de inversión, la política de control de cambios y restricción a los movimientos de capitales y la posibilidad que se otorga a la Comisión Nacional de Valores de intervenir el órgano de administración de empresas que realizan oferta pública de acciones en caso de denuncia de un accionista minoritario, se presentan como factores que disuaden al empresario de buscar financiamiento a través de la apertura del capital de su empresa en el Mercado de Capitales.

Finalmente y concretamente hablando de los efectos de la inflación en la nueva emisión de acciones, es de esperarse que ante una mayor volatilidad del Índice de Precios al Consumidor, se reduzcan las Ofertas Públicas Iniciales de nuevas acciones. El motivo principal de esto es la imposibilidad de realizar una valuación de la empresa emisora en forma precisa y correcta, debido a no es posible deflacionar los flujos futuros proyectados de una forma irrefutable.

## **Capítulo VI La Inflación y los distintos sectores del Mercado Accionario.**

El análisis presentado en el capítulo precedente, enmarca de manera genérica las consecuencias que se podrían observar de un prolongado proceso inflacionario sobre el Mercado de Acciones Argentino. Ahora bien, resulta importante también profundizar sobre los efectos que el mencionado fenómeno

ocasiona en cada uno de los sectores que componen dicho mercado y sobre las acciones más importantes del mismo. Este análisis evita el sesgo que podría derivarse del hecho de incluir en un análisis general, acciones que no posean volúmenes negociados ni volatilidades significativos.

A fin de llevar adelante el mencionado estudio, se procederá con el análisis de las consecuencias de los cambios en el Índice de Precios al Consumidor sobre el Índice Merval, para luego detenernos puntualmente en los principales sectores que lo componen, es decir sobre la industria del Petróleo y Gas, los Bancos, las Telecomunicaciones, la Metalúrgica y Siderúrgica, la Distribución de Energía Eléctrica, los Holdings y las Manufacturas de Origen Industrial, analizando la rentabilidad de las acciones que mayor volumen presentan en cada uno de los mismos.

El período temporal bajo análisis se limitará a los dos últimos tramos presentados en el capítulo anterior, es decir, a los años transcurridos desde 1990 hasta 2013.

### **Efectos de la Inflación sobre el Índice Merval.**

El índice Merval fue creado por el Mercado de Valores de Buenos Aires el 30 de junio de 1986, con el objetivo de medir el valor en pesos de una canasta teórica de acciones, seleccionadas de acuerdo a criterios que ponderan su liquidez. Las acciones que componen el este índice cambian cada tres meses, cuando se procede a recalcular esta cartera teórica, sobre la base de la participación en el volumen negociado y en la cantidad de operaciones de los últimos seis meses. En la actualidad el índice se compone de una cartera de 14 acciones, pertenecientes a los sectores antes mencionados.

En la presente sección se presenta un análisis estadístico de similar enfoque al presentado en el capítulo anterior, pero considerando que el rendimiento de las acciones del Mercado Argentino se mide a través de las variaciones en el Índice Merval, para tratar de verificar los efectos que el fenómeno inflacionario provoca sobre el mismo.

Nuevamente se comienza a explorar la relación entre las variables a través del análisis gráfico de las mismas. A tal fin se presenta el gráfico siguiente que muestra la evolución anual del Índice de Precios

al Consumidor (como se define en el capítulo anterior) y el Índice Merval, durante el período 1990-2013.

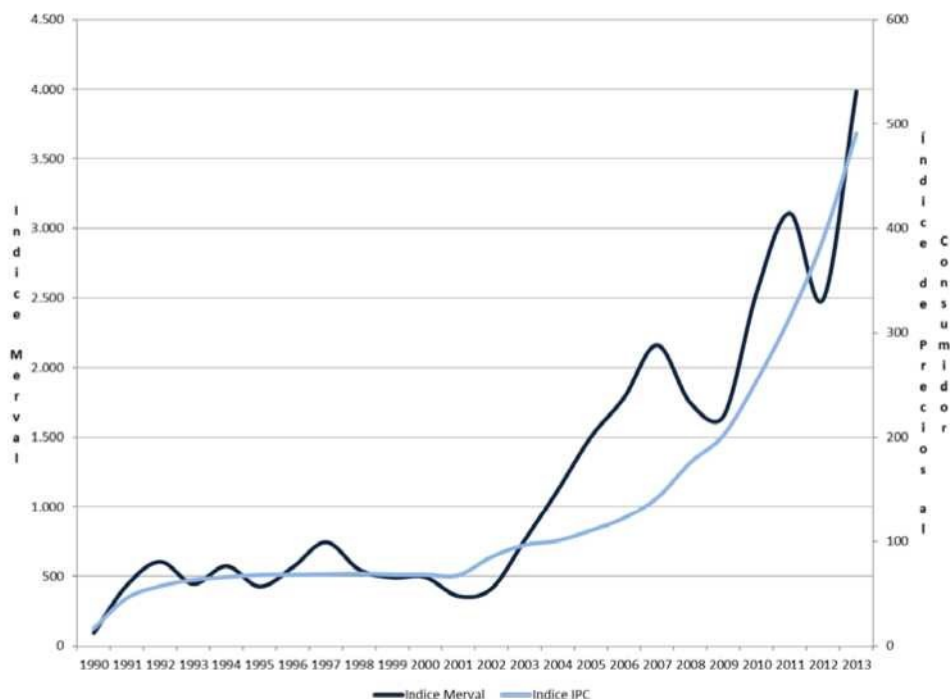


Gráfico VI. 1. Evolución del Índice Merval y del Índice de Precios al Consumidor (base 1999) para el período 1990-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

La mayor aleatoriedad del Índice Merval, parece indicar que el mismo se encuentra afectado por variables adicionales al aumento generalizado en el nivel de precios. Sin embargo, la tendencia a largo plazo del índice acompaña el movimiento del IPC, lo que evidenciaría cierto nivel de dependencia entre la inflación y el rendimiento de las acciones que componen el Índice Merval. Para confirmar si la misma es real o no se procede con el análisis estadístico de los datos presentados.

### **Análisis estadístico de la relación IPC - Merval.**

Llevando adelante un análisis de regresión lineal simple con un nivel de confianza del 95%, en el cual se toma como variable independiente el índice de precios al consumidor y como variable explicada a partir de la primera el índice Merval, es posible establecer el nivel de relación entre las mismas.

La siguiente tabla arroja los valores estadísticos alcanzados:

Estadísticas de la regresión (período 1990 - 2013)	
Observaciones	24
Nivel de Confianza	95%
Coefficiente de determinación R	87,41%
Error típico	370,79
Valor crítico de F	0,00000000002
Alfa	124,41
Beta	8,11

Tabla VI. 1. Regresión lineal simple entre el Índice Merval y el Índice de Precios al Consumidor para el período 1990-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Las estadísticas confirman la existencia de una fuerte relación entre la inflación y el Índice Merval. De hecho, el coeficiente de determinación  $R^2$  evidencia que en el período analizado, la inflación explicó el 87,41% de los movimientos del mencionado índice. El valor crítico de “F” nuevamente permite rechazar la hipótesis nula (que expresa que el modelo no ajusta bien los datos suministrados) al alcanzar un valor considerablemente inferior a 0,01, concluyendo así que el modelo explicativo se ajusta bien a los datos suministrados.

Verificada la relación entre ambos índices, es necesario ahora comprobar la existencia o no de una potencial cobertura por parte de las principales acciones del mercado argentino (medidas en general a partir del Índice Merval), del deterioro del poder adquisitivo ocasionado por el fenómeno inflacionario. Como se mencionara en el capítulo anterior, la variación total entre el año 2002 y el año 2013 medida como el logaritmo natural del último año sobre el logaritmo natural del primero de los años, muestra que el IPC tuvo una variación de 175%, en tanto el índice Merval experimentó una suba del 227%. Si bien el nivel de rentabilidad de este último es levemente inferior al presentado por el Índice General de la BCBA, se puede verificar igualmente como, en el largo plazo, se ha logrado una cobertura del fenómeno inflacionario por parte de las principales acciones argentinas.

Queda por analizar ahora, que tan efectiva ha sido esta cobertura año a año desde que el fenómeno inflacionario resurgiera en nuestro país y cuáles de las principales acciones que componen el índice han tenido menor o mayor éxito en esto.

## La Inflación y las principales acciones del Merval.

Nuevamente, la primera aproximación al análisis particular de las principales acciones que componen el Índice Merval a finales del año 2013, para determinar la efectividad que mostraron como cobertura contra la pérdida del valor adquisitivo ocasionado por el fenómeno inflacionario, conviene realizarla en forma gráfica.

En el gráfico que se presenta a continuación se observa la evolución de los precios homogeneizados de las acciones correspondientes a Pampa Energía, Tenaris, YPF, Solvay Indupa, Telecom y Grupo Financiero Galicia, en representación de los sectores Holding, Industria Metalúrgica y Siderúrgica, Industria de Petróleo y Gas, Manufacturas de Origen Industrial, Telecomunicaciones y Bancos, respectivamente. El período observado inicia en enero de 2004, debido a que en dicho mes todas estas acciones ya se encontraban cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y a partir del mismo el fenómeno inflacionario comienza a acelerarse. Se presenta en forma comparativa y realizando el mismo tratamiento analítico al Índice de Precios al Consumidor expuesto en forma mensual.



Gráfico VI.2. Evolución del precio de las principales acciones del Índice Merval y del Índice de Precios al Consumidor (base 2004) para el período 2004-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Del análisis del gráfico precedente, se destaca el hecho de que dos de las acciones mencionadas, Pampa Energía y Tenaris, tuvieron desempeños por encima del nivel inflacionario durante todo el período, mientras que Telecom, con altibajos, en general acompañó la performance del Índice de Precios al Consumidor. Por otro lado, Solvay Indupa, Grupo Financiero Galicia e YPF, no mostraron durante el período analizado la rentabilidad suficiente para cubrir al inversor de los efectos de la inflación.

Concretamente, la variación total entre el mes de enero de 2004 y el de diciembre de 2013 medida como el logaritmo natural del último mes sobre el logaritmo natural del primero de los meses, muestra que el IPC tuvo una variación de 173%, mientras que las rentabilidades totales arrojadas durante el mismo período fue de 235% para Pampa Energía, 300% para Tenaris, 182% para Telecom (configurando así el grupo cuya renta superó el índice inflacionario), 146% para Grupo Financiero Galicia, 131% para YPF y 66% para Solvay Indupa.

Por otro lado, resulta necesario analizar en forma diferencial el caso de Edenor, como representante del sector Distribución de Energía Eléctrica, debido a que dicha compañía realizó la apertura de su capital en forma pública en el mes de abril de 2007.



Gráfico VI.3. Evolución del precio de Edenor y del Índice de Precios al Consumidor (base 2007) para el período 2007-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Claramente se observa del gráfico anterior, como el rendimiento de Edenor no ha logrado durante prácticamente todo el período situarse por encima del Índice de Precios al Consumidor. Más específicamente, la rentabilidad de la mencionada empresa desde abril de 2007 a diciembre de 2013 fue negativa en -25%, por lo que no solo no representó un escudo eficiente contra la pérdida del poder adquisitivo de la moneda, si no que constituyó en sí misma una mala inversión en el largo plazo<sup>4</sup>.

Finalmente, conviene detenerse a observar cómo fue el desempeño del mencionado grupo de acciones en forma anual, para lo cual se presenta a continuación una tabla descriptiva de las rentabilidades anuales por acción en comparación con el nivel inflacionario anual.

ANO	IPC	PAMPA ENERGI	TENARIS	YPF	SOLVA Y ENERGI	TELECOM	GRUPO GALICI	EDENOR
2004	4,32%	-53,72%	40,48%	16,85%	23,94%	26,20%	22,21%	
2005	9,20%	263,91%	88,49%	22,16%	10,87%	20,59%	-17,83%	
2006	10,34%	36,57%	73,16%	-10,47%	-18,74%	41,00%	30,19%	
2007	14,91%	5,26%	-4,99%	-10,92%	29,22%	18,38%	-21,53%	27,36%
2008	21,39%	-90,14%	-66,15%	33,37%	-77,81%	-86,90%	-100,29%	-158,09%
2009	13,85%	61,66%	80,27%	11,42%	49,49%	74,65%	93,52%	77,43%
2010	22,99%	43,53%	20,58%	28,03%	-1,82%	50,34%	103,59%	54,28%
2011	21,39%	-33,28%	-12,06%	-13,58%	-65,42%	-11,74%	-74,94%	-63,10%
2012	21,22%	-71,91%	48,26%	-51,26%	-30,75%	-4,53%	45,45%	-78,99%
2013	23,04%	68,79%	32,54%	109,16%	151,73%	73,33%	73,14%	123,02%

Tabla VI.2. Rentabilidades Anuales de las principales acciones del Merval versus Inflación anual, para el período 2004-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Mercado de Valores de Buenos Aires, INDEC e IPEC-SL.

Del análisis particular de cada uno de los años especificados, se destaca el hecho de que solamente en los años 2009 y 2013, la totalidad de las acciones bajo análisis tuvieron rentabilidades superiores al nivel inflacionario experimentado en el país, mientras que por el contrario, en el año 2011 (año particularmente negativo para los mercados financieros latinoamericanos<sup>5</sup>) todas ellas sufrieron

<sup>4</sup> No se evalúa el corto plazo, donde obviamente pudieron obtenerse beneficios de la inversión en acciones de Edenor, debido a que el objetivo del presente estudio es verificar la capacidad de cobertura contra la inflación, fenómeno inherentemente de largo plazo.

<sup>5</sup> El Bovespa (Sao Paulo, Brasil) presentó una pérdida de 20,2%, el IPSA de Santiago de Chile cayó un 13,14% y el

rentabilidades negativas.

En el año 2004 solamente Pampa Energía fue incapaz de superar el incremento en el Índice de Precios al Consumidor. En cambio, durante el año 2005 Pampa Energía y Tenaris, fueron las únicas acciones del grupo bajo análisis que mostraron rentabilidades superiores a la inflación. Al año siguiente, se suman a estas dos acciones Telecom y Grupo Financiero Galicia como títulos lo suficientemente rentables como para superar al fenómeno mencionado.

Llegando al año 2007 se observa que cuatro de las acciones alcanzan rendimientos superiores al objetivo planteado (Pampa Energía, Solvay Indupa, Telecom y Edenor), mientras que el resto no lo logra. Sin embargo, al año siguiente solamente YPF contaba con un rendimiento por encima del nivel general de precios.

Como se mencionó anteriormente, el año 2009 fue un excelente año para todos los papeles mencionados, situación que se extiende al año 2010, a excepción de Solvay Indupa que experimentó pérdidas en el valor de su acción.

Finalmente, luego de un muy negativo 2011, en el año 2012 se recuperan los niveles de rentabilidad de Tenaris y Grupo Financiero Galicia, las cuales se ven acompañadas del resto de las acciones en el año 2013.

Se puede concluir entonces que si bien las acciones del Mercado de Capitales Argentino, integradas en un portafolio de inversión que replique el índice Merval, presentan la capacidad de proteger el poder adquisitivo del inversor de los efectos nocivos de la inflación en el largo plazo, no es posible repetir esta afirmación segregando cada una de las acciones en forma particular y limitando la inversión al corto plazo.

Considerando el período total bajo análisis, solamente Pampa Energía, Tenaris y Telecom experimentaron rendimientos suficientes como para superar el nivel inflacionario del país. Sin embargo, en los segmentos de tiempo intermedios, no siempre se ha repetido esta situación consecuencia de las distintas crisis que afectan al mercado y de las particularidades experimentadas en

cada sector. Por el contrario, acciones que considerando el período total no parecen buenas alternativas de inversión, en determinados años se presentan como mejores opciones a las mencionadas anteriormente. Tales son los casos de Edenor y Solvay Indupa, que en el año 2013 experimentaron los mayores niveles de rentabilidad observados en el grupo analizado.

## Capítulo VII La Inflación y la Emisión de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros

### La Emisión de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros en la Argentina.

Estancado el desarrollo del mercado accionario argentino y exhibiendo los niveles de volatilidad descriptos en el Capítulo II, las empresas argentinas debieron encausar sus necesidades de financiamiento hacia instrumentos alternativos tales como las Obligaciones Negociables (ON) y los Fideicomisos Financieros (FF). En el gráfico siguiente se exponen los montos anuales (en millones de dólares estadounidenses) colocados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en estos instrumentos.

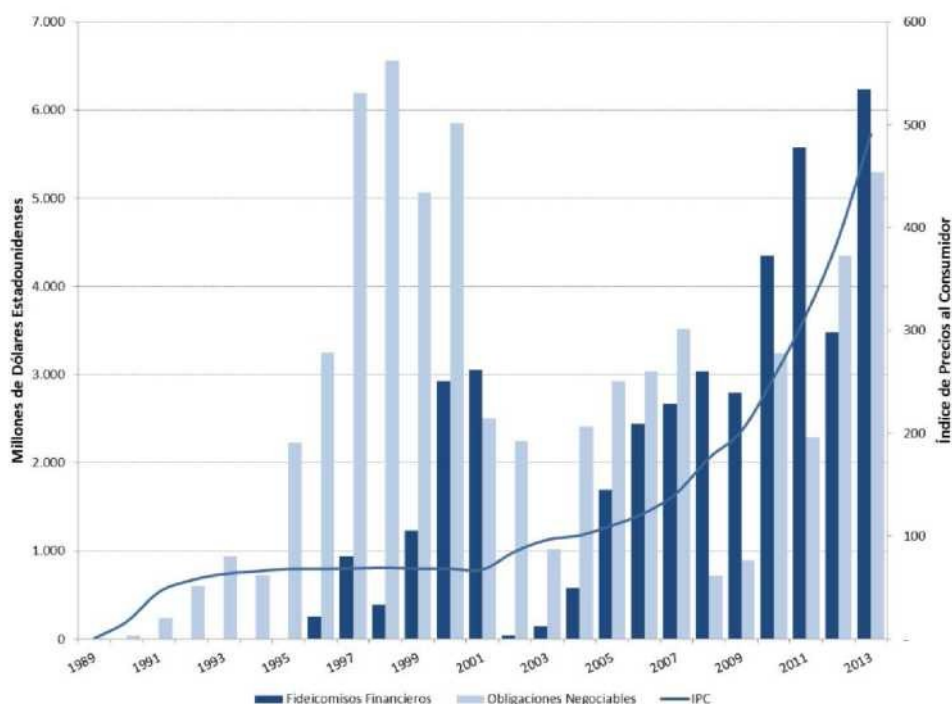


Gráfico VII.1. Evolución de la emisión de Obligaciones Negociables, Fideicomisos y del Índice de

Precios al Consumidor (base 1999), período 1989-2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA, INDEC e IPEC-SL.

En lo que refiere a la colocación de Obligaciones Negociables, se observa una clara recuperación del monto emitido luego de la crisis hiperinflacionaria del año 1989. Durante la década de 1990, la estabilidad macroeconómica vivida y la apertura a los capitales internacionales permitieron un fuerte crecimiento en los niveles de emisión, alcanzando un máximo de emisión de más de U\$S 6.558 millones en el año 1998. Sin embargo, esta evolución se detuvo con la crisis del año 2001 y se vio fuertemente afectada por la devaluación del año 2002. Las empresas argentinas se encontraban fuertemente endeudadas en moneda extranjera, por lo que la mencionada devaluación incrementó su exposición a estas deudas, dificultó su capacidad de repago, deterioró sus niveles de liquidez y las obligó a reestructurar estos pasivos desde una posición desventajosa. A partir del año 2004, con la recuperación de la actividad económica en el país, se observa que la emisión de Obligaciones Negociables vuelve a incrementarse año a año, aunque no recupera los niveles alcanzados a finales de la década anterior. Se destaca también que en los años 2008 y 2009, nuevamente se contrajo el nivel de emisión, esta vez debido a la crisis internacional del primero de los años y la recesión de la actividad económica del segundo.

Al cierre de 2012 se observa por primera vez desde el año 2007 que las Obligaciones Negociables se posicionaron como el principal vehículo a la hora de buscar fondeo en el mercado de capitales. El incremento de operaciones de deuda se explica fundamentalmente por un mayor número de operaciones domésticas en detrimento del financiamiento internacional que resulta caro o inaccesible para la mayoría de los emisores. El caso más emblemático de esta situación es YPF, que para llevar a cabo un ambicioso plan de inversiones tuvo la mayor oferta de bonos de su historia, totalizando una emisión de \$ 20.220 millones entre septiembre de 2012 y diciembre de 2013. Hasta el mes de septiembre de 2012, cuando YPF comenzó a salir al mercado, el 60% de las emisiones totales por todo tipo instrumento correspondía a fideicomisos financieros vinculados principalmente al consumo.

Por su parte, en el año 1996 se realizó la primera emisión de un Fideicomiso Financiero en la

República Argentina. Su incursión fue tan importante, que para el año 2001, sus niveles de emisión ya se habían multiplicado por 12.

Esta herramienta fue muy bien acogida en el mercado local debido a que ofrece una fuente de financiamiento calzada con los ingresos de la emisora al tiempo que, por tratarse de un patrimonio separado de la misma, los inversores limitan su riesgo a la calidad de la cartera que respalda la operación (motivo por el cual, los fideicomisos muchas veces se encuentran mejor calificados que la empresa emisora).

Si bien la mencionada crisis del año 2002 también afectó sus niveles de emisión, luego de la misma se observa una fuerte e incesante recuperación, al punto de alcanzar su máximo nivel de emisión anual en el año 2013 con U\$S 6.237 millones. Esto marca una clara diferencia respecto a la emisión de Obligaciones Negociables, ya que a diferencia de estas últimas, el Fideicomiso Financiero no fue significativamente afectado por las crisis internacionales, permaneciendo como alternativa de financiamiento durante los años en los cuales se verificaron estas.

En cambio, si se puede afirmar que el funcionamiento de esta herramienta se vio afectado durante el año 2012 por la falta de personal en la Comisión Nacional de Valores y por la decisión de asignar a la reglamentación de la nueva ley de mercado de capitales a parte de su estructura<sup>6</sup>.

### **Efectos de la Inflación sobre las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros.**

La revisión del gráfico VII. 1, obliga a centrar el análisis de la relación entre el incremento sostenido en el nivel de precios y la emisión de los instrumentos mencionados al período 2003-2013, debido a que antes de estos años no se registraban grandes variaciones en el Índice de Precios al Consumidor.

En lo que refiere a la emisión de Obligaciones Negociables, claramente la irrupción de la crisis de los

---

<sup>6</sup> Dalto, V. (2013). "Por la nueva ley de mercado de capitales, la CNV demora autorizaciones de fideicomisos". El Cronista Comercial. Extraído el 8 de abril de 2013 desde: <http://www.cronista.com/finanzasmercados/Por-la-nueva-ley-de-mercado-de-capitales-la-CNV-demora-autorizaciones-de-fideicomisos-20130408-0018.html>

años 2008 y 2009, indica que este tipo de fenómenos representa un condicionante más influyente que el inflacionario sobre este instrumento. La razón fundamental de esto es que para la emisión en el mercado de capitales de deuda corporativa, es un requisito fundamental la obtención de una calificación de riesgo de “grado de inversión<sup>7</sup>” por parte de la empresa emisora. Cuando la empresa que busca financiamiento desarrolla sus actividades en un contexto de crisis y el tipo de negocios que la misma lleva adelante es particularmente sensible a esta clase de eventos, la obtención de este nivel de calificación se torna en extremo dificultosa, cuando no imposible. Además de esto, así la empresa emisora posea fortalezas para superar el fenómeno inflacionario, acompañando al mismo suele surgir un proceso de calentamiento de tasas de interés que hace más onerosa la toma de deuda y, por lo tanto, genera mayores dificultades para el repago de la misma, presentándose como un obstáculo adicional para la obtención de buenas calificaciones de riesgo.

En cambio, el proceso de calificación de un Fideicomiso Financiero es considerablemente distinto al de Obligaciones Negociables. Debido a que los Valores de Deuda Fiduciaria se encuentran respaldados por activos que una vez fideicomitados se separan del patrimonio de la empresa emisora (fiduciante), la evaluación por parte de la agencia calificadora se restringe a la calidad de estos activos en particular y no abarca la situación económica-financiera de la empresa. Atributos tales como una buena atomización de la cartera de créditos por deudor y/o por región geográfica, bajos niveles de mora e incobrabilidad de la misma, existencia de un spread entre la tasa de interés de la cartera y la pagada por el fideicomiso, sumados a estrategias de estructuración por las cuales se subordina la cobranza por parte del inversor de un bono a que en primer lugar se amortice la totalidad de otro bono que posee preminencia, ayudan a que sea más accesible un excelente nivel de calificación de riesgo.

Volviendo al gráfico VII.1 se destaca que, a diferencia de otros instrumentos, la inflación en la República Argentina parece haber favorecido el nivel de emisión de los Fideicomisos Financieros. Esto se debe a que el principal activo subyacente observado en este tipo de instrumentos son los

---

<sup>7</sup> Una calificación de grado de inversión otorgada por una agencia calificadora de riesgo, indica que el emisor del título de deuda posee un bajo riesgo de incumplimiento de la obligación asumida.

créditos para consumo, los cuales se ven incentivados por los incrementos en los precios (la población se cubre de la inflación adquiriendo bienes cada vez más caros con créditos cada vez más importantes) y por las políticas pro-consumo llevadas adelante por el Gobierno Nacional. En la siguiente tabla, se indican los resultados estadísticos que surgen de llevar adelante el mismo tipo de análisis que se realizara en los dos capítulos anteriores, para tratar de descubrir si existe algún tipo de relación de dependencia entre el Índice de Precios al Consumidor y el monto emitido de Valores de Deuda Fiduciaria, para el período 2003-2013.

Estadísticas de la regresión (período 2003-2013)	
Observaciones	11
Nivel de Confianza	95%
Coefficiente de determinación R	73,80%
Error típico	1.015,12
Valor crítico de F	0,0007
Alfa	306,60
Beta	12,34

Tabla VII.1 Regresión lineal simple entre el Índice de Precios al Consumidor y el monto emitido de Fideicomisos Financieros, para el período 2003-2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA, INDEC e IPEC-SL

Los resultados alcanzados indican que el modelo de regresión establecido ajusta correctamente la relación entre las variables, ya que el valor crítico de “F” es inferior a 0,01.

Al igual que se procediera en el capítulo anterior, para comprobar la bondad del modelo, se debe verificar que el 95% de los residuales obtenidos del mismo (diferencias entre los valores reales de emisión de Fideicomisos Financieros y los valores estimados arrojados por el modelo lineal) se encuentran entre + 2 errores típicos y - 2 errores típicos, es decir, entre más y menos 2.030,24. El gráfico siguiente, nos muestra que esta condición también se cumple.

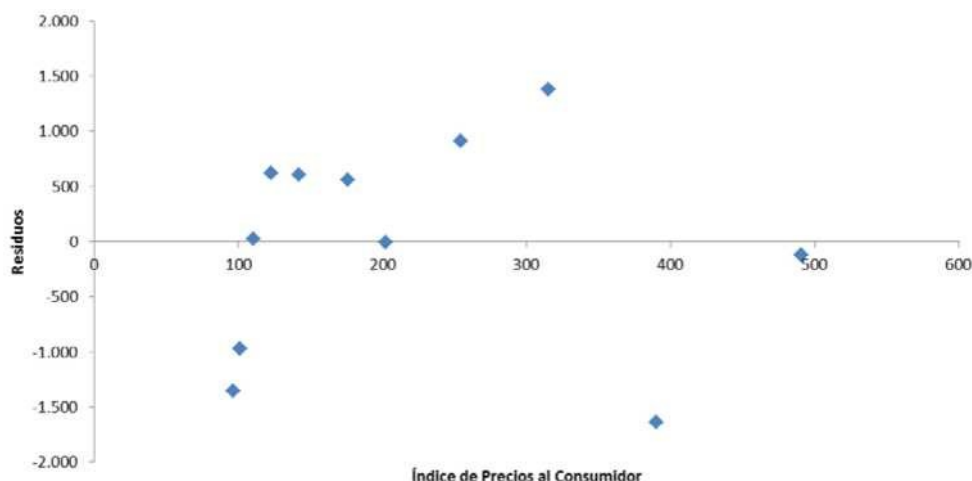


Gráfico VII.2. Residuales del modelo de regresión lineal entre el nivel de emisión de Fideicomisos Financieros y del Índice de Precios al Consumidor.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA, INDEC e IPEC-SL.

No obstante la relación entre el IPC y el monto emitido de Fideicomisos Financieros es considerablemente importante, ya que el 73,08% de la variación del último se explica por los cambios en el primero, esta influencia es inferior a la observada en otro tipo de instrumentos. Es decir que existen otras variables dignas de analizar que influyen de manera importante en el nivel de emisión de Fideicomisos Financieros.

En primer lugar es posible que, al tratarse de una herramienta de financiamiento que aún se encuentra en sus primeros años de existencia en el mercado argentino, la misma no haya llegado a su máximo potencial de crecimiento y, cuando se verifiquen nuevas operaciones exitosas, se fomente una propagación de sus virtudes a través de nuevos emisores.

Por otro lado, las demoras observadas en la autorización de nuevas operaciones por parte de la Comisión Nacional de Valores que se mencionan anteriormente, también afectan los resultados del análisis estadístico llevado adelante.

Finalmente, la intervención de organismos estatales como emisores de fideicomisos de un tamaño que excede la media de mercado, se presenta también como factor determinante de la menor incidencia de la inflación en la emisión de este tipo de instrumentos. El ejemplo más significativo lo presenta el Fideicomiso Financiero “PROCREAR” donde el Estado Nacional actúa como fiduciante, el cual fue

emitido en octubre del año 2013 y alcanzó un monto de \$ 15.500 millones, lo que representa el record de emisión para este tipo de instrumentos.

### **La demanda actual de Valores de Deuda con Oferta Pública en la República Argentina.**

Para que las empresas emisoras de Fideicomisos Financieros u Obligaciones Negociables puedan colocar en el Mercado de Capitales montos cada vez más elevados de Valores de Deuda (Fiduciaria en el primer caso, Corporativa en el segundo), es indispensable la existencia demanda para este tipo de productos. Esta última se compone ni más ni menos que por inversores los cuales, como se mencionara en capítulos anteriores, en general se inclinarán hacia instrumentos de inversión que les permitan a sus ahorros no perder capacidad adquisitiva en un contexto inflacionario. Para comprobar esto último debería verificarse que la tasa de interés obtenida por los Valores de Deuda sea superior a la tasa de inflación observada.

A continuación se presenta un gráfico con la evolución de las tasas de distintas alternativas de financiamiento/inversión. Concretamente se muestran los niveles alcanzados en los últimos tres años de una tasa de referencia para plazos fijos otorgados por entidades financieras <sup>12</sup>, una tasa de

13

referencia para préstamos al sector no financiero y el promedio de las tasas de corte para Valores de Deuda Fiduciaria Clase A (senior o superior) emitidos en pesos y colocados en el Mercado de Capitales con un plazo de vida promedio de 6 meses.

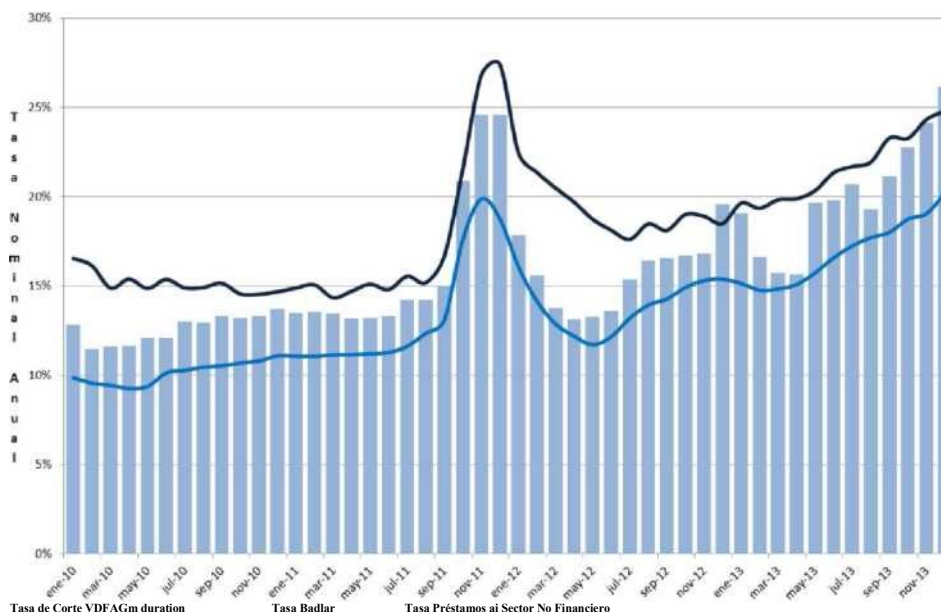


Gráfico VII.3. Evolución de las Tasas de Interés Activas y Pasivas, desde enero de 2010 hasta diciembre de 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Central de la República Argentina e INT Capital en [www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com).

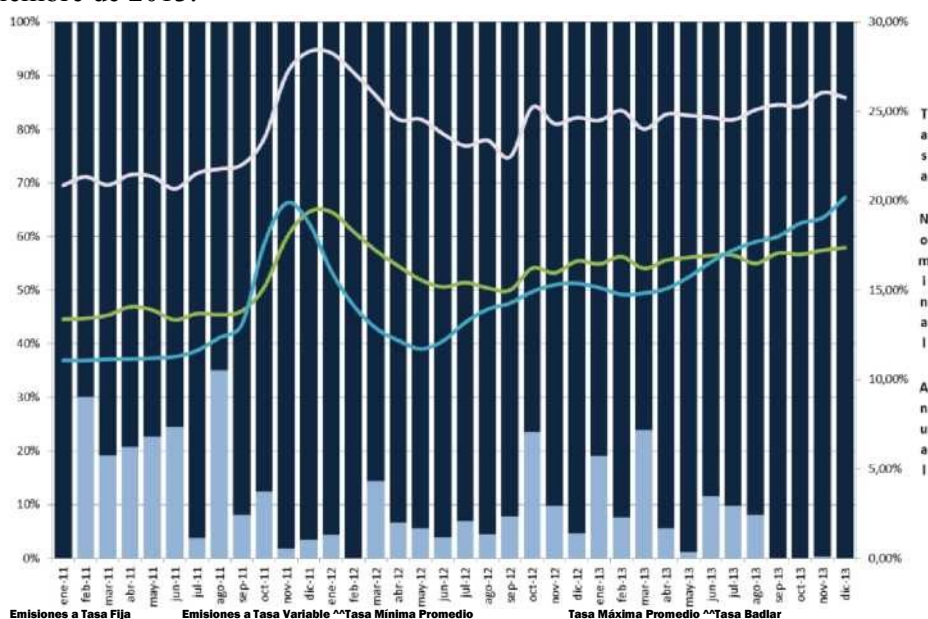
Al verificarse en el gráfico anterior que la tasa de rendimiento de los Valores de Deuda Fiduciarios resultan en promedio inferior al costo de financiamiento que tienen las empresas del sector privado en el sistema bancario, resulta evidente la conveniencia por parte de los emisores de Fideicomisos Financieros de su vuelco hacia el Mercado de Capitales.

Sin embargo, al recordar que la inflación de los años 2010, 2011, 2012 y 2013, fue del 25,85%, 23,85%, 23,64% y 25,91% anuales respectivamente, cabe preguntarse por qué motivo los inversores optaron por instrumentos cuyo rendimiento, en promedio, no alcanza a superar los niveles de inflación observados. Es decir, surge la necesidad de explicar cómo les fue posible a los oferentes de los títulos analizados encontrar su contraparte demandante.

Una parte de la respuesta se encuentra también en el gráfico anterior. Si se analiza el comportamiento de la tasa de interés ofrecida por bancos privados para plazos fijos se observa cómo, durante el período analizado, la rentabilidad ofrecida por los Valores de Deuda Fiduciaria fue superior en todo momento, es decir, que se han presentado como una alternativa de inversión más eficiente para resguardar los ahorros de los efectos de la inflación, al tiempo que se corre un riesgo considerablemente bajo. Resulta evidente cómo la tasa Badlar se transforma en una referencia para establecer la tasa de corte solicitada

por los inversores en valores fiduciarios, ya que esta última se encontró en promedio 257 puntos básicos por encima de la primera durante el período analizado. Sin embargo, se observan también las diferentes “velocidades” de reacción entre ambas tasas. Mientras la tasa bancaria reacciona de manera más rápida tanto para la suba como para la baja, la tasa de corte obtenida en el mercado de capitales demora más en adoptar esos movimientos. La razón de esto, básicamente, es que los bancos toman las decisiones de manera inmediata una vez ocurrido cualquier evento que amerite una variación en el nivel de tasas, mientras que en el mercado de capitales, al haber multiplicidad de inversores demandantes de los valores negociables, algunos de ellos pueden no coincidir (o no poseer toda la información disponible) con la evaluación del departamento de riesgos del banco llevando la tasa de corte a niveles distintos a los considerados por estos.

Por su parte, los emisores de Valores de Deuda Fiduciaria han sabido adaptar las condiciones de emisión de dichos títulos a la necesidad de sus inversores de mantenerse cubiertos de los efectos de la inflación. El gráfico que se muestra a continuación muestra la evolución de las proporciones de Valores de Deuda Fiduciaria Clase A (senior o superior) emitidos en pesos a tasa variable y tasa fija, junto con las tasas mínimas y máximas promedio establecidas para los primeros<sup>8</sup>, para el período enero de 2011 a diciembre de 2013.



<sup>8</sup> Se excluyen las emisiones Fideicomisos Financieros vinculados al Estado Nacional, Estados Provinciales y Municipales, o bien obras de infraestructura de gran envergadura, por no tratarse de operaciones de financiamiento para el sector privado.

Gráfico VII.4. Evolución de las Condiciones de Emisión de Valores de Deuda Fiduciaria Senior en pesos entre enero de 2011 y diciembre de 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Central de la República Argentina e INT Capital en [www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com).

Se destaca del análisis del gráfico anterior, en primer lugar, cómo las emisiones de Valores de Deuda Fiduciaria Senior emitidos a tasa fija en pesos han ido perdiendo terreno frente a los bonos a tasa variable de la misma moneda. Mientras que entre enero y agosto de 2011, los primeros representaban en promedio casi el 20% del valor emitido mensual, con picos de hasta 35%, entre septiembre de 2011 y diciembre de 2013 pasaron a representar sólo el 7,30% promedio mensual, profundizándose esta tendencia en los últimos 4 meses del año 2013, en los cuales casi no hubo emisiones de Valores de Deuda Fiduciaria a tasa fija y en pesos.

Sobresale también del gráfico precedente, el hecho de que las condiciones de emisión de los bonos senior a tasa variable han acompañado (de manera más lenta, como se menciona en párrafos anteriores) la evolución de la tasa Badlar. Salvo durante la segunda mitad del año 2013 y los meses de octubre y noviembre de 2011, la tasa mínima ofrecida por los emisores de Fideicomisos Financieros se ha mantenido por encima de la tasa Badlar de bancos privados, en una clara tendencia alcista. Mientras que en enero de 2011 la tasa mínima promedio ofrecida alcanzó un 13,37% nominal anual, para diciembre de 2013 la misma ya se encontraba en un 17,39% nominal anual, lo que implica un incremento de 402 puntos básicos en sólo 36 meses. Con un diferencial promedio de 8,17%, la tasa máxima se movió en sintonía con la tasa mínima. No obstante los ajustes mencionados, la rentabilidad ofrecida por esta clase de títulos permanece por debajo del nivel de crecimiento del Índice de Precios al consumidor y la inexistencia de otras alternativas de inversión que sí superen la inflación anual, no resulta suficiente como explicación de la presencia de operaciones de inversión en el mercado de capitales a tasas reales negativas (tasas de interés nominales inferiores a la inflación) durante los últimos cuatro años. Vale la pena detenerse a analizar otro fenómeno observado también durante el período considerado, el cual es la intervención por parte del Gobierno en la demanda de valores negociables.

Antes de profundizar sobre este tema, vale la pena detenerse en una clasificación de los inversores que

resultará de utilidad más adelante, la cual divide a estos últimos en “Inversores Calificados” (también llamados “Institucionales”) e “Inversores No Calificados”. La ley 26.831 coloca dentro de los primeros a las siguientes entidades:

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- d) Agentes de negociación.
- e) Fondos Comunes de Inversión.
- f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a \$700.000.
- g) Sociedades de personas con un patrimonio neto mínimo de \$1.500.000.
- h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y físicas con domicilio real fuera del país.
- i) Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

La intervención por parte del Gobierno en la demanda de valores negociables con oferta pública, en primer lugar, se manifiesta a partir de la inversión directa a través de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) en valores negociables con oferta pública. Los fondos provenientes de los aportes previsionales de los trabajadores argentinos, que hasta el año 2008 eran administrados por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), a partir de la ley 26.425 del mencionado año, pasaron a ser administrados por la ANSES, a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad. Este fondo está compuesto por diversos tipos de activos financieros, entre ellos, títulos públicos, acciones de sociedades anónimas, tenencias de plazos fijos, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión, valores representativos de deuda emitidos en el marco de fideicomisos financieros y cédulas hipotecarias. De acuerdo a lo informado por el mencionado organismo gubernamental, en el momento del traspaso, estaba valuado en \$ 98.224 millones, mientras que al mes

de septiembre de 2013 alcanzaba una valuación de \$ 306.257 millones.

A esta última fecha, dicho fondo estaba compuesto de:

- Títulos y Obligaciones Negociables: 65,6%.
- Inversiones en Proyectos Productivos o de Infraestructura (incluye fideicomisos financieros de infraestructura): 12,4%.
- Disponibilidades y Otros: 8,7%.
- Acciones: 8,6%.
- Depósitos a Plazo Fijo: 4,7%.

Se presenta así la ANSES, el inversor institucional más importante del mercado, como contraparte en aquellas operaciones de financiamiento en el mercado de capitales cuya finalidad principal sean proyectos productivos, infraestructura o el financiamiento a empresas estatales (como las Obligaciones Negociables emitidas por YPF). En estos casos, el criterio para la selección de los distintos instrumentos no pasa tanto por el nivel de rentabilidad del mismo, como por las necesidades de fondos de las empresas estatales o la implementación de proyectos con fines sociales.

Otra forma de intervenir en la demanda de valores negociables en forma directa se dio a partir de la creación de un tipo especial de Fondo Común de Inversión. A partir de la resolución general número 534 del año 2008 emitida por la Comisión Nacional de Valores, se estableció un régimen especial para Fondos Comunes de Inversión cuyo objeto lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (FCI Pymes). Dichos fondos deben encausar al menos el 75% de su haber hacia activos que compongan el objeto especial de inversión antes señalado. A través de la captación de ahorros de inversores minoristas, así como del Fondo de Garantía de Sustentabilidad y del Banco Nación Argentina, los FCI Pymes se constituyeron como uno de los principales agentes de inversión, ya que de acuerdo a datos suministrados por la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), al 31 de diciembre de 2013, el patrimonio total de los mismos en la República Argentina ascendía a \$ 2.996 millones.

Un Fondo Común de Inversión Pyme cuya entidad depositaria es el Banco Nación Argentina (entidad autárquica del Estado y agente financiero del Gobierno Nacional, como tal, recibe depósitos oficiales y

realiza pagos por cuenta y orden de la Nación) se trata del FCI Pellegrini Empresas Argentinas Pymes. Dicho fondo posee un patrimonio al 4 de febrero de 2014 de \$ 593 millones y alcanzó una rentabilidad durante el año 2013 de 15,84% nominal anual, de acuerdo con datos de CAFCI.

Otra forma de intervenir en la demanda de valores negociables con oferta pública se presenta a través de distintas regulaciones, que tienen como objetivo de encausar en forma compulsiva la selección de un determinado instrumento de inversión.

Una de las reformas que compulsivamente actuaron sobre uno de los inversores calificados, se trató de la resolución de la Superintendencia de Seguros de la Nación N° 37.163/2012 y la resolución conjunta de los Ministerio de Economía e Industria N° 620/2012 y 365/2012, que modificaron el Reglamento General de la Actividad aseguradora, el cual establece los criterios para determinar las inversiones computables de las compañías de seguros. Dichas regulaciones tuvieron como objetivo reorientar parte de las inversiones realizadas por las compañías de seguros y reaseguros a proyectos productivos y de infraestructura, de mediano y largo plazo, que tengan impacto directo en la economía real, actuando el sector público (de acuerdo a mencionado la resolución conjunta) como “canalizador de recursos con claro sentido productivo y social”, más que con un sentido de búsqueda de rentabilidad. El punto 35, inciso “k” del reglamento, se refiere exclusivamente a este tipo de inversiones y establece los criterios de elegibilidad para ser computadas en dicho inciso.

A fines de determinar cuáles inversiones cumplen con los objetivos planteados, se crea el Comité de Elegibilidad de Inversiones de las Compañías de Seguros y Reaseguro, el cual está integrado por distintos funcionarios gubernamentales. Son “inversiones elegibles” a los fines de lo previsto en la resolución conjunta, las siguientes:

- Inversiones que realice el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES.
- La inversión en proyectos productivos impulsados por el Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. y el Banco de la Nación Argentina.
- Los Fondos Comunes de Inversión PYME Productivos de Economías Regionales e Infraestructura; y de Proyectos de Innovación Tecnológica.

- Las que a criterio del Comité de Elegibilidad reúnan requisitos similares a las mencionadas y cumplan las condiciones que éste determine.

La modificación del Reglamento General de la Actividad Aseguradora estableció topes máximos de participación en distintos instrumentos y ordenó a las aseguradoras y reaseguradoras a destinar cierto porcentaje de sus inversiones a los mencionados proyectos productivos y de infraestructura. Los porcentajes mínimos a ser invertidos en estos instrumentos según el ramo de actividad son para las ART del 5%, para Seguros Generales del 10% y para Seguros de Vida y Retiro del 12%. Los mismos pasarán a ser del 8%, 14% y 18% respectivamente a partir del 30 de septiembre de 2014.

Es de esperar que el cumplimiento de estas exigencias, sobre todo para el año 2014, afecte los niveles de liquidez de estas compañías, y sobre todo el manejo de activos y pasivos en el largo plazo dada la naturaleza de dichas inversiones.

Los principales instrumentos “inciso k” corresponden a obligaciones negociables de YPF (clase IX, X, XI, XIII, XVII y XXIX) y a los FCI de Infraestructura y Pyme. En el mes de marzo de 2014, YPF realizó la emisión de su Obligación Negociable Serie XXIX, por un monto de \$ 500 millones a un plazo de 72 meses, la cual fue autorizada por el comité de elegibilidad como “inciso k”. La fuerte sobre-demanda de la emisión puso de manifiesto tanto la escasez actual de inversiones autorizadas como “inciso k”, como la menor rentabilidad relativa de estas inversiones. La emisión tuvo una sobre-suscripción del 86% y cerró a una tasa Badlar con un spread de 0%. Es decir, que dicha emisión a seis años de plazo obtendrá un rendimiento similar al de un plazo fijo a 30 días.

Se observa entonces como la intervención de la demanda de inversión por parte del Gobierno a través de la influencia sobre ciertos inversores institucionales, sumado al hecho que los ahorristas minoristas no encuentran alternativas más rentables en el mercado bancario, han justificado la existencia de tasas negativas (tasas nominales inferiores a la tasa de inflación), por lo menos hasta finales del año 2013. Sin embargo, este proceso pareciera estar llegando a su fin, al verificarse un sostenido incremento de las tasas nominales de interés verificadas.

Mantener las tasas de interés bancarias y del mercado de capitales subsidiadas (ya sea de manera directa o de manera indirecta), no parece sostenible en el largo plazo debido a las presiones que se generan sobre el tipo de cambio de la moneda argentina respecto al dólar. En un contexto de inflación acelerada, las expectativas devaluatorias hacen que el inversor prefiera resguardar sus ahorros en la moneda estadounidense en lugar de hacerlo a través de inversiones a tasas inferiores a la inflacionaria. Por lo tanto, sería de esperar que las tasas en pesos observadas en el sistema financiero continúen su ascenso hasta estabilizarse en niveles por encima de la tasa de incremento de los precios internos. No obstante este proceso, las necesidades de financiamiento de las empresas permanecen vigentes, por lo que ante un aumento generalizado de las tasas de interés, las compañías demandantes de fondos seguirán optando por las herramientas de financiamiento que les resulten menos onerosas.

### **Capítulo VIII Consecuencias de la Inflación en las Preferencias de los Inversores**

Habiendo analizado las repercusiones que el fenómeno inflacionario tiene sobre los instrumentos de inversión seleccionados para el presente estudio, queda por explorar como se alteran las preferencias de los inversores entre las distintas alternativas observadas en el Mercado de Capitales Argentino.

A tal fin, se examinan a en el presente capítulo los montos negociados en los principales instrumentos de inversión disponibles en dicho mercado, prestando especial atención a los cambios observados desde el año 2002 hasta el año 2013.

#### **Evolución de los Montos Negociados en la BCBA.**

A la hora de invertir en el Mercado de Capitales, un inversor tiene a disposición distintos instrumentos que podrían ajustarse a las expectativas del mismo. Además de los títulos analizados en capítulos precedentes (Acciones, Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros), es posible encontrar Títulos Públicos, Cauciones, Cedears, Fondos de Inversión, Futuros, Opciones, Préstamos de títulos valores, Cheques de Pago Diferido, CEVA e Instrumentos Pymes.

El gráfico presentado a continuación muestra los montos invertidos en cada uno de los instrumentos mencionados anteriormente, agrupando en una categoría a los últimos 7 de ellos debido a lo insignificante de su participación (equivalente al 2,7% del total negociado en el período bajo análisis), desde el año 2002 hasta el año 2013. A fines de determinar la influencia del fenómeno inflacionario, se presenta el gráfico en forma comparativa con la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

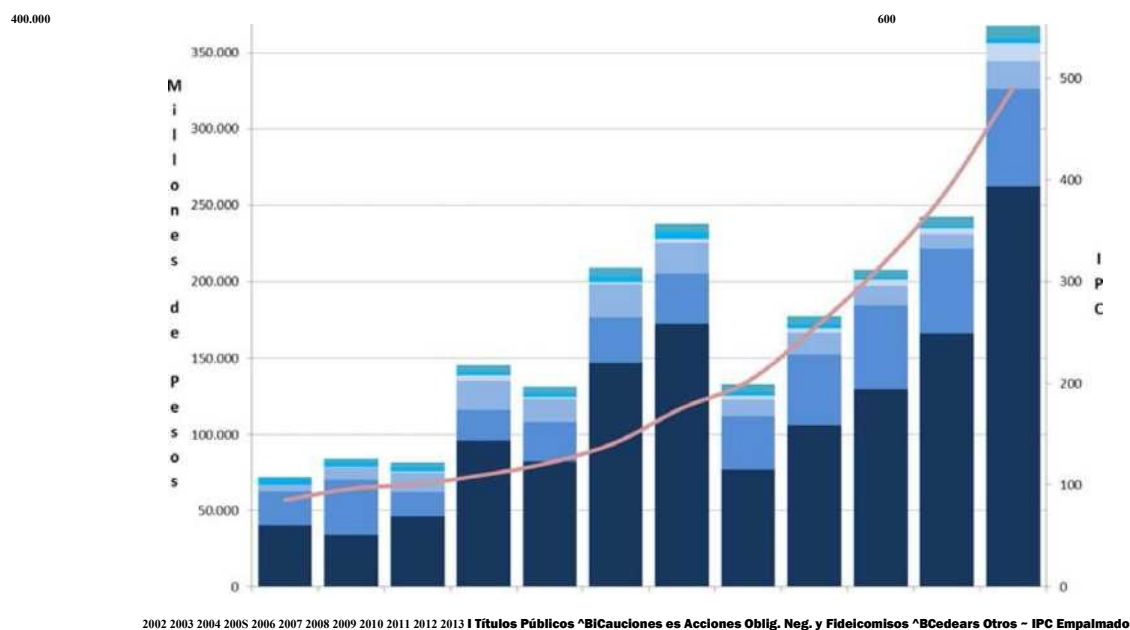


Gráfico VIII. 1. Evolución de los montos negociados por instrumento en la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor (base 1999), período 2002-2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA, INDEC e IPEC-SL.

Se observa claramente una tendencia creciente en los niveles de inversión total en el Mercado de Capitales Argentino, destacando el hecho de que para el año 2002 existía un nivel de negociación de \$ 72.000 millones, mientras que para el año 2013 dicho monto ascendía a \$ 367.000 millones. Dicho incremento acompañó de manera armonizada el crecimiento en los precios de la economía nacional, excepto en el año 2009, debido a la crisis internacional que afectó al mercado local. Sin embargo, esta situación no obsta concluir que el inversor argentino ha buscado en el mercado de capitales un refugio contra la inflación.

Los instrumentos más negociados en el período bajo análisis fueron los Bonos del Gobierno

Nacional (títulos públicos), las cauciones y las acciones. Vale la pena aclarar que la información presentada precedentemente respecto al monto negociado de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros, corresponde a la negociación secundaria de estos títulos, es decir, a las operaciones de compra y venta realizada por inversores que ya poseían los valores negociables por adquirirlos en la oferta primaria o en otra venta secundaria.

Resulta necesario ahora, detenerse a observar cómo se alteraron las proporciones de participación de los distintos instrumentos sobre este creciente monto negociado. A continuación se presenta un gráfico que ilustra los distintos porcentajes sobre el total negociado que presentaron cada uno de las mencionadas alternativas de inversión.

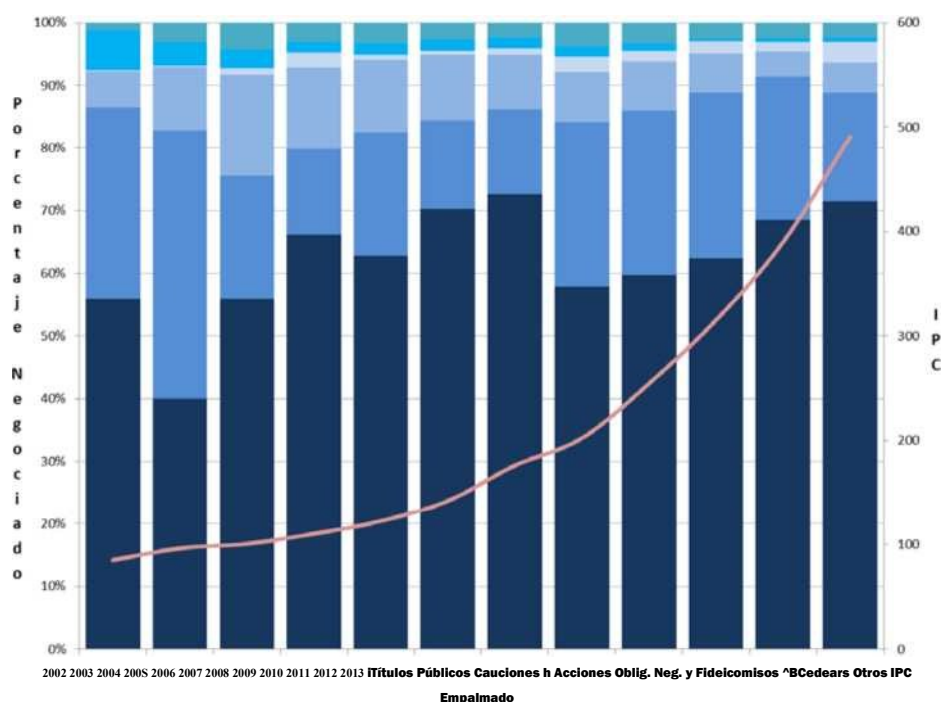


Gráfico VIII.2. Evolución de las proporciones negociadas por instrumento en la BCBA y del Índice de Precios al Consumidor (base 1999), período 2002-2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA, INDEC e IPEC-SL.

Del análisis del cuadro precedente, se destaca cómo la negociación en acciones en el mercado argentino viene teniendo una participación en los últimos 12 años cada vez menos significativa. Mientras que entre los años 2002 y 2007 la negociación en acciones tuvo un promedio anual del 11% del monto negociado total en el mercado, luego del despegue del fenómeno inflacionario dicho

porcentaje pasó al 7% promedio para los años 2008 al 2013.

Por su parte, la negociación en cauciones evidenció una pérdida de su participación en detrimento de la negociación en Bonos del Estado Nacional hasta el año 2008, previo a la crisis internacional. Dicho año, la inversión en cauciones tocó su piso en participación en la negociación total alcanzando un 14% de la misma. Sin embargo, la crisis del año 2009 impactó negativa y significativamente sobre la negociación en Títulos Públicos (pasó de negociarse el 73% del total en el año 2008 al 58% en el año 2009), propiciando las condiciones para el recupero de los montos invertidos en cauciones. De esta manera, entre los años 2009 y 2013 la inversión en cauciones alcanzó un promedio anual del 24% del total negociado.

Finalmente, vale la pena detenerse a analizar a los Bonos del Estado Nacional, los cuales, con el 65% de la inversión total de los últimos 12 años, se constituyen como el instrumento más negociado en el mercado de capitales local durante dicho período. Como se menciona en el párrafo anterior, los mismos venían teniendo una participación cada vez más importante en el total negociado hasta el año 2009, año en que la crisis internacional detuvo esta tendencia. No obstante lo anterior, la inversión en Títulos Públicos luego de ese año comienza una paulatina recuperación, hasta alcanzar en el año 2013 los niveles previos a la crisis (71% del total negociado).

Ahora bien, conviene profundizar en los motivos por los cuales los inversores argentinos se han inclinado de manera tan pronunciada a la inversión en Cauciones y Títulos Públicos, para lo cual resulta necesario describir las principales características de los mismos.

### **Características de las Cauciones y de los Títulos Públicos en el Mercado Argentino.**

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires define a la caución bursátil como una operación de financiamiento que se instrumenta en un solo contrato en el cual se pacta la compra (o venta) de contado o para un plazo determinado, y la simultánea operación inversa de venta (o compra) sobre una misma especie, para un mismo inversor y en un vencimiento posterior. Existen de esta manera

dos partes involucradas, el “colocador” y el “tomador” de la caución.

El colocador aporta el efectivo y al término del período establecido recibe el capital más los intereses correspondientes. Por su parte, el tomador, recibe los fondos dejando títulos en el Mercado de Valores como garantía de repago. Cuando vence la caución, el colocador recibe los intereses y el capital pactados mientras que el tomador devuelve el préstamo más sus intereses y recupera sus títulos.

En la caución bursátil el precio de contado es inferior al de cotización y resulta de la aplicación de los aforos establecidos por el Mercado de Valores, al tiempo que el precio a plazo es superior al de contado. El precio a plazo se determina aplicando el aforo correspondiente sobre la cotización de contado al cierre de la última rueda o sobre la última cotización registrada, mientras que el precio contado -valor al cual se liquida la operación en su apertura- es igual al precio a plazo menos los intereses correspondientes.

Las cauciones bursátiles son operaciones de corto plazo (de 7 a 120 días) que permiten obtener tasas de rendimientos prefijadas al momento de la operación y que, al estar garantizadas por el Mercado de Valores, permiten eliminar el riesgo de contraparte.

Las características de esta operación y la significativa importancia de su participación en la negociación total en el mercado, son evidencia de cómo el inversor argentino en un contexto inflacionario ha inclinado sus preferencias hacia instrumentos de muy corto plazo (menos de 6 meses) con rentabilidades ofrecidas a bajo riesgo.

Es conveniente evaluar ahora si este comportamiento evidenció o no aristas similares en el mercado de Títulos Públicos. Para ello se examinarán los niveles de inversión desde el año 2007

hasta el año 2013 de los siguientes Bonos del Gobierno Nacional:

<b>Especie</b>	<b>Descripción</b>
AA17	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN DOLARES 7%- BONAR X
AA17C	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN DOLARES 7%- BONAR X
AA17D	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN DOLARES 7%- BONAR X
AE14C	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN PESOS BADLAR PRIVADA + 275 PBS.
AS13C	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN DOLARES 7% 2013 - BONAR VII
AS13D	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN DOLARES 7% 2013 - BONAR VII
AS15	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN PESOS BADLAR PRIVADA + 300 PBS
AS15C	BONO DE LA NACION ARGENTINA EN PESOS BADLAR PRIVADA + 300 PBS
CUAP	TITULOS CUASIPAR EN PESOS
DIA0	TITULOS DISCOUNT EN DOLARES LEY ARGENTINA
DICA	TITULOS DISCOUNT EN DOLARES LEY ARGENTINA
DICE	TITULOS DISCOUNT EN EUROS
DICP	TITULOS DISCOUNT EN PESOS LEY ARGENTINA AJUSTABLES POR CER
DICPC	TITULOS DISCOUNT EN PESOS LEY ARGENTINA
DICY	TITULOS DISCOUNT EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK
DICYD	TITULOS DISCOUNT EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK
DIP0	BONOS DISCOUNT EN PESOS LEY ARGENTINA AJUSTABLES POR CER
DIY0	BONOS INTERNAC. DE LA REP. ARG. DISCOUNT EN DOL. LEY DE NY
GJ17	BONOS INTERNACIONALES GLOBALES EN DOLARES 8,75%
GJ17C	BONOS INTERNACIONALES GLOBALES EN DOLARES 8,75%
GJ17D	BONOS INTERNACIONALES GLOBALES EN DOLARES 8,75%
PAA0	BONOS DE LA NACION ARGENTINA A LA PAR EN DOLARES LEY ARGENTINA
PAA0D	BONOS DE LA NACION ARGENTINA A LA PAR EN DOLARES LEY ARGENTINA
PAE0	BONOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA A LA PAR EN EUROS LEY INGLESA
PAP0	BONOS A LA PAR EN PESOS LEY ARGENTINA (AJUSTABLES POR CER)
PARA	TITULOS PAR DENOMINADOS EN DOLARES LEY ARGENTINA
PARAC	TITULOS PAR DENOMINADOS EN DOLARES LEY ARGENTINA
PARE	TITULOS PAR EN EUROS
PARP	TITULOS PAR DENOMINADOS EN PESOS
PARY	TITULOS PAR EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK.
PARYD	TITULOS PAR EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK
PAY0	BONOS DE LA REP. ARGENTINA A LA PAR EN DOLARES LEY DE N.Y.
PR12	BONOS DE CONSOLIDACION EN MONEDA NACIONAL CUARTA SERIE 2%
PR13	BONOS DE CONSOLIDACION - SEXTA SERIE
PR14	BONOS DE CONSOLIDACION - SEPTIMA SERIE
PR15	BONOS DE CONSOLIDACION - OCTAVA SERIE
RA13D	BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES 2013", PRIMERA SERIE
RO15	BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES 7% P.A. 2015
RO15C	BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES 7% P.A. 2015
RO15D	BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN DOLARES 7% P.A. 2015
RS14	BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL EN PESOS 2% 2014
TVPA	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN DOLARES LEY ARGENTINA
TVPAC	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN DOLARES LEY ARGENTINA
TVPAD	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN DOLARES LEY ARGENTINA
TVPE	TITULOS VINCULADOS AL PBI EN EUROS
TVPP	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN PESOS
TVPY	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK
TVPYC	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK
TVPYD	TITULOS VINCULADOS AL PBI DENOMINADOS EN DOLARES LEY DE NUEVA YORK
TVY0	TITULOS VINCULADOS AL PBI EN DOLARES SERIE 2 LEY DE NUEVA YORK
TVY0C	TITULOS VINCULADOS AL PBI EN DOLARES SERIE 2 LEY DE NUEVA YORK

Tabla VIII.1. Bonos del Gobierno Nacional negociados entre el 01 de enero de 2007 y el 31 de diciembre de 2013.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA.

Vale la pena aclarar que no se han tenido en cuenta los bonos vigentes a diciembre de 2001 incluidos en la declaración de cese de pagos (default) realizada por el Gobierno Nacional en dicho mes, ante la imposibilidad de atender los correspondientes servicios y el corte del nuevo financiamiento, debido a que las negociaciones mantenidas con los mismos se realizan con fines especulativos. El monto los títulos en default ascendió a cerca de U\$S 88.000 millones, de los cuales U\$S 81.800 millones estaban en manos de inversores del sector privado, mientras que el resto se encuentra en manos del Club de París.

En el año 2005 se concretó un canje de títulos que implicó una quita en los montos adeudados y una extensión de plazos de pago. Este canje fue aceptado en una proporción aproximada al 76% del monto adeudado, mientras que su reapertura en el año 2010 permitió alcanzar una adhesión superior al 92%. Por su parte, la deuda con el Club de París permanece impaga al día de la fecha. El gráfico que se presenta a continuación, ilustra las proporciones de inversión en los bonos detallados en la Tabla VIII.1, los cuales son resultado del canje de deuda del año 2005, estratificando las mismas de acuerdo al plazo desde el momento de la inversión hasta el vencimiento del bono.

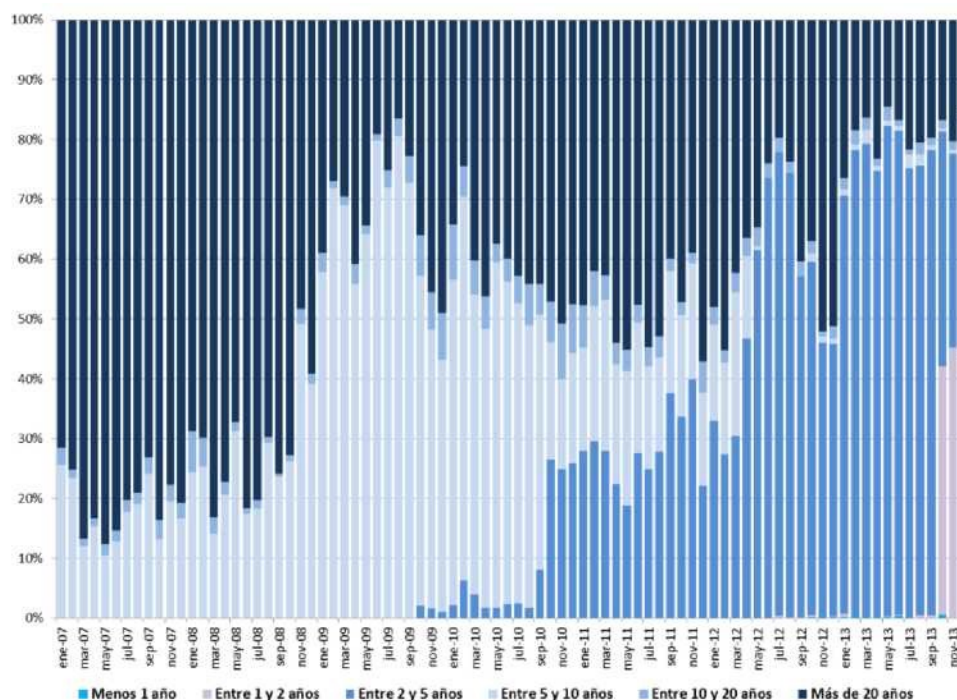


Gráfico VIII.3. Evolución del plazo en la negociación de Títulos Públicos en el Mercado de Capitales Argentino, período 2007-2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA.

Se observa con claridad en el gráfico precedente un viraje en la preferencia de los inversores en Títulos Públicos hacia bonos de menor plazo en detrimento de los de mayor plazo. Al inicio del período analizado la mayor parte de la inversión era dirigida hacia bonos de más de 20 años de plazo. Luego, a partir del año 2009 prevalecen los Títulos de entre 10 y 20 años, hasta que a comienzos del año 2011 comienzan a evidenciar su importancia los Bonos de entre 2 y 5 años. Finalmente, hacia finales del año 2013 se destaca como el inversor se ha inclinado principalmente hacia Títulos del Gobierno con un plazo de vencimiento inferior a los 2 años.

Se puede concluir entonces, que los motivos que llevan a los inversores a inclinarse hacia instrumentos como las Cauciones Bursátiles y los Bonos del Gobierno Nacional es la posibilidad de encontrar en los mismos una alternativa de corto plazo, en un contexto en el que la pérdida del poder adquisitivo de la moneda exige la búsqueda constante de instrumentos con mayor rentabilidad.

El hecho de poseer los fondos inmovilizados en instrumentos de largo plazo le quita al inversor la capacidad de disponer de sus fondos de manera ágil en el momento en que decida inclinarse hacia una alternativa que se adapte mejor a sus preferencias.

La contracara de esta tendencia es la dificultad que se origina para los demandantes de fondos, los cuales comienzan a quedarse sin alternativas de fondeo que les permitan hacer frente a proyectos de inversión de largo plazo.

### **Conclusiones**

Está confirmada la existencia de un principio básico por el cual una baja tasa de inflación, tasas de interés estables y tasas de rendimiento aceptables sobre inversiones en la economía real, constituyen una base sólida para el desarrollo de los mercados de capitales, por lo que la eliminación de la inflación es un requisito indispensable para el mejor funcionamiento de los mercados de capitales.

Resulta imprescindible así para el funcionamiento del mercado de capitales la existencia de empresas rentables y que esta rentabilidad esté por encima de la tasa de interés del mercado. Sin embargo, la existencia de un contexto inflacionario provoca el incremento de la tasa de interés real por encima de la tasa promedio de retorno de la economía, afectando considerablemente al sector privado.

Al mismo tiempo, el fenómeno inflacionario instaura un marco de inseguridad jurídica por el cual el cumplimiento de los contratos establecidos entre tenedores de fondos y emisores de títulos se torna altamente improbable. De esta manera, la posibilidad de las empresas de llevar adelante proyectos de inversión que posibiliten su crecimiento, queda suspendida hasta tanto retornen las condiciones jurídicas que le permitan acceder a los fondos necesarios para llevarlos adelante.

Por todo lo antedicho, en el Mercado de Capitales Argentino en los últimos 12 años, se verificó un proceso por el cual las empresas que han podido acceder al mismo, lo han hecho a través de la emisión de Obligaciones Negociables o Fideicomisos Financieros, en lugar de la apertura del capital social de la compañía por medio de la emisión de acciones.

La primera de estas alternativas posee una barrera de entrada de consideración, la cual es la posibilidad para la empresa emisora de acceder a una calificación de grado de inversión. Por lo tanto, no resulta posible generalizar esta herramienta a la totalidad de las compañías de una economía.

La alternativa de emisión de Fideicomisos Financieros presenta la ventaja de que una buena

calificación de riesgo es más accesible para la empresa emisora, debido a que sólo se califica un activo separado de la misma, que se selecciona por distintos criterios de elegibilidad que lo hacen poseer una mayor calidad crediticia. No obstante lo anterior, esta herramienta se ha mostrado eficiente para aquellas empresas que se dedican al otorgamiento de créditos al consumo (el cual se encuentra fomentado en un contexto inflacionario), créditos al sector agropecuario y desarrollo de infraestructura pública (por la existencia de una demanda por este tipo de instrumentos intervenida por el gobierno).

Por su parte, aquellas empresas que no tienen la posibilidad de acceder al mercado de capitales a través de las herramientas descritas o al mercado bancario por el mayor costo que este conlleva, en gran medida deben llevar adelante proyectos de inversión con fondos propios, lo que limita la posibilidad de aprovechar todas las oportunidades, estando limitada la inversión a la capacidad de generación financiera interna.

Este problema se profundiza por el hecho de que un contexto inflacionario desincentiva el ahorro de aquellos sectores de la economía que están en condiciones de generarlo. Por el contrario, la necesidad de los individuos de protegerse de la pérdida del valor adquisitivo de la moneda los lleva a cambiar sus hábitos normales de consumo, incrementando considerablemente la adquisición de bienes en detrimento del ahorro. Sin embargo, cuando el proceso inflacionario se torna prolongado, a los individuos tampoco les resulta posible indefinidamente consumir la mayor parte de sus ingresos. Por lo tanto, deben optar también por seleccionar el instrumento de inversión que a su criterio mejor resguarde sus ahorros del proceso de pérdida de valor adquisitivo de la moneda.

Un mercado de capitales argentino cada vez más intervenido y reducido ha colocado al inversor que desee proteger sus ahorros en el mismo, ante tres grandes opciones.

Por un lado, el inversor podría optar por inclinarse hacia instrumentos como las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros que, si bien ofrecen tasas de interés reales negativas, se presentan como alternativas aún más rentables que las ofrecidas por el sistema bancario, a un riesgo

considerablemente bajo. Sin embargo, esta posibilidad no parece sostenible en un contexto con índices inflacionarios crecientes en el largo plazo, debido a que no logra evitar en su totalidad la pérdida de la capacidad de ahorro de los inversores. De hecho, solo es sostenible en la actualidad debido a la existencia de una demanda intervenida por el gobierno. Cabe esperar entonces en el largo plazo, un incremento en las tasas de interés generales de la economía, lo cual alentará al inversor, pero restringirá al emisor de deuda, ya que solo estarán en condiciones de seguir emitiendo aquellas empresas lo suficientemente rentables como para afrontar estos mayores costos.

La segunda alternativa para los inversores se presenta en el mercado accionario argentino. No obstante el mismo se presenta en constante reducción, en el largo plazo ha demostrado ser una eficiente protección contra el proceso inflacionario. Sin embargo, la inversión en acciones no es un camino exento de riesgos. Por el contrario y sobre todo en el corto plazo, el inversor se encuentra expuesto a los vaivenes del valor de una acción en particular, producto de eventos externos que podrían perjudicar considerablemente el andar de distintas compañías en las cuales invierte (tales como inclemencias climáticas, presiones sindicales, legislaciones nacionales o extranjeras que podrían restringir su actividad, entre otros eventos fuera del control de la administración de la empresa) o de malas decisiones empresariales llevadas adelante por la dirección de la misma. Por estos motivos, invertir en el mercado accionario requiere un importante nivel de análisis de parte de ahorrista, el cual deberá contar con herramientas técnicas de cierta complejidad, lo cual restringe en cierta medida el acceso a esta herramienta.

Finalmente, la tercera alternativa para los inversores se presenta en la administración constante de sus ahorros a través de inversiones de corto plazo como los Bonos de Estado Nacional y las Cauciones. Esta alternativa presenta la ventaja de permitir al inversor una mayor flexibilidad al momento de disponer de sus fondos. El mismo se encuentra de manera frecuente con la obligación de movilizar su capital hacia las inversiones que considere más rentables a un riesgo relativamente bajo, ya que la inmovilización en un contexto inflacionario implica una pérdida de valor inmediata.

Por este motivo, el aspecto negativo de esta opción radica en la permanente necesidad de realizar una tarea de análisis y selección de inversiones, lo cual habitualmente excede las capacidades de las personas que no se dedican de manera exclusiva a este tipo de tareas, ya sea por disponibilidad de tiempo o capacidad técnica.

Por todo lo expuesto, y no obstante la habilidad para crear mecanismos e instrumentos que tomen en consideración el proceso inflacionario, éstos en ningún caso podrán sustituir la eficiencia que resultaría de la operación del mercado de capitales en condiciones de estabilidad monetaria. Un mercado de capitales creciente y desarrollado es condición esencial para el progreso de una economía, ya que es el canal a través del cual fluyen los fondos necesarios para la implementación de proyectos de inversión productivos. La experiencia histórica nos enseña que resulta fundamental generar condiciones macroeconómicas estables, con índices inflacionarios por debajo de los dos dígitos, en un contexto de respeto por el marco jurídico establecido, para lograr el objetivo de potenciar el crecimiento económico desarrollando un mercado de capitales acorde al mismo.

### **Bibliografía**

- Administración Nacional de la Seguridad Social (2013). *Informe trimestral del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino, tercer trimestre de 2013*. Extraído el 4 de febrero de 2014 desde: [http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Informe Trimestral Tercer trimestre 2013.pdf](http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Informe%20Trimestral%20Tercer%20trimestre%202013.pdf)
- Barbería, M. (2013, Agosto 02). “Nueva Ley habilita al Gobierno a pedir la intervención de 37 empresas”. *El Cronista Comercial*, Sección Finanzas y Mercados, p.1.
- Boyd, J.H., Levine, R., Smith, B.D. (abril de 2001). “*The impact of inflation on financial sector performance*”. Revista: *Journal of Monetary Economics* (Vol. 47), pp. 221-248.
- Braun, M. y Llach, L. (2010). “*Macroeconomía Argentina*” (2ª Edición). Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino.
- Bruck, N. (Ed.) (1982). “*Mercados de Capitales bajo Inflación*”. Buenos Aires: Bolsa de Comercio de Buenos Aires en cooperación con el Banco Interamericano de Desarrollo.

Dalto, V. (2013). "Por la nueva ley de mercado de capitales, la CNV demora autorizaciones de fideicomisos". *El Cronista Comercial*. Extraído el 8 de abril de 2013 desde: <http://www.cronista.com/fmanzasmmercados/Por-la-nueva-lev-de-mercado-de-capitales-la-CNV-demora-autorizaciones-de-fideicomisos-20130408-0018.html>

Decreto 1.023/13, Reglamentación Ley 26.831. Boletín Oficial de la República Argentina, Año CXXI, número 32.692. Buenos Aires, 1 de agosto de 2013.

Escudé, G.J. (1994). "*Inflación, Interés y Tipo de Cambio*". Buenos Aires: EUDEBA.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (2014). Informe de Avance del Nivel de Actividad; Estimación preliminar de actividad económica año 2013. Extraído el 21 de abril de 2014 desde: [http://www.indec.mecon.ar/nuevaweb/cuadros/novedades/pib04\\_03\\_14.pdf](http://www.indec.mecon.ar/nuevaweb/cuadros/novedades/pib04_03_14.pdf)

INTL Capital S.A. (2014). "*Informes Mensuales - Fideicomisos Financieros*". Extraídos el 18 de abril de 2014 desde: [https://www.portfoliopersonal.com/inversiones/fide\\_listartodosinformes.asp?kil=150](https://www.portfoliopersonal.com/inversiones/fide_listartodosinformes.asp?kil=150) Ley 26.831 de Mercado de Capitales. Boletín Oficial de la República Argentina, Año CXX, número 32.551. Buenos Aires, 28 de diciembre de 2012.

Lo Tártaro, D., Silva, M. y Griffiths, A. (2000). "*El ABC del Mercado de Capitales Argentino*". Buenos Aires: IADER.

Manuelito, S. y Jiménez, L.F. (noviembre de 2010). "*Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas*". Santiago de Chile: Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Perotti, E. (2002). "*Consideraciones sobre la Inflación*". Bolsa de Comercio de Rosario, [www.bcr.com.ar/Publicaciones/investigaciones](http://www.bcr.com.ar/Publicaciones/investigaciones).

Stallings, B. y Studart, R. (2006). "*Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una*

*perspectiva comparada*". Santiago de Chile: Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Streb, J.M. (1998). "*Inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en Argentina*". Revista: "Desarrollo Económico" (Vol. 38), pp. 199-214.

Wasilevsky, I. (2012). "*El mercado bursátil en la Argentina*". Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, [www.fundacionbolsa.com.ar/uploads/materiales/113.pdf](http://www.fundacionbolsa.com.ar/uploads/materiales/113.pdf)

<sup>3</sup> El índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires es un indicador del valor de una cartera ponderada por capitalización bursátil del conjunto de sociedades cotizantes. La variación porcentual de este índice de un mes a otro, refleja la rentabilidad del mercado.

<sup>7</sup> Se asigna a todas las acciones el precio de \$1 en el mes de enero de 2004, indicando cada uno de sus nuevos valores en forma proporcional a este importe.

<sup>12</sup> Se utiliza la tasa Badlar publicada por el Banco Central de la República Argentina que surge del promedio de tasas de interés pagadas por los bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de Pesos por períodos de entre 30 y 35 días.

<sup>13</sup> Se utiliza la tasa de interés por préstamos al sector privado no financiero respaldados por documentos a sola firma por un plazo de hasta 89 días.