



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO
MAESTRIA EN FINANZAS

**La importancia del mercado de capitales en la mitigación de
desequilibrios macroeconómicos.**

Autor: Lic. Manuel Tevas.

Director: Dr. Adrián Broz

- Diciembre 2023 -

Resumen

El mercado de capitales nace y se constituye con el principal propósito de ser el nexo entre las empresas, que requieren fondos para financiar su actividad, y los inversores, que buscan obtener rentabilidad. Para ello, los agentes económicos exigen que sus inversiones tengan requerimientos mínimos de seguridad jurídica, estabilidad y rentabilidad. Esto ha sido particularmente difícil para un país tan volátil y con ciclos económicos tan amplios como la Argentina.

Entendiendo al mercado de capitales como un actor central en el sistema financiero de un país, a través del presente trabajo se busca analizar la estructura del mercado de capitales argentino, su historia, sus partes intervinientes, las alternativas de inversión y financiamiento disponibles y su comparación a nivel latinoamericano. Además, se expondrá la relevancia que presenta el mercado de capitales en la aplicación de la política monetaria y en la modificación de la tasa de interés y las expectativas de los agentes económicos, en miras de mitigar desequilibrios macroeconómicos.

Habiéndose analizado con perspectiva histórica al mercado de capitales argentino, la contribución del presente trabajo fue describir y demostrar la importancia del mercado de capitales en tanto posibilita influir en las decisiones de los agentes económicos y mitigar desequilibrios macroeconómicos.

Palabras claves

Mercado de capitales – Desequilibrio macroeconómico - Inflation Targeting - Política monetaria - Tasa de interés - Inversión

Índice

1. INTRODUCCIÓN	6
2. MARCO TEÓRICO	10
2.1. Fundamentos Teóricos	14
2.2. Estructura y características del Mercado de Capitales argentino	17
2.2.1. El Mercado de Capitales argentino: breve reseña histórica	17
2.2.2. La estructura del Mercado de Capitales en Argentina y los principales instrumentos de inversión	19
2.2.3. Dinámica del Mercado de Capitales argentino	25
2.2.4. Principales mecanismos de financiamiento empresarial	27
2.2.5. Estructura de los mercados especializados en financiamiento empresarial	29
2.2.6. La comparación del Mercado de Capitales argentino a nivel latinoamericano	32
2.2.7. Conclusiones del primer apartado	39
2.3. La política monetaria y su influencia en el mercado de capitales y las expectativas de los agentes económicos	40
2.3.1. La política monetaria de los Bancos Centrales	40
2.3.2. La política monetaria de los Estados Unidos	45
2.3.3. La inflación en Argentina, causas y determinantes	49
2.3.4. El esquema de Metas de Inflación y su aplicación en países emergentes	51
2.3.5. Utilización de la tasa de interés como instrumento de política antiinflacionaria en Argentina.....	57
2.3.6. Resultados del esquema de Metas de Inflación y dinámica del Mercado de Capitales entre 2016 y 2018	66

2.3.7. Desafíos de la política económica y del mercado de capitales argentino en la actualidad.....	75
3. CONCLUSIÓN	77
4. BIBLIOGRAFÍA	80

Índice de figuras y tablas

Figura 1: Índice S&P Merval en USD (CCL)	16
Figura 2: Índice S&P 500 en USD período 2012-2022.	16
Figura 3: Mercado de capitales en Argentina	21
Figura 4: Segmentos de negociación	22
Figura 5: Valores negociables	24
Figura 6: Distribución de volumen operado en BYMA durante el año 2022	25
Figura 7: Principales mecanismos de financiamiento empresario	27
Figura 8: Segmentos de descuento de cheques de pago diferido	29
Figura 9: Capitalización bursátil de empresas nacionales como porcentaje del PBI (2019)	35
Figura 10: Evolución de la capitalización bursátil en el mercado de capitales de empresas nacional que cotizan en bolsa (como % del PBI) – Argentina, Brasil, Chile, Colombia	36
Figura 11: Efectos económicos de la modificación de la política monetaria	41
Figura 12: Sistema de la Reserva Federal	46
Figura 13: Metas de inflación proyectadas	61
Figura 14: IPC GBA entre mayo y diciembre de 2016	61
Figura 15: IPC mensual año 2017	62
Figura 16: IPC período mayo 2016 – octubre 2018	67
Figura 17: Tasa de política monetaria del BCRA 2016-2018	68
Figura 18: Tipo de cambio oficial período 2016-2018	71
Figura 19: Reservas internacionales del BCRA período 2016-2018	72
Figura 20: Riesgo país período 2016 – 2018	72

Figura 21: Índice Merval en dólares período 2016 – 2018	73
Tabla 1: Financiamiento empresario a través del Mercado de Capitales (en millones de USD)	30
Tabla 2: Comparativa PBI, población y PBI per cápita	33
Tabla 3: Métricas de mercado de países tomados en comparación	34
Tabla 4: Métricas bursátiles de países tomados en comparación	37
Tabla 5: ETFs en países tomados en consideración	38
Tabla 6: Países que adoptaron el régimen de Metas de Inflación	56
Tabla 7: Evolución financiamiento y capitalización bursátil período 2016-2017	69
Tabla 8: Volumen promedio diario (en millones de ARS)	70
Tabla 9: Tipo de cambio implícito CCL al final de cada período	70
Tabla 10: Volumen promedio diario (en millones de USD)	70

.

1. INTRODUCCIÓN

Se podría conceptualizar al mercado de capitales como un mercado donde se negocian títulos valores con cotización pública de corto y largo plazo, entre otros instrumentos financieros. Los inicios de la intermediación financiera se ubican en las civilizaciones antiguas, pero es recién en el siglo XVI donde comienzan a tomar mayor notoriedad las herramientas de financiamiento de empresas y gobiernos, utilizando emisiones de capital y de deuda (Dapena, 2009). Inicialmente, los mercados de capitales se constituyeron como bolsas de valores, esto es, organizaciones privadas que ofrecían a sus miembros las herramientas necesarias para poder realizar operaciones de compraventas de títulos valores, siendo que la bolsa se encargaba de establecer las normas y los requisitos para que sus participantes puedan comerciar entre sí.

Los orígenes de las bolsas de valores se remontan al siglo XV, particularmente a la ciudad belga de Brujas, en un edificio que pertenecía a la reconocida familia Van der Buërse en el cual se realizaban transacciones económicas importantes y reuniones de carácter mercantil. En la fachada del edificio se podía ver un escudo de armas de los Buërse que exhibía tres bolsas de piel que hacían las veces de los clásicos monederos de la época, este hecho, junto al apellido de la familia "Buërse" hicieron que la gente comenzara a llamar "Bolsa" a aquel lugar (Brull, 2007). A pesar de que su nombre empezó a tomar cierta notoriedad en aquella época en la ciudad de Brujas, no fue hasta 1611 cuando apareció la primera bolsa de valores, la llamada bolsa de Ámsterdam, la cual fue creada por la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, quien contaba con el monopolio de los negocios que se llevaban a cabo entre Asia y los Países Bajos (Dapena, 2009). Tal era el poder de esta compañía que en un principio crearon la bolsa para ofrecer participaciones en sus negocios y así financiar su expansión comercial a otros territorios. De este modo, se podrían conceptualizar las primeras emisiones de capital donde se captaban grandes sumas de dinero a través de un gran número de personas, a cambio de una participación (las denominadas acciones de la compañía) en los resultados de este negocio. Esta obtención de financiamiento por parte de una empresa e inversión por parte diversos particulares, nacida de las necesidades de las compañías mercantiles colonialistas de la época, dio origen a un mecanismo de financiamiento e inversión que sigue siendo válido aún en la actualidad en los mercados de capitales modernos, estructurado por medio de la emisión de acciones ordinarias.

Uno de los principales objetivos de los mercados de capitales modernos es la transferencia de fondos desde los ahorristas (individuos y empresas superavitarias de fondos) hacia los agentes

económicos que, por cuestiones estratégicas o temporales, precisan dichos fondos para financiar su actividad. Sin duda el mercado de capitales ha sido un enorme motor de financiamiento para las empresas, fundamentalmente en los países desarrollados donde, tanto el alcance como los instrumentos y las alternativas disponibles para el financiamiento, están muy extendidos en la práctica y ampliamente difundidas en la educación financiera.

Las diferentes crisis económicas y financieras en las que ha caído Argentina en los últimos 30 años (Hiperinflación 89-90; Crisis 2001) han provocado, entre otras consecuencias, el fuerte deterioro en la confianza de los individuos hacia el sistema financiero argentino. Muestra de ello son los datos de la Encuesta de medición de capacidades financieras realizada por el BCRA en 2017 (BCRA, 2018), donde se destaca que solo el 29% de la población adulta ahorró durante ese año, pero más relevante aún, el 58% del total de los individuos ahorró de forma precaria, esto es, en alcancía o “bajo el colchón”, denotando falta de educación financiera y nula confianza en el sistema financiero argentino. Aún más, en la encuesta mencionada, se expone que Argentina alcanza el menor puntaje comparado con otros 5 países, a saber, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, tanto en conocimiento como en comportamiento y actitud financiera. Consecuencias de lo indicado implican modestos conocimientos y planificación financiera y, por ende, bajos niveles de ahorro y de inversión con relación al PBI.

Si el público inversor no posee niveles de seguridad mínima y rendimientos reales (por encima de la inflación local), será muy difícil atraer flujos al mercado de capitales en vistas de financiar proyectos de inversión de mediano plazo. Al respecto, considerando que la inflación es un fenómeno presente en nuestro país desde la década de 1940, se constituye como uno de los principales desequilibrios macroeconómicos a resolver cuando se analiza la política económica argentina en vistas de contrarrestar los efectos negativos que tiene la misma sobre la economía, particularmente sobre el ahorro y la inversión (Gonzalez Velasquez & Arechiga, 2021). Será fundamental la labor de los hacedores de política monetaria y cambiaria, así como de las instituciones en el seno del mercado de capitales, sembrar las bases de un mercado serio e inclusivo, que atraiga recursos y capital humano de forma tal de maximizar el potencial de la economía, pero también será crucial controlar la inflación en niveles moderados para poder dar certidumbre a las decisiones económicas de los individuos y las empresas.

Por otro lado, es de lamentar que aún en la actualidad, dadas las restricciones a la compra de dólares estadounidenses instrumentadas por el Banco Central mediante el llamado “cepo

cambiarlo”, los ahorristas que desean atesorar divisas extranjeras terminen accediendo al mercado informal, cuya cotización se encuentra en los márgenes de la legalidad y donde dicho mercado se configura como el único al cual los compradores pueden acceder de forma irrestricta, empeorando aún más la inclusión financiera y los alcances de la política monetaria del Banco Central. En este sentido, será un importante desafío de los futuros gobernantes el de reestablecer la confianza en la moneda local de tal forma que el peso argentino pueda volver a ser usado para trasladar consumo presente a consumo futuro de forma consistente en el tiempo.

El mercado de capitales es muy relevante al momento de sobrellevar y ayudar a mitigar desequilibrios macroeconómicos, y en cuanto a mejorar la eficiencia y el financiamiento de las empresas. Por esto, el objetivo general del presente trabajo es analizar la importancia del mercado de capitales argentino y su rol en la mitigación de desequilibrios macroeconómicos de corto y largo plazo.

Para ello, se plantean diversos objetivos específicos, a saber:

- identificar los elementos que, por medio del mercado de capitales, mejoran o fortalecen el ahorro y la inversión y, en última instancia, el crecimiento económico de un país;
- describir el mercado de capitales argentino, su estructura, composición y métricas numéricas relativas a su desarrollo reciente;
- comparar el mercado de capitales argentino a nivel internacional, principalmente con sus pares latinoamericanos;
- establecer la relevancia de la política monetaria en vistas de solucionar desequilibrios de corto plazo a través del mercado de capitales. Asimismo, exponer la importancia del mercado de capitales en la conformación de la estructura de tasas de interés y de las expectativas de los agentes económicos.

Hipotéticamente, si bien la relación puede no ser directa, un mercado de capitales desarrollado abarca reglas claras, respeto por las instituciones formales e informales, cumplimiento de contratos, precios públicos e información transparente, confianza en las instituciones bancarias, financieras y gubernamentales, entre otros factores, que, en última instancia, fortalecen las relaciones entre los individuos mejorando su sinergia y su productividad, y contribuyendo al crecimiento económico. Se podría esperar que no exista una relación causal y directa, siendo que múltiples factores como el acceso al crédito, la credibilidad del gobierno, la penetración financiera,

entre otros, mejoran la relación entre los agentes de mercado y, de esta manera, su potencial crecimiento económico.

Con la intención de arribar a una mayor comprensión del tema de estudio, el presente trabajo se basa fundamentalmente en el relevamiento, lectura y análisis bibliográfico. Priorizando el análisis crítico del material bibliográfico, dada la amplia cantidad de material disponible, es necesario un proceso de selección de los artículos relevantes para el objeto de estudio. El análisis de datos, cotizaciones y precios de los mercados de capitales y sus economías nacionales utilizados en el presente escrito se basan en información proveniente de páginas oficiales de organismos gubernamentales (BCRA, INDEC, IAMC, entre otros), así como de servicios de información gratuita y paga (Bloomberg). Se procede a exponer los mismos en tablas, gráficos y cuadro comparativos.

La motivación del presente trabajo es tanto personal como profesional. En su actividad profesional diaria, el autor asesora individuos y empresas que buscan ahorrar por medio del Mercado de Capitales en vistas de evitar perder el valor adquisitivo de su capital, provocado por los elevados niveles de inflación recientes, los cuales erosionan el poder adquisitivo de la moneda local. Por otro lado, el autor está convencido de que el mercado de capitales es una herramienta fundamental para el desarrollo económico de una nación, tanto por su función de canalizador de recursos, como por su función de relevamiento de precios e información transparente, y que tanto la oferta de instrumentos financieros, como las reglas claras y el respeto por los contratos deben ser estandartes de una inclusión financiera integral en nuestro país. Sin duda, el subdesarrollo del mercado de capitales argentino es uno de los muchos desafíos que enfrenta la Argentina, pero si se quiere estimular la inversión local se deben aplicar políticas específicas por medio de soluciones claras y precisas, siendo uno de los principales objetivos sembrar confianza y educar al público inversor.

Respecto de la estructura del presente trabajo, en la primera parte se expone la estructura y las características del mercado de capitales argentino, detallando los principales participantes del mercado y los mecanismos de financiamiento e inversión más utilizados, terminando con una comparación del mercado de capitales local con algunos de sus pares latinoamericanos.

En la segunda parte se expone el rol central del mercado de capitales en la conformación de la política monetaria de un país, de la determinación y modificación de la tasa de interés de referencia y como ésta influye en el accionar y en las decisiones de los agentes económicos, puntualizando el rol que tuvo el mercado de capitales en el esquema monetario aplicado en

Argentina entre 2016 y 2018 denominado Metas de Inflación. La elección del período de estudio del rol del mercado de capitales entre 2016 y 2018 corresponde al hecho de que fue el momento, respecto de los últimos 20 años en Argentina, donde fue más evidente la utilización de la tasa de interés de referencia, en el marco del mercado de capitales, como instrumento de política monetaria para intentar solucionar desequilibrios e influir en las decisiones de los agentes económicos.

Finalmente, se enuncian algunos resultados empíricos y se formulan conclusiones de los hechos ilustrados a lo largo del trabajo.

2. MARCO TEÓRICO

El mercado de capitales es fundamental en cuanto cumple diferentes funciones en la economía, siendo la principal el de ser el canalizador del ahorro hacia la inversión productiva, principalmente logrando el financiamiento de empresas locales, en tanto sea una institución que provea de flexibilidad para generar instrumentos de financiación claves para atenuar las crisis estructurales (Calvo, Parejo, Rodriguez, & Cuervo, 2014). La transparencia en la operatoria bursátil y su auditabilidad se constituyen como un mecanismo sencillo para que los gobiernos aumenten sus ingresos por medio de la recaudación impositiva. Además de lo mencionado, los mercados de capitales hacen las veces de “termómetros” de la economía, donde mientras se expande la actividad económica y se desarrollan círculos virtuosos en la economía, los índices bursátiles y los bonos soberanos muy probablemente tendrán un desempeño destacable expresando el humor de los inversores locales e internacionales. Por último, podemos mencionar que los mercados de capitales son de fundamental importancia para los gobiernos nacionales en tanto son canalizadores de las políticas monetarias de sus bancos centrales, donde las modificaciones a las tasas de interés y las emisiones de deuda en el mercado afectarán las decisiones de los agentes económicos y las expectativas del mercado.

Teniendo en cuenta lo expuesto anteriormente, se destaca la importancia que tiene para los gobiernos (y para sus hacedores de política económica) el incentivar el ahorro nacional y el profundizar los canales de transmisión de dichos saldos hacia la inversión, de forma tal de direccionarlos hacia la actividad productiva en vistas de expandir la actividad económica. Esto es cierto en países que tienen un horizonte claro, objetivos y consensos de largo plazo y,

fundamentalmente, reglas claras y estabilidad económica y jurídica, la cual permite a los agentes privados tomar decisiones económicas con la posibilidad de realizar proyecciones hacia el futuro (Mercado, 2018).

En este sentido, los hacedores de política tienen diversos objetivos de política económica que buscan solucionar desequilibrios, los cuales pueden clasificarse como de corto, mediano y largo plazo, siendo, en ocasiones, muy complejo realizar una clasificación pura. Como ejemplo de desequilibrios de corto plazo, podemos mencionar a un elevado nivel de inflación, el cual se desviara del objetivo propuesto por el Banco Central y sobre el cual se instrumentasen diversas herramientas de política (principalmente la política monetaria) para intentar mitigarlo. Por otro lado, se podría conceptualizar al insuficiente nivel de inversión como un problema, lo cual ocasiona desvíos del crecimiento económico de su potencial de largo plazo. Esto podría ser mitigado potenciando los mecanismos de ahorro-inversión de forma tal de mejorar la productividad de la economía, siendo fundamental el financiamiento de la misma a través del mercado de capitales.

No son pocos los modelos económicos que buscan explicar la relación entre el aumento del ahorro y la inversión (vía acumulación de capital) y el crecimiento económico. Son conocidas y generalmente aceptadas por la literatura económica las proposiciones de diferentes autores, entre ellos se destacan las de Solow (1956), en las que se enfatiza el rol de la acumulación de capital como explicación para el crecimiento económico (entendido como aumento del PBI per cápita) en el corto plazo. El autor expone la importancia del ahorro per cápita, el cual genera mayor inversión y eleva el crecimiento económico en la “transición” hacia el largo plazo (Robalino Rivadeneira, 2021).

Raymond Goldsmith es considerado como uno de los primeros en demostrar empíricamente que existe una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, medido como el aumento del PBI per cápita de los habitantes. Diversos trabajos apoyan la relación positiva entre el desarrollo financiero de un país y su crecimiento económico, siendo una de las explicaciones que la intermediación financiera incrementa la eficiencia y el volumen de los fondos que se derivan del ahorro a la inversión productiva (Ruiz, 2018).

Los modelos de crecimiento requieren, entre otros determinantes, de la acumulación de capital físico para sostener el desarrollo económico en el largo plazo. La mencionada acumulación se da en la medida que exista un adecuado entorno donde los ahorros puedan canalizarse de manera eficiente hacia la inversión productiva, mecanismo que se da fundamentalmente en los mercados de capitales desarrollados (Córdoba Gárces & Molina Ungar, 2017).

Dentro de esa dinámica, teniendo en cuenta el rol actual de los mercados de capitales desarrollados, sin duda toman relevancia los hacedores de política económica de los diferentes países de forma tal de incentivar, promover y facilitar el rol del mercado de capitales como intermediario por excelencia para trasladar el ahorro de la economía a la inversión, y con ello financiar y estimular proyectos de inversión que motoricen el crecimiento económico, mejorando la calidad de vida de los ciudadanos. Partiendo de este punto, parece correcto pensar que cuanto más desarrollado se encuentre el mercado de capitales de un país, esto facilitará el flujo de fondos hacia actividades productivas que requieren financiamiento, y a su vez incentivarán el funcionamiento de intermediarios financieros mejorando los costos de transacción e información, lo cual promoverá aún más la asignación eficiente de recursos productivos repercutiendo en crecimiento económico de largo plazo (Sigua N., 2019)

Ahora bien, los modelos de crecimiento económico desarrollados a partir de la década de 1980, entre ellos las postulaciones de North (1981), Hall y Jones (1999), y posteriormente Romer (2006), incorporan al análisis elementos tales como la importancia de las instituciones y su relación con el entorno económico, la acumulación de conocimientos, la estructura de incentivos, la innovación, la investigación y el desarrollo, y la inversión en capital humano para intentar explicar cómo una economía logra una mayor tasa de inversión y por ende de crecimiento y desarrollo económico (Montoya Agudelo & Quiroga Parra, 2021).

En tanto se establezcan correctos mecanismos de incentivos que permitan el fortalecimiento de mercados de capitales desarrollados, se estará facilitando el proceso de crecimiento en el largo plazo a través de la acumulación de capital, lo que en última instancia derivará en externalidades al resto de la economía, mejorando la estructura económica, la formación de capital intelectual y humano, y la innovación y el desarrollo tecnológico.

Prosiguiendo, ¿Por qué el subdesarrollo de un mercado de capitales es un problema? En primera instancia, el subdesarrollo de un país de ingreso medio como Argentina denota falencias institucionales y financieras. Un país que desde 1970 tuvo al menos una crisis cada 10 años, implementó cuatro cambios de signo monetario y experimentó dos hiperinflaciones, entre otros sucesos financieros traumáticos, no hace más que contribuir al deterioro y falta de confianza del sistema financiero argentino (BCRA, 2021). Sin instituciones financieras, sin confianza y sin ahorro el crecimiento potencial de la economía es inferior al óptimo.

Por contraste, las naciones más desarrolladas, con estabilidad política, financiera y de precios han logrado ser correctos canalizadores del ahorro hacia la inversión por medio del mercado de capitales siendo un claro ejemplo los Estados Unidos, donde actualmente el sector financiero representa casi el 10% del PBI. Al respecto surgen argumentos a favor y en contra del desarrollo del mercado de capitales. Rapaport y Brenta (2010) destacan el carácter especulativo de la operatoria bursátil (particularmente de las llamadas “burbujas especulativas”), las cuales en los últimos 40 años han impactado fuertemente en las crisis financieras, acelerando dichos procesos. Ejemplos de lo mencionado fueron el crack del 87’, la crisis de las .Com en el año 2000, y la crisis del sector financiero e inmobiliario (sub-prime) de 2008.

De lo mencionado se desprende que, si se quiere potenciar la economía, será fundamental además de contar con un mercado de capitales desarrollado, tener estabilidad de precios, siendo la inflación un tema de sensible relevancia en Argentina. Siguiendo lo expuesto por Parkin y Loria (Parkin & Loria, Macroeconomía, 2010), se puede entender la inflación como el cambio porcentual del nivel de precios en un período dado. La inflación es un problema debido a varias razones, pero la principal es que una vez que se establece, su tasa es imprevisible. La inflación ocasiona problemas sociales graves dado que redistribuye inequitativamente el ingreso y la riqueza, además de desviar recursos alejándolos de la producción. La inflación afecta a los individuos de menores ingresos por la reducción de su poder de compra, así como afecta las perspectivas de largo plazo derivado de la mayor incertidumbre económica que genera en la sociedad, distorsionando la toma de decisiones de los agentes económicos y desincentivando los proyectos de inversión de largo plazo. Derivado de las consecuencias dramáticas que tienen procesos inflacionarios sostenidos en economías emergentes, los costos atribuibles a la inflación pueden ser divididos en dos grandes grupos: costos en materia de eficiencia y costos en términos de equidad (Gastaldi & Iunnisi, 2014). Al respecto, surge la necesidad de que los hacedores de política económica, entendida ésta como aquella parte de la política que tiene que ver con los aspectos económicos de la realidad (De Pablo, 2021), puedan contar con soluciones a dichos procesos inflacionarios.

Respecto de los instrumentos de política económica que poseen las autoridades de un país, se encuentra la política monetaria (entendida ésta como la utilización de ciertas variables, tales como la tasa de intereses o la base monetaria, para la consecución de ciertos objetivos de política económica), la cual suele ser considerada como la principal herramienta que poseen los gobiernos para combatir, mediante un esquema monetario, los procesos inflacionarios y modelar las

expectativas (Plaza Vidaurre, Coronado Aguero, & Fernández Rodríguez, 2021). Dentro de este contexto, los Bancos Centrales de los diferentes países tienen un rol fundamental en lo referente al control de la inflación dado el monopolio de la emisión del dinero legal de la economía y porque, en general, son los encargados de llevar adelante la política monetaria del país al que pertenecen.

Para que las políticas económicas aplicadas por un gobierno sean creíbles deben ser consistentes temporalmente, lo que implica que el gobierno tenga incentivos a cumplir con lo acordado explícitamente con la sociedad respecto de sus objetivos y su accionar. Por otro lado, cuando el gobierno anuncia que va a llevar a cabo una política, pero luego tiene el incentivo y la posibilidad de tomar otro curso de acción, se entiende que existe inconsistencia temporal. En este caso, los agentes económicos se anticipan a tal situación y se obtiene un resultado no deseado o sub óptimo, en el cual ni los agentes ni el gobierno logran maximizar su bienestar.

En definitiva, es tan importante tanto la ejecución como la credibilidad que tengan las políticas económicas aplicadas por los hacedores de política en tanto puedan afectar a la estructura de tasas de interés y al accionar de las empresas y los individuos, modificando sus decisiones de ahorro, inversión y consumo.

2.1. Fundamentos teóricos

Siguiendo lo expuesto por Parkin, Esquivel y Muñoz (2007), el producto bruto interno está formado por cuatro componentes: el consumo, la inversión, el gasto público y las exportaciones netas. Cualquier aumento de algunos de sus componentes, ceteris paribus, provoca un aumento del PBI y, en consecuencia, crecimiento económico. El aumento del PBI per cápita en el largo plazo genera mejores condiciones materiales de vida para los habitantes de un país y es uno de los principales objetivos macroeconómicos de los gobiernos nacionales.

Entre los cuatro componentes del PBI señalados, se destaca la inversión como motor del crecimiento económico en el mediano y largo plazo. La inversión puede ser entendida como aumento del stock de capital de una economía (concepción clásica), una mejora en la tecnología disponible o una mejora del capital humano lo cual posibilita mayor productividad en el futuro, entre otros ejemplos.

La inversión total de un país puede desagregarse en: inversión privada (inversión de los agentes económicos locales y/o de los agentes económicos extranjeros), inversión pública (inversión de los diferentes niveles de gobierno).

Tal es así que, si se quiere incentivar la inversión en vistas de incrementar el crecimiento de largo plazo de una economía, se debería incentivar el ahorro interno y externo con el objetivo de volcar parte de ese ahorro a la inversión en el país.

Para lograr derivar gran parte del ahorro a la inversión (fundamentalmente al sector real o productivo) se precisan principalmente dos tipos de elementos: factores cualitativos y factores cuantitativos.

Dentro del primer grupo se encuentra la necesidad de un país estable y de un sistema financiero saludable, de tener estabilidad económica y seguridad jurídica, de forma tal que el mercado de capitales sea un verdadero nexo entre las unidades superavitarias de fondos (ahorro privado, ahorro gubernamental y/o ingreso de capitales) y las unidades deficitarias de fondos, es decir, empresas e individuos que precisan fondos para financiar su actividad cotidiana o para aumentar su inversión y potenciar su crecimiento (Reyes, 2019). Olivera (1977) plantea la enorme importancia de la seguridad jurídica, refiriéndose a ésta como el cumplimiento de los contratos formales y escritos, y al respeto por la propiedad privada, factores fundamentales para el correcto funcionamiento de las relaciones económicas entre los individuos.

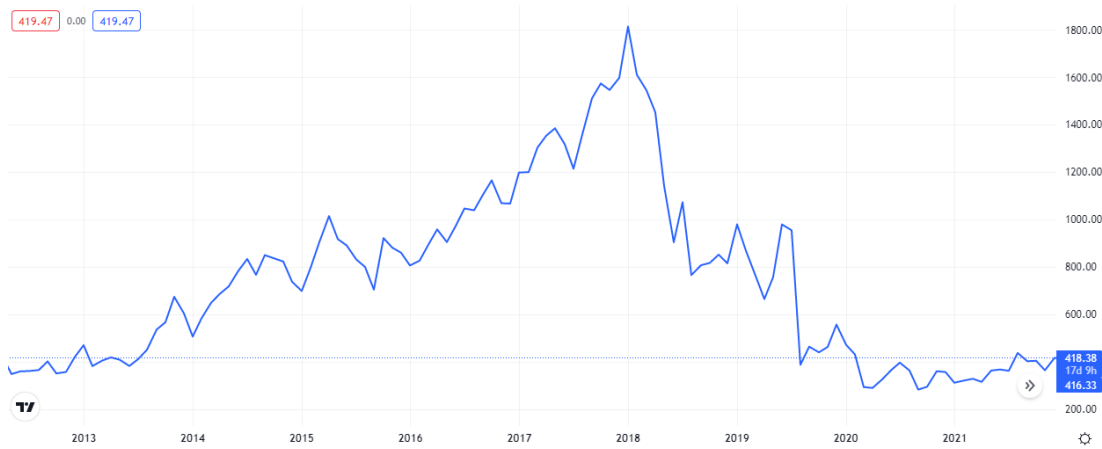
Por otro lado, en cuanto a los factores cuantitativos, se debe ofrecer una rentabilidad por el ahorro de los particulares que sea lo suficientemente elevada para que los agentes asuman el riesgo de invertir en nuevas tecnologías, en nuevos proyectos o en empresas pequeñas y medianas. Con respecto a este punto, es tan importante el porcentaje de rentabilidad como el instrumento y las garantías que intervienen en el proceso de financiación e inversión. Al respecto, uno de los principales mecanismos de financiación de las empresas son las emisiones de acciones ordinarias. En las mismas, la empresa ofrece en cotización una parte de su capital social en forma de “acciones” que serán ofrecidas al público inversor, el cual por medio de un análisis exhaustivo deberá decidir la conveniencia de invertir o no en una determinada empresa. Luego, dichas acciones tendrán una cotización pública donde se podrán comprar o vender libremente en el entorno de un mercado regulado.

Prosiguiendo con el análisis, un inversor local que desee comprar acciones argentinas podría invertir en el índice S&P Merval (índice de referencia para las acciones con mayor volumen diario operado en el mercado bursátil local). El mencionado índice cotiza en pesos, pero, si se lo deflacta por el tipo de cambio financiero (cotización del dólar contado con liquidación) se puede obtener un rendimiento comparable en moneda dura. En los últimos 10 años (mayo 2012- mayo 2022) el S&P

MERVAL tuvo un retorno negativo del 17% medido en dólares, es decir, quienes financiaron a las empresas argentinas con cotización pública por medio de la compra de sus acciones en el mercado secundario tuvieron un rendimiento medido en dólares fuertemente negativo.

Figura 1.

Índice S&P MERVAL en USD (CCL).

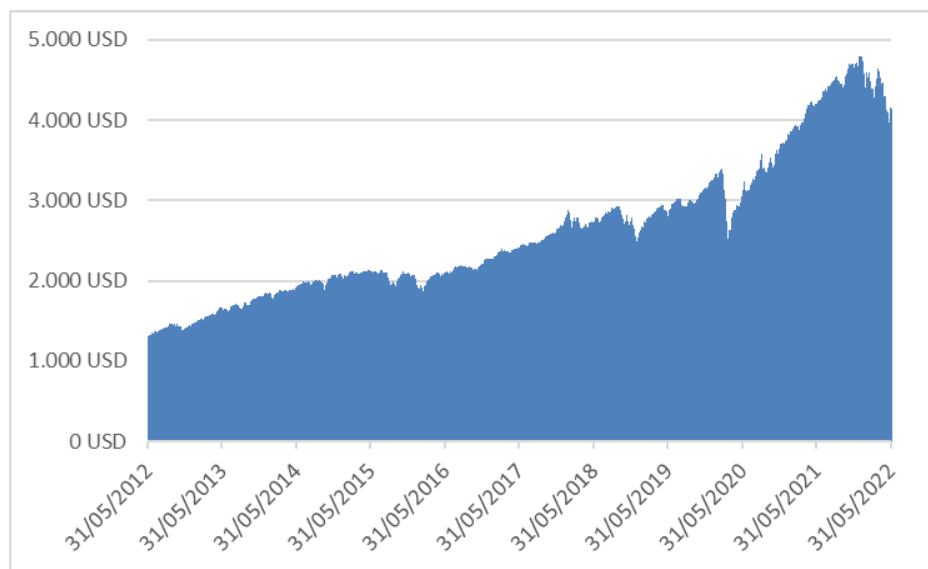


Fuente: Elaboración propia en base a Trading View.

Por otro lado, situación totalmente contraria experimentaron los inversores estadounidenses: en los últimos 10 años, quien invirtió en el S&P 500 (índice representativo de las 500 compañías más grandes de EEUU) tuvo un rendimiento positivo del 200%.

Figura 2.

Índice S&P 500 en USD período 2012-2022.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

La impresionante diferencia en los rendimientos de ambos mercados puede estar explicada, probablemente, por el importante crecimiento de la economía estadounidense en los últimos años (y sus empresas), la confianza en las instituciones y el cumplimiento de sus contratos, la sobre-liquidez mundial, la cual disminuye las tasas de interés internacionales y estimula la inversión en acciones de países desarrollados, entre otros factores.

El sobresaliente desempeño de la economía estadounidense, en contraposición con años de estancamiento de la economía argentina, y la intachable seguridad jurídica de su sistema financiero lo hacen uno de los mercados más desarrollados para invertir, atrayendo al público inversor internacional, incentivando su crecimiento y su desarrollo.

En sentido opuesto, los traumáticos sucesos financieros que tuvieron lugar en Argentina en los últimos años, solo por nombrar brevemente el plan Bonex de 1989, la pesificación asimétrica y el corralito del 2001, y el re-perfilamiento de la deuda de corto plazo en pesos y dólares de 2019, son ejemplos de incumplimiento de contratos y avasallamiento del sector público sobre los bienes del sector privado, los cuales quiebran en gran medida la confianza en el sistema financiero, debilitando aún más, crisis tras crisis, su capacidad para ser generador de recursos y de financiar al sector privado.

De lo expuesto anteriormente se desprende la relevancia del cumplimiento de los contratos y de las obligaciones, así como la importancia de que el público inversor pueda tener, en el mediano plazo, retornos positivos medidos en moneda dura (dólares) de forma de incentivar el financiamiento de las empresas, con el objetivo último de que el país posea mayores recursos productivos.

2.2. Estructura y características del Mercado de Capitales argentino.

2.2.1. El Mercado de Capitales argentino: breve reseña histórica.

El mercado de capitales argentino tiene sus orígenes en las Bolsas de Comercio, lugar donde antiguamente se concentraban las negociaciones de valores bursátiles y de commodities. En Argentina, las Bolsas más antiguas son la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, fundada 1854, y la Bolsa de Comercio de Rosario, fundada en 1884, las cuales fueron constituidas como asociaciones civiles sin fines de lucro. Luego, en 1909, se funda el Mercado a Término de Rosario SA (ROFEX) con

el objetivo de realizar operaciones de futuros de granos y, en 1927, se crea el Mercado de Valores de Rosario (actualmente convertido en el MAV) para liquidar y garantizar operaciones de compraventa de títulos valores. Dos años más tarde, en 1929, inicia sus actividades el Mercado de Valores de Buenos Aires SA.

Entre 1929 y 1937, luego de la sanción de diversas leyes, empieza a organizarse y estructurarse el mercado bursátil argentino con crecientes intervenciones estatales en vistas de regular la operatoria en dicho marco. A partir de la segunda guerra mundial el volumen de negocios en títulos públicos y privados, en especial el de estos últimos, adquirió un incremento importante. Ello fue motivado por el desarrollo que experimentó la industria nacional, que debió sustituir los productos que hasta ese entonces provenían del extranjero, esquema conocido como Industrialización por Sustitución de Importaciones (también conocido como "ISI"). La necesidad de capitales por parte de las empresas industriales locales determinó la apertura de las mismas a la cotización bursátil de sus acciones. Más tarde, en 1968 se crea la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV), y en 1974 se funda Caja de Valores SA, empresa privada cuyo objetivo es ser depósito colectivo central de valores negociables. Las políticas intervencionistas que aplicó el Estado argentino sobre la actividad bursátil y agropecuaria en el período mencionado, a saber, la instauración del Instituto Argentino de Promoción del Intercambio (IAPI), la fijación de precios máximos a los bienes exportables, la prohibición de listar determinados productos financieros y agropecuarios, y los constantes cambios en las normativas y las regulaciones, provocaron que se interrumpiera el desarrollo de los mercados bursátiles y de futuros.

En el año 2001 se establece el Régimen de Transparencia de Oferta Pública, el cual incorpora a la legislación vigente prácticas de buen gobierno corporativo, transparencia y protección del inversor minorista en el marco del mercado de capitales.

En 2013, luego de varios años de planeación y negociación, se dictamina la nueva ley de Mercado de Capitales (ley 26.831), determinando que se integrarían e interconectarían los mercados bursátiles de todo el país. De esta manera, la CNV pasa a ser el principal organismo de control de todos los participantes del mercado de capitales. Entre las principales modificaciones de la nueva ley, la desmutualización de los mercados fue una de las más relevantes. La misma implicaba que los operadores no necesariamente debían ser accionistas del mercado donde operaban, es decir, ya no era necesario que un mercado este adherido a una bolsa. Prosiguiendo con las modificaciones de la nueva ley, podemos encontrar la clasificación y creación de nuevos agentes, la

facultad de designación de veedores y administradores por parte de la CNV, la obligación de que los mercados cuenten con tribunales arbitrales y la eliminación de la autorregulación por parte de los mercados.

En 2018 se sanciona la Ley de Financiamiento Productivo 27.440 con el objetivo de atraer nuevas inversiones a partir de un mayor desarrollo del mercado de capitales local. Entre sus principales modificaciones, la nueva ley crea diversos instrumentos de financiamiento para facilitar a las pequeñas y medianas empresas el acceso al crédito (destacándose la introducción de la Factura de Crédito Electrónica), reformó el marco regulatorio de las ofertas públicas de adquisición (OPA) con el propósito de proteger al inversor minorista y corregir potenciales problemas, en tanto se modificaron ciertas disposiciones tendientes a facilitar la operatoria de los Fondos Comunes de Inversión y a fomentar la emisión de Obligaciones Negociables por parte de las empresas.

En la actualidad, los mercados de valores se han especializado en la negociación bajo su entorno de diferentes productos financieros, siendo ROFEX el mercado especialista en futuros financieros y agropecuarios, el Mercado Argentino de Valores (MAV) se centra en el descuento de cheques y el financiamiento Pyme, y BYMA y el Mercado Abierto Electrónico (MAE) se constituyen como los principales mercados de negociación de valores negociables de renta fija y variable (bonos, acciones, Cedears, obligaciones negociables, etc). La especialización ha segmentado claramente los productos a operar en torno a dichos mercados posibilitando el avance de tecnologías y desarrollos óptimos para la concreción de las negociaciones.

2.2.2. La estructura del Mercado de Capitales en Argentina y los principales instrumentos de inversión.

El mercado de capitales en Argentina está formado por diferentes entidades o agentes. En primer lugar, los “mercados” se organizan como sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para organizar operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública. Estos mercados serán los que dicten las reglamentaciones para habilitar la actuación en su ámbito de Agentes autorizados por la CNV. Se pueden nombrar como ejemplos el mercado de valores de Buenos Aires “BYMA” (Bolsas y Mercados Argentinos por sus siglas), el Mercado Argentino de Valores (“MAV”) y el mercado de futuros de Rosario (“ROFEX”).

En segundo lugar, la Comisión Nacional de Valores es el ente autárquico con jurisdicción nacional encargado de ser el órgano de control y disciplina del ámbito bursátil. Entre sus tareas se

pueden señalar registrar, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar a los Mercados y a los Agentes Registrados, siendo que además deberá controlar a las empresas emisoras de títulos valores con cotización pública.

En tercer lugar, los Agentes registrados son personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la CNV para realizar actividades de intermediación financiera de valores negociables. La CNV les impondrá determinados requerimientos cuantitativos (por ejemplo, capital social mínimo), como cualitativo (la imposibilidad de dar crédito a sus clientes, la incapacidad de tomar decisiones por éstos salvo debida autorización, entre otros). Entre los principales agentes, podemos mencionar los Agentes de Liquidación y Compensación (AlyC), los Agentes de Negociación (AN), los Agentes Productores (AP), entre otros.

En cuarto lugar, se encuentran las Cámaras Compensadoras. En nuestro país la principal es Argentina Clearing, la cual es una sociedad anónima cuyo objeto principal es actuar en la liquidación, compensación y administración de garantías de las operaciones, asumiendo las funciones de contraparte central en el caso de las operaciones garantizadas. La actuación de dicha entidad robustece la seguridad y la transparencia de la operatoria bursátil.

Por último, la entidad depositaria de valores negociables en Argentina se denomina Caja de Valores SA, quien cumple funciones de custodia por cuenta y orden de los depositantes, esto es, agentes registrados, fondos comunes de inversión, bancos y mercados. Esto hace que cada inversor posea una cuenta comitente con un agente registrado (AlyC, Banco, etc) y por ende una subcuenta en Caja de Valores donde los títulos están a su nombre. Lo mencionado posibilita que los valores Negociables no corran riesgo de custodia por parte del agente registrado con quien el inversor opera habitualmente.

Figura 3.

Mercado de capitales en Argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

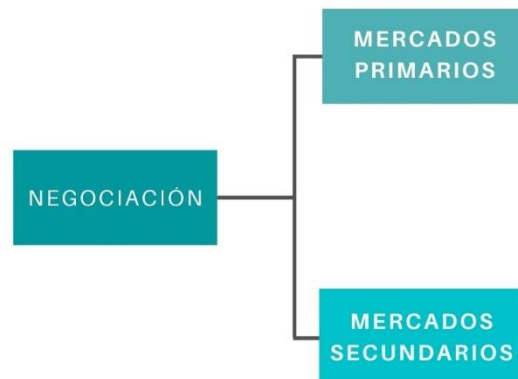
Así estructurado el mercado de capitales argentino, nace y sigue vigente con el propósito de ser el principal intermediario entre las unidades superavitarias y las unidades deficitarias de fondos con el objetivo de financiar proyectos en el largo plazo, los cuales en muchas ocasiones requieren de importantes sumas de dinero que de otra forma sería muy difícil de financiar.

Ahora bien, los instrumentos de inversión en el mercado de capitales se pueden ofrecer en dos segmentos bien diferenciados. En primer lugar, el mercado primario está relacionado con la emisión y colocación de activos financieros acorde a las especificaciones de su respectivo prospecto de emisión y aviso de suscripción que publique la empresa o ente público, donde la unidad deficitaria de fondos emite valores negociables con el objetivo de obtener fondos líquidos, mientras que los inversores intentarán comprar los instrumentos con el fin de tener rendimientos positivos para sus inversiones. Ejemplo de lo mencionado lo constituyen las emisiones de acciones ordinarias y de obligaciones negociables. En segundo lugar, el mercado secundario se caracteriza por ser el entorno en el cual cotizan y se negocian los títulos valores que fueron emitidos inicialmente en el mercado primario. En el mencionado segmento, los inversores que inicialmente obtuvieron los

valores negociables podrán desprenderse de los mismos en caso de precisar los fondos, así como nuevos inversores podrán hacerse de los mencionados títulos pactando un precio de mercado.

Figura 4.

Segmentos de negociación.



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA.

Del mismo modo, se podrían clasificar los valores negociables en el ámbito bursátil en títulos de renta fija y títulos de renta variable, donde en los títulos de renta fija se sabe de antemano cual será el flujo de fondos futuro a percibir, mientras que en el instrumento de renta variable no se conoce con certeza el rendimiento que recibirá el inversor.

Entre los principales instrumentos de inversión de renta fija en el mercado de capitales argentino, podemos mencionar a los bonos soberanos, a los bonos corporativos (u obligaciones negociables) y a las cauciones bursátiles.

Los bonos soberanos son instrumentos de renta fija emitidos por el gobierno nacional provincial o municipal. Estos títulos se emiten con el objetivo de financiar al sector público, donde quien toma el préstamo (emisor del bono), se obliga a devolver el capital que le fue prestado más un interés convenido. La emisión de bonos es uno de los principales mecanismos de financiamiento de largo plazo de los países, donde tiene particular relevancia la historia y la seguridad jurídica de su sistema financiero: mientras que países desarrollados y con un prolijo desempeño financiero podrán endeudarse a tasas bajas y con horizontes temporales largos, países emergentes con elevada volatilidad, baja previsión de ingresos fiscales futuros, reglas volátiles y poco claras no lograrán obtener un financiamiento óptimo en el mercado de capitales, pagando tasas elevadas por

sus empréstitos y teniendo que recurrir esporádicamente a organismos multilaterales de crédito (principalmente al Fondo Monetario Internacional).

Las obligaciones negociables (o bonos corporativos) representan un contrato de empréstito entre la empresa y el inversor. Las empresas encuentran en este instrumento un mecanismo interesante para financiar sus actividades en el mediano y largo plazo dado que, en general, son emisiones con plazos largos y montos elevados. Al igual que en los bonos soberanos, este tipo de títulos otorgan el derecho a percibir intereses anuales y la devolución del capital invertido al vencimiento. Este mecanismo de financiamiento es particularmente importante para las empresas derivado del beneficio impositivo de contraer deuda, dado que los intereses anuales que la empresa paga a sus inversores disminuyen el resultado del ejercicio, reduciendo así la base imponible del impuesto a las ganancias.

La caución bursátil es un préstamo entre partes en el marco del mercado de capitales, donde la parte superavitaria de fondos presta un determinado capital (lado colocador de fondos) a la unidad deficitaria de fondos (tomador de los fondos), quien pide prestado el monto convenido, pero con la obligación de colocar títulos en garantía para garantizar el cumplimiento de la devolución del capital más los intereses correspondientes. Las cauciones bursátiles tienen una rentabilidad anual proporcional al plazo colocado y una fecha de vencimiento estipulada ex-ante del compromiso del contrato. La caución se caracteriza por ser una alternativa de colocación de fondos para los inversores con excedentes de dinero y una forma de conseguir fondos líquidos para los que necesitan financiamiento. Este instrumento es fundamentalmente relevante para las empresas e individuos que tienen necesidades de efectivo de muy corto plazo, asumiendo que tienen una cartera de inversión capaz de garantizar la obligación hasta el vencimiento del préstamo bursátil.

Entre las principales alternativas de inversión de renta variable en el mercado local podemos encontrar a las acciones argentinas y a los Cedears.

Las acciones representan una parte del capital social de una sociedad anónima, le propinan a su tenedor la condición de socio o accionista y establecen un conjunto de relaciones jurídicas y económicas entre éste y la sociedad en cuestión. De esta manera, el tenedor de acciones puede participar de las asambleas de accionistas, tiene el derecho a percibir dividendos (si los hubiera) y el derecho de suscripción preferentes, entre otros. Las empresas pueden repartir dividendos, que constituyen un retorno para el inversor, en dos formas: dividendos en efectivo o dividendos en acciones. En el primer caso, el pago se realiza en efectivo, mientras que en el segundo las ganancias

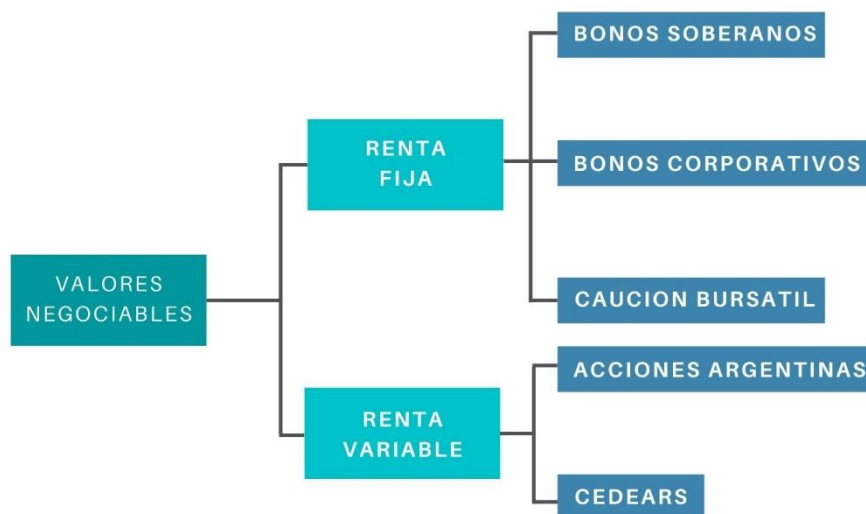
pasan a formar parte del capital social de la empresa, recibiendo los accionistas nuevas acciones en proporción con su tenencia al momento previo de la distribución.

Mediante la emisión de acciones, la empresa busca ampliar el capital obteniendo fondos para financiar sus operaciones, pero adicionalmente a esto la empresa adquiere prestigio dado que parte de su capital cotiza en un mercado bursátil, lo cual le proporciona cierta revalorización de marca, notoriedad a nivel internacional y le otorga cierta percepción de transparencia. Por otro lado, mediante la emisión de acciones una empresa podría conseguir financiamiento de muy largo plazo necesario para desarrollar inversiones productivas que de otra forma sería muy difícil, siendo que en ocasiones es una alternativa disponible para aquellas empresas que ya tienen emitidas obligaciones negociables y no pueden expandir su deuda financiera.

Por último, los Cedears (por sus siglas, Certificado de Depósito Argentino) representan una determinada cantidad de valores negociables que no tienen oferta pública ni cotización en el mercado argentino. En general son empresas extranjeras cotizantes en los principales mercados bursátiles del mundo, donde el rendimiento que recibirá el inversor cuando compra un Cedeard estará determinado por la variación de la cotización del dólar contado con liquidación y de la cotización del activo subyacente en su principal mercado de referencia, siendo que en última instancia estos factores afectan y determinan la cotización del activo en pesos en el mercado local.

Figura 5.

Valores negociables.



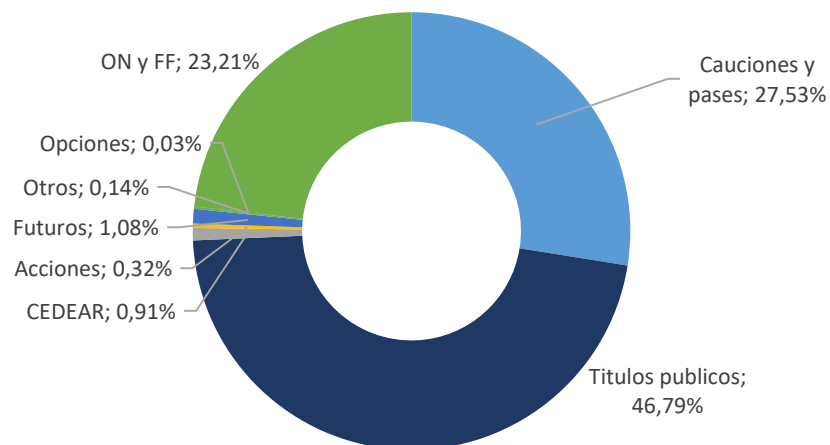
Fuente: Elaboración propia en base a BYMA.

2.2.3. Dinámica del Mercado de Capitales argentino.

Según el informe del IAMC de abril de 2022 (IAMC, Informe mensual abril 2022, 2022) apenas el 1,23% del volumen operado en BYMA (el mercado más grande de Argentina) corresponde a renta variable (considerando acciones argentinas, opciones y Cedears), mientras que el 97,5 % del volumen operado corresponde a renta fija. Esto podría estar caracterizado por un menor apetito de riesgo por parte del público inversor, dado que el invertir en activos de renta variable no le asegura un rendimiento al inversor que lo compra.

Figura 6.

Distribución de volumen operado en BYMA durante el año 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC.

Asimismo, si se toman datos para fin del año 2021, encontramos que las 10 acciones más negociadas del Índice S&P Merval explican el 78% del volumen total, una cifra apenas inferior al año anterior (79%), denotando aún una gran concentración del volumen operado en pocos activos (IAMC, Resumen de mercado 2021, 2022). El mercado argentino de renta variable ha visto reducido su volumen en los últimos 4 años derivado de su magra performance bursátil, donde el Índice S&P Merval acumula una baja del 74% en dólares entre el 31/01/2018 y el 31/04/2022. En igual periodo, el volumen operado diario, medido en dólares contado con liquidación, disminuyó desde los 53.435.114 USD el 31/01/2018, hasta los 5.048.920 USD al 31/04/2022, siendo actualmente apenas poco más del 9% del volumen promedio operado hace 4 años.

En contraposición con lo mencionado anteriormente, y principalmente afectado por las restricciones nacionales a la compra de dólares sobre las personas física y jurídicas por el recrudescimiento del “cepo” cambiario, muchos inversores encontraron en los Cedears un refugio para los pesos que buscaban ser dolarizados, dado que el instrumento señalado ajusta su capital por suba del tipo de cambio contado con liquidación. En el año 2021, el volumen operado en USD de Cedears aumento casi 61% en comparación al año previo, siendo que, en promedio, representó casi el doble del volumen operado respecto a las acciones argentinas (IAMC, Resumen de mercado 2021, 2022). Esto habla a las claras de un mercado cada vez más “internacionalizado”, donde los inversores buscan cobertura ante la suba del tipo de cambio, aun asumiendo el riesgo de comprar una compañía donde su cotización, medida en dólares, puede disminuir.

Derivado de las restricciones a la compra de dólares, la operatoria de “dólar bolsa” en el ámbito bursátil tuvo un gran crecimiento. Esta operatoria consiste en la posibilidad de que un inversor pueda cambiar sus pesos por dólares, o viceversa, a un tipo de cambio “libre”. Para esto, en general y por motivos de liquidez, el “dólar bolsa” se realiza mediante la compra venta de bonos soberanos, siendo el Bono 2030 (AL30) el más utilizado. Con relación al volumen operado en bonos soberanos, el mismo representa casi la mitad del volumen total, siendo el Bono AL30 el de mayor participación (40% del volumen total en bonos soberanos).

Si se analiza el mercado de obligaciones negociables y fideicomisos financieros desde el lado del inversor, se puede observar que está dominado principalmente por inversores instituciones y grandes participantes de mercado, mientras que son las pymes y las grandes empresas las principales emisoras de estos títulos. Al respecto me referiré en el próximo capítulo.

Por último, cabe señalar que el 27% del total operado en el mercado corresponde a cauciones bursátiles, siendo el plazo más utilizado el de préstamos a 1 día (68% del total operado). El instrumento señalado se constituye como una alternativa de inversión de muy corto plazo con alta flexibilidad, dado que le permite al inversor colocar su capital y tener la posibilidad de derivarlo a otro instrumento, al vencimiento, en caso de que así lo precise.

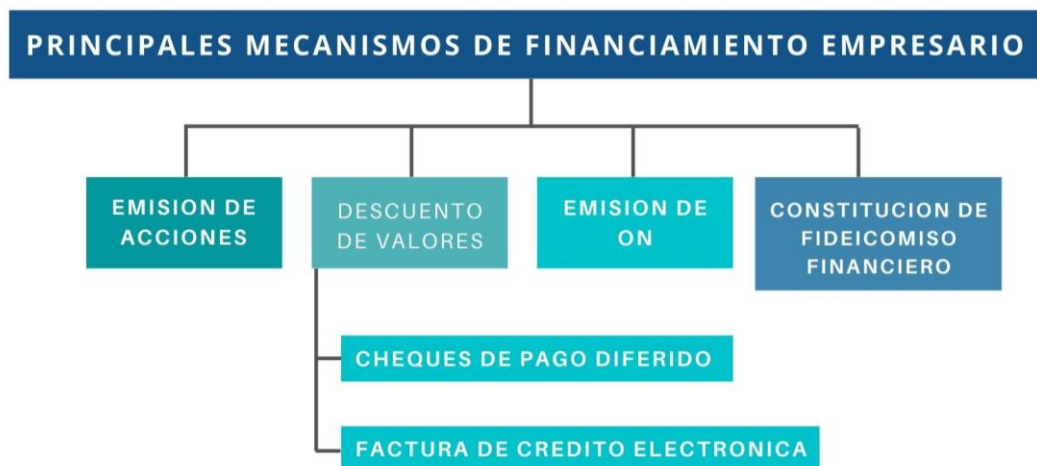
Descripta así la distribución, parecería ser que la mayor parte del mercado es transaccional, donde los inversores, en un contexto de elevada emisión monetaria y alta inflación, buscan desprenderse de sus pesos y pasarse a dólares por medio de la operatoria en bolsa, así como intentar encontrar cobertura en instrumentos de inversión dolarizados, de manera de resguardar el poder de compra de sus ahorros.

2.2.4. Principales mecanismos de financiamiento empresarial.

Entre los principales mecanismos de financiamiento para las empresas podemos mencionar a la emisión de acciones, el descuento de cheque de pago diferido y de factura electrónica, la emisión valores de corto plazo y de obligaciones negociables, y la constitución de fideicomisos financieros.

Figura 7.

Principales mecanismos de financiamiento empresarial.



Fuente: Elaboración propia en base a MAV.

Ya se ha mencionado la importancia y los beneficios para una empresa de la emisión de acciones, así como de la emisión de obligaciones negociables. Es particularmente relevante el régimen de emisión de Obligaciones Negociables Pyme, donde la empresa tiene menores requerimientos administrativos a la hora de la emisión. Al respecto, este instrumento se destaca por su menor costo, mayor agilidad, la obtención de bonificaciones en cuanto a gastos de mercado y el acceso a tasas de interés preferenciales. Sin duda que se ha convertido en una alternativa muy valiosa para las pequeñas y medianas empresas que comienzan a dar sus primeros pasos en el mercado de capitales.

Uno de los principales mecanismos de financiamiento para las pymes es el descuento de cheques de pago diferido por bolsa. La ley 24.452 define al cheque como “una orden de pago librada a días vista, a contar desde su presentación para registro en una entidad autorizada, contra la misma u otra en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a

su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado”. El cheque de pago diferido es un instrumento de deuda con un plazo máximo de emisión de 360 días y de tipo cupón cero, ya que el inversor que lo compra lo hace a un valor inferior al que recibirá al vencimiento del mismo.

Las empresas que requieran adelantar el cobro del cheque de pago diferido podrán descontarlo en el mercado de capitales resignando un porcentaje correspondiente a la tasa de interés anual del descuento del cheque. La tasa del descuento dependerá del segmento en el que se negocie. Al respecto, podemos mencionar entre los principales segmentos de negociación el segmento Garantizado y el No Garantizado, el Avalado por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) y al segmento Patrocinado.

El descuento de cheque de pago diferido por medio del segmento Garantizado se caracteriza porque la garantía del cheque negociado es otorgada por el MAV, quien a su vez solicita contragarantías al Agente que introduce el cheque al Mercado para su descuento, otorgando al inversor garantías suficientes que avalan el pago. Por otro lado, en el segmento No Garantizado el descuento del cheque no cuenta con ninguna garantía adicional de pago más que la del librador del cheque, lo cual lo convierte en el segmento “más caro” para la pyme en términos de tasa de descuento.

El segmento Avalado por SGR ha ganado muchísima notoriedad en los últimos años, en tanto los procesos se volvieron más eficientes y se amplió el espectro de sociedades avalistas. Este segmento es exclusivo para Pymes, donde la empresa primero debe obtener el aval de la SGR para, posteriormente, poder descontar valores en el ámbito bursátil. Ante cualquier dificultad de cobro del cheque, será la propia SGR quien pague el monto negociado bajo su aval. Este segmento se caracteriza por ser el más seguro y, por ende, el de menor tasa de descuento para las pymes. Con datos a abril de 2022, el segmento de descuento de cheques Avalados por SGR se constituye como el principal, representando el 47% del total descontado, ascendiendo a 7.909 millones de pesos descontados (MAV, Informe mensual - abril 2022, 2022).

Por último, el descuento de cheque por medio del segmento Patrocinado se caracteriza por ser el librador del cheque quien patrocina y fomenta el descuento de su propio cheque, facilitando el acceso al financiamiento para su cadena de proveedores.

Figura 8.

Segmentos de descuento de cheques de pago diferido



Fuente: Elaboración propia en base a MAV.

Cabe destacar que el mercado de cheques de pago diferido ha demostrado un importante dinamismo aún durante la crisis de la pandemia por Covid-19, en tanto evidenció un crecimiento porcentual por encima de la inflación comparando los años 2020 y 2021.

Por otro lado, los Valores de corto plazo se caracterizan por ser un mecanismo de financiamiento por medio de la emisión de valores representativos de deuda, con plazos de vencimiento menores a 365 días, siendo que solo podrán ser adquiridos para su inversión por inversores calificados.

Por último, el descuento de factura de crédito electrónica es el instrumento de financiamiento pyme más reciente. Este crédito comercial puede pasar a ser un crédito financiero en el marco del mercado de capitales para su descuento, donde la empresa pyme se financiará descontando este título ejecutivo resignando un porcentaje correspondiente a la tasa de interés. Si bien es un producto relativamente reciente, el mismo tuvo un crecimiento del 89% en el volumen operado en 2021 en comparación con el año 2020 (MAV, Informe anual 2021, 2021).

2.2.5. Estructura de los mercados especializados en financiamiento empresarial.

Podemos distinguir dos principales mercados donde se concentra la mayor parte del financiamiento de las empresas: BYMA para las grandes emisiones de ON, valores de corto plazo (VCP) y fideicomisos financieros, y por otro lado el MAV para la negociación de cheques de pago diferido y facturas electrónicas.

Con relación a la operatoria en BYMA, el 87,3% del financiamiento en 2021 fueron emisiones de Obligaciones Negociables y de VCP, seguido por los fideicomisos financieros con el 10,6%. Del

total colocado en ON (5.967 millones de USD), los tres sectores más activos fueron el de generación de energía, el de industria de petróleo y gas, y el de actividades financieras y seguros (IAMC, Resumen de mercado 2021, 2022).

Tabla 1.

Financiamiento empresario a través del Mercado de Capitales (en millones de USD)

Instrumento	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ON	3.899	5.538	4.160	6.064	8.922	9.703	4.114	2.640	4.515	5.981
FF	3.446	4.718	2.994	2.762	2.516	2.402	1.444	735	410	729
ACC	26	91	42	15	287	2.344	50	24	50	119
CPD	427	525	622	822	810	854	573			
FCC						281	41	139	12	24
Pagarés					12	120	124			
TOTAL GENERAL	7.798	10.872	7.818	9.662	12.547	15.704	6.347	3.541	4.988	6.854

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC.

Tal como lo expone el cuadro anterior, entre los años 2012 y 2021 el financiamiento a través del mercado de capitales (en el ámbito de BYMA) ascendió a 86.131 millones de USD, representando la emisión de ON y de fideicomisos financieros el 64,5% y el 25,7% respectivamente del total.

La especialización y división de los mercados se expone claramente cuando se analizan los montos emitidos en función del tamaño de la empresa. En 2021, el 99% de las emisiones de ON y VCP en BYMA fueron de empresas grandes, mientras que solo 1% correspondió a Pymes (IAMC, Financiamiento a través del mercado de capitales, 2021).

Por consiguiente, el MAV se especializa en el financiamiento de pequeñas y medianas empresas a través de diferentes instrumentos, siendo los principales las operaciones de cheques de pago diferido, pagares bursátiles, facturas de crédito electrónica, acciones de empresas PyMes y obligaciones negociables PyMes. Con datos al cierre del primer cuatrimestre de 2022, el financiamiento pyme a través del descuento de cheques de pago diferido (tanto físico como electrónico) y de factura de crédito electrónica aumento un 54% interanual, acumulando un volumen para los primeros cuatro meses del año 2022 de 141.788 millones de pesos en montos descontados (MAV, Informe mensual - abril 2022, 2022). En lo que respecta al año 2021, el monto total de financiamiento de PyMes en MAV fue de 326.652 millones de pesos, siendo el descuento de cheque de pago diferido el principal mecanismo elegido por las empresas, con el 85% del total operado.

Por motivo de la pandemia derivada del Covid-19, se ha popularizado y extendido en el mercado el uso del ECHEQ (el cual no es más que un cheque de pago diferido electrónico), haciendo más eficaz los procesos de transferencia de fondos y reduciendo al mínimo posible la transmisión de valores físicos, en vistas de disminuir el riesgo de contagios por Covid. Al respecto, en tanto el ECHEQ tiene las mismas características que los cheques físicos, se pueden descontar en el ámbito de un mercado regulado disminuyendo la interacción física entre personas. Este cambio de paradigma se puede evidenciar en los números, donde el 78% del valor total negociado en MAV durante el año 2021 lo constituyen instrumentos electrónicos, siendo el principal instrumento el ECHEQ, explicando el 63% del total.

Si se analiza la estructura de participación de las ALyCs en el proceso de negociación y descuento de cheques de pago diferido, podemos encontrar también una especialización elevada: poco más del 60% del volumen en cheques es descontado a través de 10 sociedades de bolsa del país. Sin duda que la asesoría personalizada y la cercanía con la empresa pyme hace que determinadas ALyCs se centren en este producto, mejorando la eficiencia y el análisis de oportunidades de mercado.

Con relación al descuento de factura electrónica, si bien es un instrumento muy reciente, el mismo viene creciendo con fuerza desde sus inicios en 2018, acumulando un crecimiento del 89% durante el año 2021, habiéndose operado 4.299 millones de pesos en descuento de factura electrónica en el señalado año.

En síntesis, el mercado de capitales argentino tiene claramente distribuidos los principales mercados de instrumentos de financiamiento, lo cual favorece la especialización y el avance tanto de tecnologías como de mejoras en la operatividad. Sin duda que aún se necesitan grandes avances para extender los mecanismos de financiamiento a la totalidad de las pymes en la economía, pero tanto las leyes del Mercado de Capitales promulgadas en 2013 y 2018, como los enormes esfuerzos de capital humano llevado a cabo por los mercados y las bolsas de comercio regionales, posibilitan que cada vez sean más las empresas que accedan a este tipo de financiamiento, mejorando su ciclo productivo.

2.2.6. La comparación del Mercado de Capitales argentino a nivel latinoamericano.

Sin duda que la selección correcta de países comparables a la Argentina es muy difícil, ya sea por las características económicas y culturales propias de nuestro país, como por la historia y los desafíos por los que países tan cercanos (geográficamente) han debido enfrentar.

A propósito de realizar una aproximación a la comparación de Argentina a nivel latinoamericano, se busca tomar en consideración tanto la cercanía geográfica como el grado de desarrollo económico. Al respecto, se han seleccionado para su comparación los siguientes países: Brasil, Chile y Colombia.

Brasil es el país, medido por superficie, más grande de América del Sur y el quinto a nivel mundial. Su economía se centra principalmente en el sector agrícola, minero, manufacturero y de servicios. El sorprendente crecimiento de la economía brasilera en los últimos años estuvo potenciado principalmente por las exportaciones de materias primas y de bienes acabados, tales como la soja, el acero, café y hierro, automóviles, maquinaria, aeronaves, dispositivos electrónicos y textiles.

Chile es uno de los países con mayores Índices de Desarrollo Humano (IDH) de Latinoamérica, según el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. Su economía se ha convertido en una de las más abiertas del mundo, celebrando acuerdos de libre comercio con diferentes bloques regionales y con las principales potencias económicas del mundo. A pesar de esto, su nivel de actividad se encuentra muy relacionado al precio internacional del Cobre, el cual se constituye como el principal producto de exportación y el mayor generador genuino de divisas para el país.

Colombia está posicionada como la cuarta economía más grande de Sudamérica, detrás de Brasil, Méjico y Argentina. Entre los sectores económicos más dinámicos podemos encontrar a la agricultura (destacando la producción de café), la ganadería, el turismo y la explotación minera y de petróleo.

Tabla 2.

Comparativa PBI, población y PBI per cápita.

Datos al año 2020	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
PBI en millones (en USD a precios corrientes ajustado por PPA)	942,43 USD	3153,14 USD	452,78 USD	726,42 USD
Población total (en millones)	45,38	212,56	19,12	50,88
PBI per cápita (en USD a precios corrientes ajustado por PPA)	20.763	14.890	23.269	14.421

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

Como puede observarse en el cuadro, si bien no hay una uniformidad perfecta en los niveles de PBI nominal y población total, los 4 países poseen niveles similares de PBI per cápita ajustados por PPA, esto es, ajustado por el nivel de precios. Al respecto, la región latinoamericana se caracteriza por ser un actor central en la producción mundial de materias primas agropecuarias, desarrollos de ganadería y explotación minera y de petróleo, entre otros. Cabe recalcar que los precios de las materias primas señaladas se constituyen como *commodities*, esto es, materias primas fungibles con cotizaciones y precios determinados internacionalmente. Este último factor determina en gran medida el desempeño de las economías regionales, lo cual termina impactando en última instancia en el ingreso de divisas y en el nivel de actividad económica.

Tabla 3.

Métricas de mercado de países tomados en comparación.

Datos a abril de 2021	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
Principal Mercado de Valores	BYMA	B3	Bolsa de Santiago	Bolsa de Valores de Colombia
Número total de sociedades de bolsa	246	161	25	110
Cantidad total de empresas locales cotizantes	91	361	194	64
Riesgo País	1.586	241	124	227

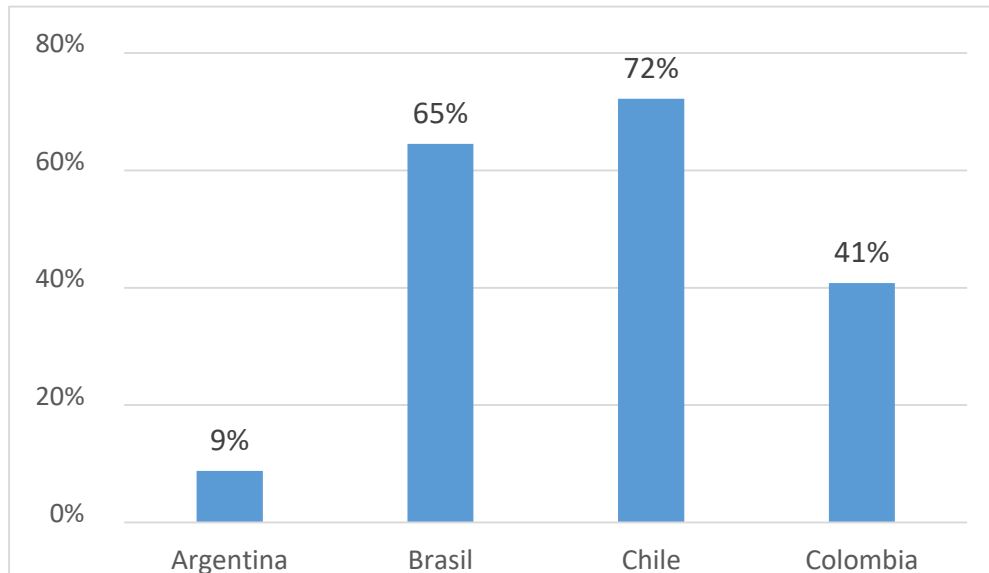
Fuente: Elaboración propia en base a FIAB y Banco Mundial.

Tal como se expuso en el cuadro anterior, si bien Argentina es el país con mayor cantidad de sociedades de bolsa, esto es, empresas que hacen las veces de intermediarios entre el mercado de capitales y el inversor final, Brasil es el país con mayor cantidad de empresas locales cotizantes, lo cual va en consonancia con el hecho de ser la economía más grande de la región, donde parte de las empresas deciden financiar una porción de su patrimonio emitiendo acciones.

Se destaca Chile, donde si se lo compara con Argentina, tiene la mitad del PBI nominal y la mitad de la población de éste, mientras que en contraposición existen actualmente 194 empresas chilenas cotizando en su mercado local, número que más que duplica el registro de Argentina. Lo indicado puede estar determinado por la gran apertura del mercado de capitales financiero de Chile, donde la economía ha experimentado grandes ingresos de capitales extranjeros, mejorando aún más sus indicadores financieros. Al respecto, Chile se posiciona como el país con el riesgo país más bajo de la región, con tan solo 124 puntos básicos, lo cual posibilita el acceso del gobierno al mercado financiero internacional de deuda a tasas solo comparables con países desarrollados de ingresos elevados, y lo que es más importante aún, el bajo riesgo país posibilita a las empresas privadas locales acceder a financiamiento internacional a tasas considerablemente reducidas.

Figura 9.

Capitalización bursátil de empresas nacionales como porcentaje del PBI (2019).



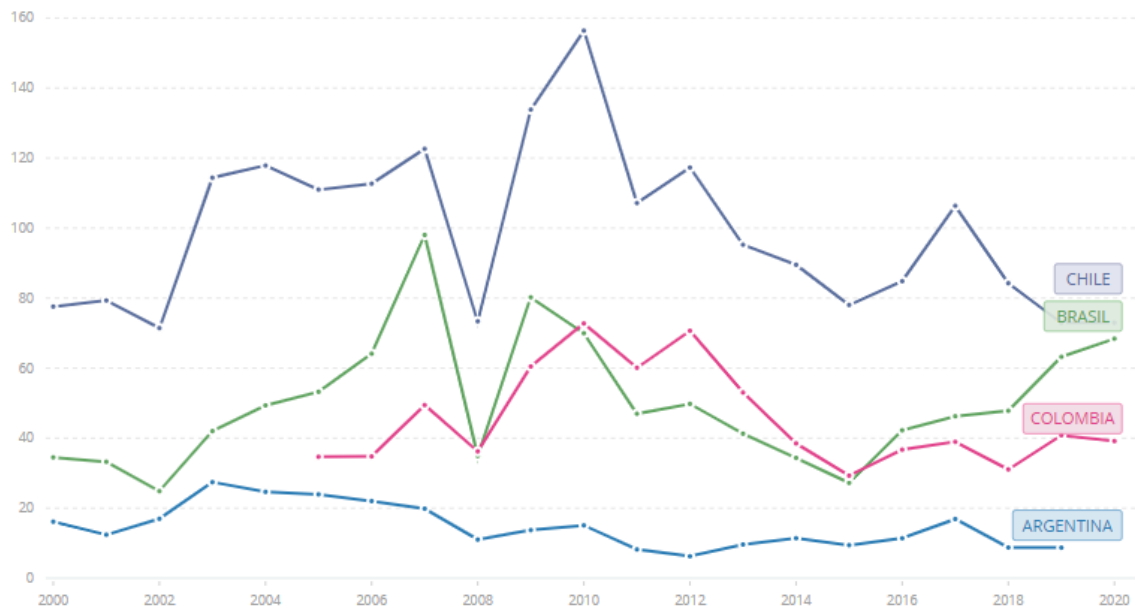
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Cuando se quiere realizar una comparación del tamaño de los mercados de los distintos países se suele estudiar la capitalización bursátil como porcentaje del PBI de cada país, siendo que cuanto mayor sea este indicador, mayor será la profundidad del mercado accionario. Como puede evidenciarse en el gráfico, con datos al 2019, Chile se constituye como el mercado de capitales con mayor porcentaje de capitalización bursátil de empresas locales en función del PBI, entendiendo a la capitalización de un mercado o un país como la suma de las capitalizaciones de todas las empresas listadas en el mismo.

Prosiguiendo con el análisis, si bien el PBI de Chile en términos nominales es el más pequeños de los países en comparación, es de destacar el elevado porcentaje de capitalización bursátil de empresas nacionales como porcentaje del PBI, superando inclusive a una economía como la de Brasil. Por otro lado, es lamentable mencionar el paupérrimo nivel de participación bursátil en Argentina, donde la cotización de empresas locales medida en dólares en función del PBI solo alcanza el 9%. Esto puede ser atribuido a la falta de estabilidad económica y financiera de largo plazo, y a las constantes crisis financieras por las que ha atravesado desde la década de 1950.

Figura 10.

Evolución de la capitalización bursátil en el mercado de capitales de empresas nacional que cotizan en bolsa (como % del PBI) – Argentina, Brasil, Chile. Colombia.



Fuente: Banco Mundial.

Tal como se ha mencionado anteriormente, en Argentina toda persona, tanto física como jurídica, que posea títulos valores con cotización pública debe tener abierta una subcuenta comitente en Caja de Valores, donde los mismo son custodiados. Según datos de Caja de Valores correspondientes al cierre del 1er trimestre de 2021, existen en Argentina 497.041 subcuentas con saldos disponibles (Caja de Valores, 2021).

Si se lo compara con la población de Argentina, y si bien el último censo fue realizado en 2010, según estimaciones del INDEC para 2021, la Argentina cerró 2021 con una población total de 45.808.747 habitantes (INDEC, 2021). Prosiguiendo con el análisis, si se tiene en cuenta la cantidad de subcuentas comitentes activas en Caja de Valores, y asumiendo a los fines prácticos del análisis que el 100% corresponde a personas físicas, si comparamos la cantidad mencionada con la población total proyectada de Argentina para 2021, encontramos que poco más que 1% de la población tiene cuenta comitente de forma tal de realizar actividades de inversión y financiamiento. La comparación, sumado a la baja capitalización bursátil mencionada anteriormente, denota a las claras la baja profundización del mercado de capitales en el sistema financiero argentino.

Tabla 4.

Métricas bursátiles de países tomados en comparación.

<u>Año 2021</u>	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
Capitalización bursátil de empresas domésticas (valores a fin de marzo, en millones de USD)	25.972	899.478	210.193	95.828
Monto total negociado en acciones (acumulado en el año, en millones de USD)	582	387.624	10.946	2.169
Número total de operaciones en acciones domésticas (acumulado en el año, en miles)	1.035	214.185	1.994	233
Rotación del mercado accionario local (porcentaje promedio para los primeros tres meses de 2021)	8%	168%	22%	9%

Fuente: Elaboración propia en base a FIAB y Banco Mundial.

Con relación a las operaciones en acciones de los diferentes mercados de capitales locales, se puede observar la sobresaliente capitalización bursátil del mercado brasileiro en comparación al resto de los países tomados para el análisis. Al respecto, también es considerable la diferencia en cuanto a los volúmenes operados (medidos en dólares), siendo que las acciones locales en B3 operan hasta 34 veces más en comparación a Chile. Muy lejos de los volúmenes operados en Brasil y Chile, Argentina solo llevaba negociado 582 millones de dólares en el acumulado de los primeros tres meses del año 2021, siendo que ni siquiera llegaba al 0,5% del volumen operado en el mercado de capitales brasileño.

Si se observa el número total de operaciones en acciones domesticas en 2021, nuevamente Brasil se posiciona como el principal mercado de capitales de la región, superando ampliamente a los comparables. Es particularmente destacable la diferencia en cuanto a la rotación del mercado accionario local, esto es, el volumen total negociado en acciones y dividido por la capitalización del mercado. Tomado como promedio de los primeros tres meses de 2021, el B3 tiene una rotación promedio mensual del 167,92%, es decir, se negocia mensualmente en promedio 1,68 veces el monto total de acciones en circulación, denotando una elevada liquidez del mercado de acciones

locales. Nuevamente Argentina se posiciona como el mercado de capitales entre los comparables dado que la rotación asciende apenas al 8,5%

Tabla 5:

ETFs en países tomados en consideración.

<u>Datos a marzo de 2021</u>	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
Número de ETF listados	0	33	304	2
Monto total negociado en ETF (acumulado de los primeros tres meses del 2021, en millones de USD)	0	13.747	108	179

Fuente: Elaboración propia en base a FIAB.

Por último, uno de los instrumentos de inversión más operados en mercados de capitales desarrollados son los Exchange Traded Funds (ETF por sus siglas). Estos son fondos cotizados en bolsa, compuestos por diferentes valores negociables con el propósito de replicar el desempeño de un sector, industria, activo, país o región. Son un instrumento de inversión sencillo de operar, en tanto se negocia de una forma muy similar a las acciones y tiene como principal ventaja el de lograr que el inversor acceda a una variedad diversificada de valores negociables a través de la compra de un solo instrumento de inversión. Tal como lo expone el gráfico, y en consonancia con lo mencionado en las estadísticas de los cuadros anteriores, Brasil y Chile se constituyen como los principales mercados para la operatoria de ETFs a nivel regional, mientras que en Argentina por cuestiones normativas y de regulatoria, para la fecha expuesta aún no estaba permitida la negociación de este tipo de instrumentos de inversión, desaprovechando la posibilidad de ofrecer a sus inversores locales una alternativa altamente extendida en el mercado financiero internacional.

Actualmente son 8 los ETFs que están disponibles en el mercado argentino desde marzo de 2022, siendo los de mayor volumen operado los ETFs sobre el S&P 500 y el Dow Jones, y si bien su volumen ha crecido fuertemente en detrimento del mercado local de acciones argentinas, su incorporación implica un gran avance en cuanto a la diversidad de instrumentos a la cual el inversor local puede acceder.

2.2.7. Conclusiones del primer apartado.

El mercado de capitales argentino ha progresado mucho desde la sanción de las leyes mercado de capitales de los años 2013 y 2018, y gracias a la especialización y el esfuerzo llevado a cabo por los diferentes mercados, entendidos como instituciones centrales para su desarrollo. Si bien se han realizado avances por medio de nuevos instrumentos bursátiles como las Obligaciones Negociables Pyme y el descuento de FCE, será todo un desafío y un objetivo de política económica aumentar el volumen de operaciones, el acceso al financiamiento y al mercado de capitales para las empresas, e incrementar las cantidades de individuos que poseen cuenta comitente, así como de mejorar la educación financiera del público inversor para que se tomen correctas decisiones financieras.

Como se ha expuesto en los diferentes gráficos y cuadros, Argentina se constituye como el mercado de capitales más atrasado entre los países comparables. Sin duda que uno de los desafíos que deberá afrontar su mercado de capitales será conseguir que una mayor proporción de empresas salgan a cotizar en bolsa, ampliando el abanico de alternativas de inversión y aumentando la formalidad de las empresas locales. A su vez también será central lograr bajar el riesgo país, de forma tal de posibilitar el acceso del país y sus empresas privadas al mercado financiero internacional, lo cual hoy resulta sumamente complejo.

La tendencia reciente a la “externalización” del mercado de capitales (por medio de la incorporación de los Cedears e ETFs) y la disminución en el volumen de operaciones serán parte de los desafíos a afrontar. Por otro lado, como consecuencia del “cepo” cambiario, el mercado de capitales local se configura como un “mercado transaccional”, donde la mayor parte de las operaciones están relacionadas con la compra-venta de divisas en el seno del mercado de capitales, y en el manejo de capital de corto plazo de las empresas que tienen sobranes de caja y que buscan resguardar su capital contra la inflación. Al respecto, la dinámica mencionada debe ser modificada y revertida por los hacedores de política económica con una mirada puesta en el financiamiento y la inversión de mediano y largo plazo, estabilizando las variables económicas que provocan los desequilibrios mencionados.

Un factor fundamental dentro del potencial crecimiento del mercado de capitales local será la rentabilidad. Si bien son esenciales la estabilidad financiera y la seguridad jurídica en un mercado de capitales, la posibilidad de que el inversor puede tener consistentemente rendimientos positivos en dólares en la medida en que invierta en acciones locales posibilitará atraer a un mayor público

inversor. Para ello se deberá estabilizar la macroeconomía local y dar una clara señal del camino a seguir en los próximos años, de manera de que los inversores puedan tener un horizonte temporal de inversión largo y no solo se vean atraídos por inversiones especulativas de corto plazo como pueden ser las realizadas por los fondos de cobertura (los llamados hedge funds) por medio de operaciones de carry trade.

2.3. La política monetaria y su influencia en el mercado de capitales y las expectativas de los agentes económicos.

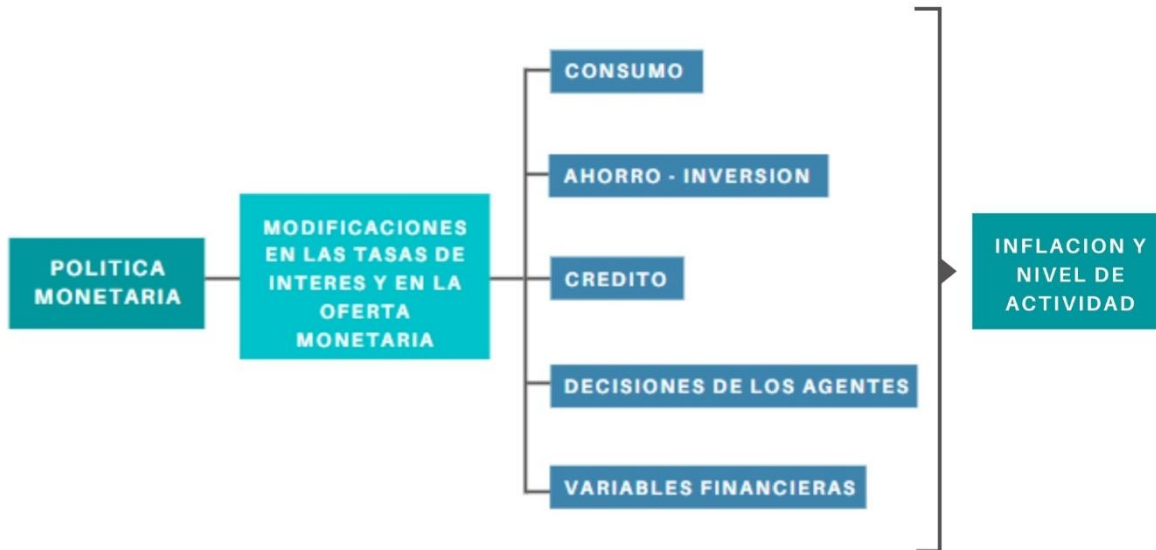
2.3.1. La política monetaria de los Bancos Centrales.

Uno de los principales instrumentos que tienen los hacedores de política económica para influir en la economía real es la política monetaria, y por medio de ésta, en las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. En diversas ocasiones los gobiernos utilizan diversos instrumentos de política económica para solucionar desequilibrios macroeconómicos de corto, mediano y largo plazo, constituyendo un ejemplo de esto último la desviación de la tasa de ahorro e inversión de su nivel natural de largo plazo.

Los Bancos Centrales de los diferentes países son las autoridades del gobierno a cargo de la política monetaria, donde sus acciones afectan a la tasa de interés, el crédito, la oferta monetaria, la producción agregada y el nivel de precios, entre otras variables. Entre los bancos centrales más importantes del mundo podemos señalar a la Reserva Federal de Estados Unidos, al Banco Central Europeo, al Banco Central de Inglaterra y al Banco Central de Japón. En nuestro país, es el Banco Central de la República Argentina el encargado de llevar a cabo la política monetaria.

Figura 11.

Efectos económicos de la modificación de la política monetaria.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Ahora bien, cada país del mundo, y su Banco Central, definen sus políticas monetarias locales en función de los desequilibrios y objetivos de política económica que puedan tener, y lógicamente, lo hacen teniendo en cuenta las condiciones económicas, políticas y financieras a nivel internacional. Es por ello que, es probable que dos países tengan desequilibrios macroeconómicos similares, pero intenten solucionar sus problemas de forma muy diferente.

Quando se intentan solucionar desequilibrios macroeconómicos se torna muy relevante el instrumento de política a utilizar por parte del Banco Central, y dentro de esa dinámica, Jan Tinbergen planea que “En el caso en el cual no existe incertidumbre y se persiguen metas fijas de política económica, el logro simultáneo de determinado número de metas independientes de política económica requiere la utilización de igual número de instrumentos de política económica” (De Pablo, 2021). De esta manera, cobra sentido que, si la autoridad monetaria persigue la ejecución de un único objetivo económico, se centre en la utilización de una herramienta puntual de política económica.

La política monetaria de los Bancos Centrales intenta responder a la necesidad de solucionar desequilibrios de corto plazo, tales como la inflación o la estabilización del ciclo económico, así como posibilitar que en el largo plazo se mejoren los nexos entre el ahorro y la inversión productiva, de

manera tal de contribuir al crecimiento potencial de la economía. Tal es así que, con el objetivo de solucionar elevados niveles inflacionarios, a partir de la década de 1990 diversos países comenzaron a utilizar un esquema monetario instrumentado por la autoridad monetaria denominado Metas de Inflación, el cual puede ser conceptualizado como:

Un esquema de política monetaria caracterizado por el anuncio público de metas cuantitativas oficiales (o rangos de metas) para la tasa de inflación sobre uno o más horizontes temporales (Libman, 2018), y por el explícito reconocimiento de que una inflación baja y estable es la meta primaria de política monetaria (Bernanke & Mishkin, 1997).

La ejecución de la política monetaria, y más precisamente, la modificación de la tasa de interés de referencia, puede ser instrumentada a través de la variación de la tasa de interés interbancaria, de la tasa de interés que ofrecen los bancos comerciales al público en general, o del cambio en la tasa de interés que ofrecen los valores negociables en el marco del mercado de capitales, entre otros ejemplos. Por medio de la alteración de la tasa de interés de referencia de corto plazo se busca alterar el nivel de precios a través de tres canales: las expectativas de los agentes económicos; el gasto agregado de la economía; y el tipo de cambio.

Respecto del primer canal, desde la incorporación de las expectativas racionales, se enfatiza el rol que puede tener la comunicación de la política monetaria para desacelerar la inflación vía una disminución de las expectativas inflacionarias. La idea central es la siguiente: si el Banco Central convence al público en que conducirá una política monetaria efectiva (contractiva) en vistas de bajar la inflación, las expectativas inflacionarias mermarán y, como profecía auto-cumplida, la inflación se reducirá (Rapetti M. , 2018). La efectividad del canal de las expectativas depende fundamentalmente del marco y la seriedad de los anuncios de los hacedores de política monetaria, así como de las credenciales profesionales que tengan las autoridades y de su compromiso con el objetivo antiinflacionario.

La segunda vía por la que actúa la política monetaria supone que las modificaciones de la tasa de interés de referencia afectan el comportamiento del gasto agregado, afectando en consecuencia, la dinámica de precios. La lógica subyacente es la siguiente: una suba de la tasa de interés aumenta el costo del crédito, modera el gasto de consumo y disminuye la demanda de bienes, desacelerando la inflación. Respecto a este punto, es importante que las modificaciones de las tasas de interés tengan efecto en la economía, en tanto se requiere que puedan afectar al crédito (siendo menos efectiva la política monetaria cuanto menor sea la relación crédito/PBI), y, a su vez,

que los agentes económicos puedan reaccionar y ser alertados por las modificaciones en la tasa de interés. Respecto de esto último, si la penetración y la inclusión financiera es baja, el alcance de la política monetaria para modificar el comportamiento de los agentes será inferior al óptimo.

El tercer canal supone que una suba de la tasa de interés de referencia hace más atractivos los rendimientos esperados de los activos locales (en pesos) en relación con los activos externos (el dólar). En consecuencia, el tipo de cambio se estabiliza o incluso baja. La estabilidad del tipo de cambio opera como ancla de los precios domésticos, no solo vía su efecto sobre los precios de los bienes transables, sino también sobre las expectativas inflacionarias, especialmente en países dolarizados en donde la divisa extranjera opera también, al menos parcialmente, como unidad de cuenta y, consecuentemente, tiene un rol importante en la coordinación de expectativas (Rapetti M. , 2018).

Con relación al tercer canal mencionado, en una economía abierta, el tipo de cambio real afecta el precio relativo de los bienes domésticos respecto de los extranjeros, lo cual afecta la demanda de los agentes económicos locales por bienes domésticos y extranjeros, contribuyendo, en consecuencia, al canal de gasto agregado (la mencionada segunda vía que afecta la política monetaria). Por lo tanto, existe un canal directo del tipo de cambio para la transmisión de la política monetaria sobre la inflación, en tanto el tipo de cambio afecta los precios de los bienes importados en términos de la moneda local, y estos sobre el nivel de precios local (Svensson L. E., 2000). Típicamente, existe un retraso o “lag” en el mencionado canal del tipo de cambio, pero éste suele ser menor al que opera sobre el gasto agregado de la economía. Por lo tanto, al influir sobre los movimientos de tipo de cambio, la política monetaria puede afectar al nivel de precios con un menor período de retraso en su ejecución. Finalmente, el tipo de cambio puede contribuir a la estabilidad del nivel de precios siendo que su rigidez puede afectar al nivel de los precios de los bienes intermedios en términos de la moneda local. Con el tiempo, esto también puede afectar a los salarios nominales a través del efecto sobre el nivel de precios en la fijación de salarios. En ambos casos, esto puede afectar el costo de los bienes producidos de forma local y, por tanto, al nivel de inflación doméstica.

Por último, entendido como el precio de un activo, el tipo de cambio es inherentemente una variable que mira hacia el futuro (“forward-looking”) y está determinado por las expectativas de los agentes económicos. Esto contribuye a que el comportamiento de los tomadores de

decisiones sea en vistas del futuro y el papel de las expectativas sea esencial en la aplicación de la política monetaria (Svensson L. E., 2000).

Habiendo caracterizado los canales sobre los cuales los Bancos Centrales ejecutan su política monetaria en vistas de afectar el nivel de precios, se avanza sobre el esquema de política a aplicar. Para el caso en el que la única y mayor preocupación del Banco Central es la estabilización del nivel de inflación, un esquema como el de Metas de Inflación mencionado anteriormente se conoce como un esquema de política monetaria de tipo estricto, mientras que cuando un Banco Central pone además sus esfuerzos en la estabilización del producto, el manejo suavizado del camino de las tasas de interés futuras, entre otros objetivos, es conocido como un esquema de metas de inflación flexible (Svensson L. E., 2000).

Continuando con la caracterización del esquema de Metas de Inflación, siguiendo a Mishkin (Mishkin, 2000) y a Romero (Romero Vereau, 2020), existen una serie de puntos esenciales en lo que respecta su aplicación:

1. El anuncio público de las Metas de Inflación de mediano plazo, de manera de proyectar una trayectoria temporal respecto del valor que se espera que tome la inflación en los próximos años.
2. El compromiso institucional con la estabilidad de precios como objetivo principal de la política monetaria, objetivo al que se subordinan el resto de los objetivos.
3. Una estrategia informativa clara para definir los instrumentos de política monetaria, donde no sólo se incluyen agregados monetarios o el tipo de cambio, sino también otro tipo de variables.
4. Una mejora en la transparencia de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central, a través de la comunicación al mercado y al público de los planes, objetivos y decisiones de la autoridad monetaria.
5. El Banco Central se torna como el principal responsable de la obtención del objetivo inflacionario expuesto.

El esquema de Metas de Inflación asume que existe flexibilidad cambiaria, de forma tal que el tipo de cambio no sea un ancla nominal y pueda absorber los shocks externos negativos que se puedan presentar. Detrás de esto se encuentra el supuesto de arbitraje perfecto entre activos en moneda local y activos en moneda extranjera, entendido como la “condición de paridad de interés”. Siguiendo a Krugman (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2016), bajo esta condición, el mercado

cambiario se encuentra en equilibrio cuando los depósitos de todas las divisas ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada.

Dentro de este contexto, se analiza el debate entre Reglas versus Discrecionalidad en el diseño de políticas económicas (Barro, 1983). Particularmente, en lo que respecta al esquema de Metas de Inflación, éste se encuentra en una posición intermedia respecto a dichas posturas extremas ya que combina algunas ventajas asociadas al esquema de Reglas y otras asociadas al esquema de Discrecionalidad (Torres, 2019). Se puede caracterizar, entonces, al esquema de Metas de Inflación como discrecional pero sometido a una regla conocida, en tanto implica una fuerte disciplina por parte del Banco Central, pero sin eliminar toda la flexibilidad de su accionar. Por lo tanto, Metas de Inflación es considerado un esquema de discrecionalidad acotada o restringida.

Finalmente, teniendo en cuenta que la carta orgánica del Banco Central (2012) plantea que “El Banco Central de la República Argentina tiene por finalidad promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.”, se deriva de esto la utilización de un instrumento particular de política económica para moderar la pérdida en el valor de la moneda así como el alza en el nivel general de los precios de la economía, y dentro del esquema de Metas de Inflación, dicho instrumento de política económica será, como se verá en profundidad más adelante, la tasa de interés de referencia fundamentalmente en el marco del mercado de capitales.

En el próximo apartado se expondrá el accionar de la Reserva Federal (principal Banco Central del mundo) en tanto influye por medio de su política monetaria en la estructura de tasas y en las expectativas del mercado, tanto a nivel local como internacional.

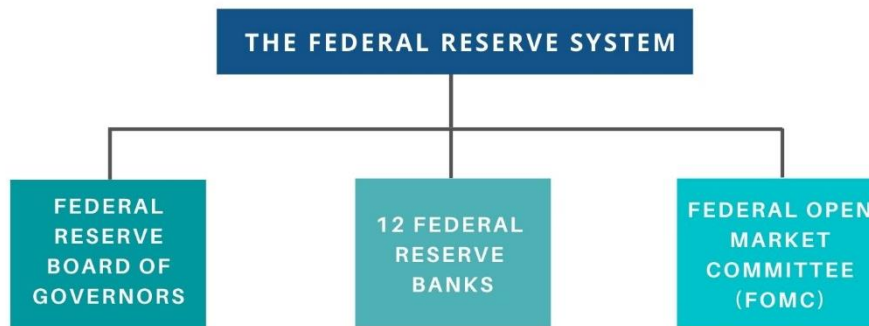
2.3.2. La política monetaria de los Estados Unidos.

La política monetaria de Estados Unidos es llevada a cabo por su Banco Central, denominado Reserva Federal, en adelante, la “FED”. La FED es el Banco Central más grande del mundo, y con sus decisiones afecta al sistema financiero mundial toda vez que modifica su tasa de interés (el costo del dinero) y da un sendero de su política monetaria generando expectativas de su accionar en el futuro. La FED conduce la política monetaria del país influenciando las condiciones monetarias y crediticias de la economía con el objetivo simultáneo de maximizar el empleo, lograr estabilidad de precios y establecer tasas de interés de largo plazo moderadas.

El sistema de la Reserva Federal nace en 1913 cuando se crea un sistema descentralizado de 12 bancos regionales, los cuales eran inicialmente bancos semi privados (FED, The FED explained. What the Central Bank Does., 2022). En la actualidad la FED está compuesta por tres instituciones fundamentales, a saber, la Junta (o “Board”) de Gobernadores de la Reserva Federal, las 12 Reservas Federales Regionales mencionadas anteriormente y el Comité Federal de Mercado Abierto (o Federal Open Market Committee “FOMC”).

Figura 12.

Sistema de la Reserva Federal.



Fuente: Elaboración propia en base a FED.

El Board de Gobernadores es una agencia independiente del gobierno federal que reporta al congreso nacional y cuyo objetivo dual es ser la guía general del sistema financiero y bancario, y a su vez supervisar las 12 Reservas Federales Regionales. El Board está conformado por siete miembros que son nominados por el Presidente de EEUU y confirmados por el Senado Nacional.

Por otro lado, el FOMC está conformado por los siete miembros de la Junta de Gobernadores, por el presidente de la Reserva Federal de Nueva York, y por cuatros miembros restantes que son elegidos entre los representantes de las restantes Reservas Federales Regionales. El FOMC se reúne como mínimo 8 veces al año, donde en sus reuniones se revisan las condiciones económicas y financieras, y donde se pueden tomar decisiones sobre operaciones de mercado abierto.

Por medio de su accionar la Reserva Federal tiene cinco funciones generales:

- Dirige la política monetaria del país.
- Promueve la estabilidad del sistema financiero e intenta minimizar y contener riesgos sistemáticos a través de la vigilancia activa.

- Promueve la seguridad y solidez de las instituciones financieras.
- Fomenta la seguridad y la eficiencia de los sistemas de pagos y liquidación de operaciones financieras a través de servicios prestados a la industria financiera y al gobierno nacional.
- Promueve la protección del consumidor y el desarrollo de la comunidad a través de regulaciones y leyes específicas.

Al respecto, la FED controla tres instrumentos de política monetaria en vistas de sus objetivos económicos:

- La FED, por medio del FOMC, realiza Operaciones de Mercado Abierto, esto es, realiza la adquisición o venta de Bonos Treasury (bonos del Tesoro de los Estados Unidos) con el objetivo de modificar las condiciones de liquidez y de tasa de interés.

- Realiza modificaciones a la Tasa de Descuento y a la Tasa de Fondos Federales con el objetivo de modificar el costo del dinero y, por ende, modificar las condiciones de crédito y consumo, responsabilidad a cargo del Board de Gobernadores.

- Por último, es también la Junta de Gobernadores quien establece los requisitos de reservas de las diferentes Reservas Federales Regionales con el objetivo de influir en la liquidez del sistema financiero.

Por medio de estos tres instrumentos, a saber, requerimientos de reservas, operaciones de mercado abierto y modificaciones de la tasa de redescuentos, la FED busca modificar y afectar a la oferta y demanda de dinero (FED, Monetary policy report, 2022). De esta manera, políticas monetarias expansivas, como podrían ser bajos niveles de requerimientos de reservas, mayores emisiones de títulos públicos (que son comprados por la FED, en contraprestación aumenta la Base Monetaria) y políticas de redescuentos laxas y de bajos niveles de tasa, podrían llevar a motorizar el nivel de actividad disminuyendo el costo del crédito, aumentando el empleo y el nivel de consumo agregado. Al respecto, dentro de una dinámica en la cual se disminuye el costo del crédito y de la deuda, se catalizarían mayores niveles de apalancamiento de la economía y mayor apetito por el riesgo, lo cual llevaría, ceteris paribus, a aumentos de los índices bursátiles americanos. La relación mencionada resultaría lógica en un contexto en el cual la política de la FED sea creíble y el mercado bursátil tenga la expectativa de que la economía americana se fortalecerá en el futuro, y donde las políticas monetarias expansivas mencionadas no deriven en presiones inflacionarias preocupantes.

Otro ejemplo sobre el cual la FED influye sobre la economía y sobre el mercado bursátil se da en torno a las reuniones del FOMC, donde el Board de la FED debe hacer una minuta luego de

cada reunión. Asimismo, dos veces al año, debe presentar un reporte escrito al Congreso que describa el estado de la económica y de la política monetaria (FED, Annual report of the board of governors of the Federal Reserve System, 2021). Por otro lado, el Board publica 8 reportes al año, donde describe la situación de cada uno de los bancos y sectores de los distintos distritos que constituyen la FED, así como información sobre cuestiones económicas. Lo señalado es visto y revisado en detalle por el mercado financiero, dado que, en sus minutas y reportes, el Board da una proyección de sus expectativas económicas hacia el futuro, donde las mismas pueden afectar en gran medida la cotización de los diferentes instrumentos financieros en el ámbito bursátil. Por ejemplo, la proyección del Board de mayores presiones inflacionarias en el futuro, donde la FED se muestre comprometida con su objetivo de estabilidad de precios, llevará a que el mercado valúe menores precios en los bonos americanos (los bonos Treasury) y por ende mayores niveles de tasa de interés en el futuro.

El manejo de las expectativas indicado en el párrafo precedente puede ser entendido como un tipo de política monetaria no tradicional en el cual la FED da una guía futura de su accionar ayudando a los agentes económicos a entender mejor las intenciones de los hacedores de política económica sobre el curso futuro de la política monetaria y, de esta manera, influir en sus expectativas económicas y en sus decisiones de consumo e inversión (FED, The FED explained. What the Central Bank Does., 2022).

Visto y descripto cómo se configura la política monetaria de la Reserva Federal, parece claro el importante rol que tiene su mercado de capitales local, y el internacional, en su desempeño económico. Es en su mercado de capitales local donde la FED realiza inyecciones o retracciones de liquidez por medio de las operaciones de mercado abierto, aumentando los niveles de rendimiento de sus bonos soberanos, y a su vez modifica las condiciones de crédito internacional, en tanto Estados Unidos desempeña un papel central con su tasa de interés de referencia para las emisiones de crédito internacional. Un ejemplo de lo mencionado lo constituyen los movimientos financieros denominados “vuelos a la calidad” caracterizados por la situación en la que la FED eleva los tipos de interés, provocando salida de fondos desde los países emergentes a los países centrales, principalmente hacia Estados Unidos, afectando en gran medida los tipos de cambio locales y los niveles de reservas internacionales de los países emergentes.

La situación mencionada en la que mayores niveles de rentabilidad en países desarrollados provocan menor apetito por riesgo de países emergentes, afecta a las economías locales de estos

últimos provocando desequilibrios catalizados a través de sus mercados de capitales locales, donde tienen lugar fuerte salidas de divisas, aumentos de su riesgo crediticio y disminuciones de sus activos financieros y bursátiles, con severas consecuencias económicas y políticas.

En definitiva, el Banco Central de Estados Unidos instrumenta políticas monetarias específicas para conseguir objetivos económicos. En el siguiente capítulo se expondrán fundamentos teóricos respecto de uno de los principales desequilibrios macroeconómicos de corto plazo que sufre la Argentina, a saber, elevados niveles de inflación, para luego avanzar en lo relativo a lo que fue una posible solución utilizando el esquema monetario de Inflation Targeting.

2.3.3. La inflación en Argentina, causas y determinantes.

Es relevante reiterar la importancia que tiene el mercado de capitales en una economía en tanto actúa como nexo canalizador del ahorro a la inversión, pero también toma relevancia su rol como potenciador de políticas macroeconómicas consistentes con el crecimiento económico y con el control y corrección de variables económicas que puedan estar siendo afectadas de corto y mediano plazo. Al respecto, los gobiernos, y particularmente los bancos centrales, suelen intervenir en el mercado de capitales por medio de regulaciones, tanto preventivas como correctivas, en vistas de afectar las decisiones de inversión de los agentes económicos.

Un gran número de economistas afirman que la inflación es uno de los principales problemas que atraviesan los países emergentes, en muchos casos, como consecuencia de la aplicación de erróneas políticas económicas impartidas por los hacedores de política.

Se entiende por inflación al alza sostenida del nivel general de precios de una economía. Dicha alza en los precios trae consecuencias negativas para la mayoría de los países del mundo tanto en el pasado como en la actualidad y, particularmente, si se realiza un breve recorrido sobre la historia inflacionaria argentina del último siglo, se puede encontrar que a lo largo de la mayoría de los gobiernos se han evidenciado procesos inflacionarios sostenidos, siendo particularmente preocupante en la actualidad (Gastaldi & Iunnisi, 2014).

Tratando de dimensionar las consecuencias perniciosas que implican los procesos inflacionarios sostenidos a lo largo del tiempo, se encuentra que tiene serias repercusiones no sólo en el valor de la moneda, sino también en el nivel de actividad de la economía, afectando la producción actual y las expectativas futuras de los agentes económicos. Al respecto, se pueden

mencionar la pérdida progresiva de confianza y de credibilidad en relación a la implementación de políticas económicas eficaces para la superación de la problemática por parte del Estado.

Se puede considerar correcto conceptualizar inicialmente los tipos de inflación que sufren o han sufrido diversos países del mundo, así como sus determinantes primarios.

Se podría afirmar inicialmente que no existe una única causa para explicar la inflación dado que dichos procesos son fenómenos complejos cuyos elementos se interrelacionan de forma específica en cada tipo de economía afectada. Puntualmente, si la inflación es un problema que reconoce múltiples causas, y reconociendo que es un fenómeno complejo que debe ser analizado dentro de un marco cultural e idiosincrático particular de cada sociedad, se debe indagar cuáles son sus principales determinantes con el objetivo de entender sus posibles soluciones.

Las diversas teorías de la inflación suelen hacer hincapié en las causas y los factores que la provocan. Por consiguiente, siguiendo a Rapoport (Rapoport, 2010), entre las principales corrientes teóricas acerca de la inflación podemos destacar a la corriente ortodoxa (y particularmente los monetaristas) para la cual la inflación depende, ante todo, de un excesivo crecimiento de la oferta de dinero por sobre la demanda del mismo, provocando un exceso de saldos monetarios en los agentes económicos que los llevan a aumentar su consumo de bienes, incrementando la demanda y consecuentemente el precio de los mismos. La lógica en torno a la cual gira, cualquiera sea la razón inicial del aumento de los precios, es una en la cual el Banco Central coloca saldos monetarios en manos del público provocando que aumenten sus compras, expandiendo la demanda agregada y convalidando la inflación. Dentro de esta dinámica, los salarios, el gasto público y la expansión monetaria actúan como causas de la inflación al generar expansiones en la demanda que presionan sobre el mercado de bienes y elevan los precios.

Por otro lado, la corriente heterodoxa o estructuralista (donde podemos nombrar entre sus principales exponentes en Argentina a J. Olivera y a Aldo Ferrer) sostiene que la inflación no es de origen monetario sino estructural, fundado principalmente en las rigideces y asimetrías propias de las economías de países emergentes. Los estructuralistas plantean que la causa principal de la inflación se encuentra en las características particulares de la estructura económica. Entre las rigideces que caracterizan a estas economías podemos mencionar a la inflexibilidad decreciente del gasto público, escasa movilidad de recursos productivos y presencia de “cuellos de botella” como consecuencia de estrangulamientos de la oferta. Este proceso es consecuencia de que aumentos del ingreso, con consecuentes aumentos en la demanda, no son acompañados por aumentos en la

oferta de los bienes. Los estructuralistas afirman que la inflación estructural es una característica propia de los países emergentes con problemas en el sector externo (Olivera J. , 1977).

En lo que respecta a las clásicas posturas para atacar la inflación, en palabras de Rapoport (Rapoport, 2010), los economistas ortodoxos plantean que se debe terminar con el déficit fiscal, razón fundamental de la inflación, reduciendo el gasto público y aumentando los impuestos al consumo, en tanto se debe eliminar la emisión monetaria por un periodo de tiempo determinado y congelar los salarios. Al respecto, el diagnóstico es evidente: las presiones insostenibles en los precios derivadas del consumo de las masas, que provocan aumentos de salarios o mayor gasto público, deben ser eliminadas. Por otro lado, los estructuralistas aceptan la presencia de inflación y para erradicarla proponen que se deben aplicar políticas que tengan como objetivo la eliminación de las rigideces propias de la estructura económica, para aumentar la oferta de bienes y disminuir los “cuellos de botella”.

2.3.4. El esquema de Metas de Inflación y su aplicación en países emergentes.

El esquema de Metas de Inflación surge como respuesta ante uno de los principales desequilibrios macroeconómicos de los países emergentes: la inflación. El esquema de Metas de Inflación puede adoptarse fijando una meta numérica puntual de inflación o un rango entre los cuales se plantea un objetivo inflacionario, sobre los cuales la autoridad monetaria focaliza sus políticas. En la mayoría de los mercados emergentes se opta por un rango objetivo de inflación o límite superior, ya que incrementa la posibilidad de controlar a la inflación en el rango seleccionado (Roger, 2010).

Una vez definido el esquema Metas de Inflación y sus objetivos cuantitativos, se procederá a analizar en profundidad sus implicancias, prerequisites, así como sus ventajas y desventajas a la hora de su aplicación por sobre otro tipo de política monetaria.

Comenzando por los prerequisites para su aplicación, según lo expuesto por Perea y Soto (Perea & Soto, 1997), se puede mencionar la necesidad de un alto grado de independencia de la autoridad monetaria, en el caso de Argentina, del Banco Central de la República Argentina con respecto al Poder Ejecutivo. Esto se relaciona con la capacidad de resistir ante presiones de cualquier tipo, entre las que se puede señalar de tipo sindical o político, y su libertad, en tanto puede tener libre albedrío para definir su política monetaria (Taylor, 2019).

En tanto el Banco Central de un país se constituye de forma independiente en su accionar, se requiere la ausencia de dominancia fiscal, es decir, el hecho de no financiar el déficit fiscal vía emisión monetaria. Para ello, la autoridad monetaria debería construir credibilidad en vistas de que sus anuncios y su accionar sean realmente efectivos. Un descontrol fiscal puede impedir el éxito del esquema de Metas de Inflación incluso siendo la autoridad monetaria totalmente independiente.

Otro prerrequisito que se plantea es la inexistencia de otra ancla nominal, como pueden ser el tipo de cambio o los salarios. Ya se caracterizó la utilización de la tasa de interés de referencia con el objetivo de anclar las expectativas inflacionarias en torno a una tasa decreciente en el tiempo, pero surge el problema de controlar el tipo de cambio dentro de un cierto rango de precios para que no afecte negativamente a las expectativas de los agentes económicos.

Tratamiento especial merecen los anuncios del Banco Central, ya que se requiere que sus comunicaciones sean frecuentes a través de informes de inflación semanales y mensuales, así como declaraciones públicas de las autoridades exponiendo los resultados alcanzados (Roger, 2010). Al respecto se suele señalar la necesidad de una mayor transparencia y auditabilidad de los objetivos y sus resultados. Los éxitos alcanzados por la autoridad monetaria en términos inflacionarios refuerzan el círculo virtuoso impactando favorablemente en las expectativas de los agentes económicos y reforzando la figura de la autoridad monetaria.

Por último, pero fundamental dentro del esquema de Metas de Inflación, se suele mencionar como un prerrequisito un determinado nivel de desarrollo del mercado de capitales dado que se requiere que las modificaciones de la tasa de interés de referencia del sistema económico impacten finalmente en el accionar y las expectativas de los agentes. Un mercado de capitales local en el que el Banco Central no pueda modificar las decisiones de inversión de los agentes económicos por medio de la tasa de interés es sin duda un problema para el hacedor de política económica al momento de querer implementar un esquema de este tipo.

De tal manera, se deberá indagar en las razones por las cuales se ha utilizado a las Metas de Inflación como política antiinflacionaria en gran cantidad de países, siendo quizás una de las razones sus numerosas ventajas en relación a otras políticas antiinflacionarias.

Retomando lo expuesto por Mishkin (Mishkin, 2000), existen diversas ventajas que proporciona el esquema de Metas de Inflación. Este esquema posibilita que la política monetaria se focalice en la economía doméstica y responda rápidamente ante shocks externos, en contraposición con un esquema de política monetaria con tipo de cambio fuerte (como puede ser un esquema de

“caja de conversión”). Además, Metas de Inflación es fácilmente entendible por el público en general y, por lo tanto, altamente transparente. Sus éxitos refuerzan el respaldo público al Banco Central dado que el esquema es claro de entender para las masas, o el gran público inversor.

Dada la meta inflacionaria explícita, la auditabilidad del Banco Central aumenta la posibilidad de no caer en la trampa de la inconsistencia temporal, clara ventaja en comparación a otros esquemas que poseen mayor discrecionalidad. Al respecto, cabe esperarse que esta ventaja sea altamente valorada por economías con una historia inflacionaria recurrente.

En comparación con objetivos de crecimiento económico, la información que propina el esquema de Metas de Inflación está disponible de forma más frecuente y el público entiende mejor el concepto de inflación, en comparación con otros conceptos como la tasa de crecimiento del producto o la mejora del balance de pagos.

Por otro lado, ninguna política económica de ningún tipo es infalible y siempre se pueden encontrar debilidades en la práctica. A continuación, se expondrán las principales desventajas del esquema.

Entre las desventajas del esquema de metas de inflación, siguiendo lo expuesto por Gastaldi y Lunissi (Gastaldi & Lunissi, 2014), se puede mencionar que amenaza con reducir el crecimiento económico en tanto la tasa de interés de referencia puede ser lo suficientemente alta como para desalentar determinados proyectos productivos. Esto es verdad en tanto la suba de la tasa de interés de referencia hacen que los inversores compren el instrumento de inversión público y probablemente realicen desinversiones en la actividad real, desincentivando la economía local. Además, agregan los autores, puede que el esquema planteado sea difícil de auditar dados los rezagos de los instrumentos de política monetaria sobre la inflación, desventaja que podría ser realmente seria para determinados mercados emergentes. Por último, los autores plantean que el esquema de metas de inflación no es aplicable en economías altamente dolarizadas si no se implementan regulaciones muy estrictas en el sistema financiero y bancario, y una supervisión financiera rigurosa sobre el mercado de capitales.

Por otro lado, en palabras de Mishkin (Mishkin, 2000), además de los problemas que implica la aplicación Metas de Inflación en cuanto a la inestabilidad del producto bruto interno y el menor potencial de crecimiento, se le agrega la cuestión relativa a la flexibilidad del tipo de cambio el cual podría causar inestabilidad financiera que, vía efecto pass-through, podría implicar severas subas de la inflación.

Surge el problema de si el esquema de Inflation Targeting puede disminuir la inflación ante shocks de oferta al estilo crisis del petróleo, la cual tuvo lugar en la década de 1970. Ante dicho suceso, y si el Banco Central plantea una política monetaria restrictiva subiendo tasas de interés y contrayendo la cantidad de dinero, la economía se contraería aún más de forma tal que se agudizaría el problema inflacionario, ante la ausencia de una oferta que no llega a cubrir su demanda.

Otro problema en cuanto al uso del esquema de Metas de Inflación, común en economías emergentes, es la manipulación de los índices de precios sobre los cuales se evalúan los resultados inflacionarios. Al respecto, a partir del año 2008 en Argentina (hasta fines de 2015) comenzaron las discrepancias entre las mediciones de inflación por parte del gobierno nacional y las consultoras privadas, afectando negativamente la confianza de los agentes económicos en el sistema financiero y en el gobierno nacional. Con relación a lo mencionado, se requieren índices de precios transparentes y una baja incidencia de precios controlados por el gobierno nacional que formen parte de dichos índices. Se configura así una necesaria interrelación, claridad y coordinación en el manejo de las estadísticas oficiales con el objetivo de lograr los objetivos antiinflacionarios.

Por último, puede llegar a ser crucial para determinados países emergentes que apliquen el régimen Inflation Targeting, puntualmente para países sudamericanos, el rol que ocupa el tipo de cambio en la economía. Difícilmente una sociedad pueda disociar sus transacciones económicas de la divisa internacional si no posee confianza en el valor de su propia moneda, y justamente, esto es lo que sucede en muchos países sudamericanos (Mishkin, 2000). No hay que dejar de resaltar el problema que plantea para las autoridades monetarias intentar impactar en las expectativas y las decisiones de los agentes económicos cuando la dolarización de los saldos monetarios de los agentes económicos es total o parcial. En este caso, el impacto de las modificaciones de política monetaria (fundamentalmente de la tasa de interés) pierde fuerza dado que es cada vez menor el alcance de su accionar.

Los Bancos Centrales que fijan Metas de Inflación deben reaccionar ante los movimientos del tipo de cambio solo en la medida en que estos afecten las perspectivas de inflación y del producto, en lugar de neutralizarlo de forma sistemática (Roger, 2010). Cuando la deuda en moneda extranjera es elevada, las variaciones cambiarias inciden fuertemente en el balance financiero de los deudores, de modo que tales intervenciones pueden contribuir a estabilizar el producto y la inflación. Lógicamente, movimientos abruptos del tipo de cambio incidirían negativamente en la economía y en los niveles inflacionarios, por lo que las autoridades tienen el desafío de mantener el

tipo de cambio en niveles moderados en vistas de que no pierda credibilidad su accionar en el marco del esquema Inflation Targeting.

Una mención especial amerita el problema de la determinación numérica de la meta a tomar como objetivo. Entre las decisiones que respectan a la meta inflacionaria numérica propiamente dicha, existe el debate sobre si elegir una meta puntual de inflación o, por el contrario, una banda aceptable de inflación. Si bien un argumento a favor de la meta puntual es que da una clara señal de las intenciones del Banco Central de reducir el nivel de precios de la economía, en la práctica es de muy difícil aplicación dada la dificultad que conlleva ponderar correctamente todas las variables que puedan afectar al ejercicio de la política monetaria. Por el contrario, establecer bandas de inflación aceptables introduce flexibilidad para contrarrestar shocks de oferta, así como para contrarrestar movimientos abruptos del tipo de cambio y estabilizar el producto cuando se requieran modificaciones de las políticas llevadas adelante por el Banco Central.

Es importante destacar los aspectos sobre los que debe estar atento el Banco Central a la hora de determinar el éxito del programa antinflacionario. Al respecto, dicha institución se basará en diferentes fuentes de información que le servirán de guía para definir si el objetivo de reducción de la inflación se está alcanzando. Entre dichas fuentes se pueden destacar:

- Datos de series de tiempo.
- Pronóstico y opinión de especialistas en la materia.
- Encuestas a los participantes del mercado (como puede ser, en el caso de Argentina, el REM).
- Extracción de información a partir de los precios de activos financieros locales, entre los que se puede mencionar el precio de los bonos soberanos y, consecuentemente, el riesgo país.

Ahora bien, el esquema de Inflation Targeting se implementó por primera vez en Nueva Zelanda en 1990, y si bien en sus comienzos no poseía todas las características que actualmente forman parte de un típico esquema de Metas de Inflación, sin duda fueron las bases conceptuales sobre las cuales posteriormente diversos países, tanto desarrollados como emergentes, pudieron basar sus políticas antiinflacionarias. A Nueva Zelanda le siguieron el caso de Canadá, Reino Unido y Suecia. Luego, a finales de la década de 1990, países emergentes entre los que se pueden citar a Brasil, Chile, Colombia, Sudáfrica y Tailandia adoptaron dicho marco de política monetaria. En la siguiente tabla se puede evidenciar los países que hasta el año 2007 habían adoptado el régimen de Inflation Targeting:

Tabla 6.

Países que adoptaron el régimen de Metas de Inflación.

País	Fecha de adopción	País	Fecha de adopción
Nueva Zelanda	1990	Tailandia	2000
Canadá	1991	Corea	2001
Reino Unido	1992	Méjico	2001
Suecia	1993	Islandia	2001
Finlandia	1993	Noruega	2001
Australia	1993	Hungría	2001
España	1995	Perú	2002
Israel	1997	Filipinas	2002
República Checa	1997	Guatemala	2005
Polonia	1998	Indonesia	2005
Brasil	1999	Rumania	2005
Chile	1999	Turquía	2006
Colombia	1999	Serbia	2006
Sudáfrica	2000	Ghana	2007

Fuente: Elaboración propia en base a (Roger, 2010)

Mientras que la mayoría de los países que aplicaron Metas de Inflación en los 90' fueron mayormente países avanzados, un número creciente de mercados emergentes fueron los que paulatinamente fueron adoptando el régimen desde el año 1997. Finalizando la década del 2000, la mayoría de los países que estaban aplicando Inflation Targeting eran economías emergentes.

Entre los mercados emergentes, el cambio hacia la aplicación de Metas de Inflación ha sido gradual. En lo que respecta a Sudamérica, luego de las recurrentes crisis que sufrieron los mercados emergentes a finales de la década de 1990, los primeros en aplicar dichas políticas antiinflacionarias fueron Brasil y Chile, en el año 1999, en un contexto desfavorable para países sudamericanos que desembocaría en lo que fue la mayor crisis que sufrió Argentina en toda su historia, en el año 2001.

En Europa, luego de la disolución de la URSS y la transición de los países del Este desde economías centralizadas a economías de mercado, con serios trastornos económicos y sociales, comenzaron a aplicar Inflation Targeting desde el año 1997 como parte de un sistema de reformas financieras abarcadoras de todo el sistema económico.

Por último, en el Sudeste Asiático, luego de la crisis financiera de 1997, paulatinamente los países fueron virando sus políticas hacia Inflation Targeting, con satisfactorios resultados económicos (Roger, 2010).

En el caso de los países sudamericanos, si bien como se mencionó anteriormente los países que lo aplicaron fueron Perú, Colombia, Chile y Brasil, es remarcable el caso de éste último. Brasil adopta las metas de inflación a comienzos de 1999 luego de sufrir una de las mayores crisis de su historia, resultando destacable la rapidez con la que se aplicó el esquema en “respuesta” a la crisis económica que atravesaba el país. Al respecto, hay que resaltar que a pesar de la depreciación del real (la moneda brasileña) las autoridades monetarias lograron contener el nivel general de precios en rangos por debajo del 10% anual, lo cual ha sido un éxito en términos inflacionarios (Mishkin, 2000).

Para finalizar, generalmente una crítica a la que es sujeta el esquema de Metas de Inflación es que le asigna un excesivo peso al objetivo de reducción de la inflación, con consecuencias negativas sobre variables como el empleo, el producto (tanto en términos de crecimiento y estabilidad) y el sector real de la economía. Resultados empíricos reafirman la postura de que los países, tanto desarrollados como emergentes, que aplicaron Metas de Inflación tuvieron desempeños relativamente mejores en términos inflacionarios y de crecimiento económico que aquellos países que no aplicaron sistemáticamente el esquema Inflation Targeting (Svensson L. , 2010). Es importante destacar que no existe evidencia de que el esquema de Inflation Targeting haya perjudicado el crecimiento económico, la productividad, el empleo y otras variables económicas medibles, tanto en países emergentes como en desarrollados. Para ambos tipos de países, Metas de Inflación demostró ser un esquema flexible de política monetaria, donde la flexibilidad del régimen posibilitó superar diversas distorsiones y shocks internacionales (por ejemplo, la crisis internacional del año 2008).

2.3.5. Utilización de la tasa de interés como instrumento de política antiinflacionaria en Argentina.

Luego del cambio de gobierno que tuvo lugar en diciembre de 2015, en el cual asume la presidencia Mauricio Macri, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció que se transitaría hacia un régimen de Metas de Inflación.

Tal como ya se ha descrito, el principal instrumento de política que utilizan los Bancos Centrales con régimen de Metas de Inflación es la tasa de interés, la cual puede ser una tasa de referencia en el mercado de capitales o de alguna operatoria del propio Banco Central en el sistema financiero. Existen múltiples canales a través de los cuales la política monetaria afecta al nivel de precios y la inflación; siendo tres de los más relevantes las expectativas de los agentes económicos, el gasto agregado y el tipo de cambio.

Dentro del aparato analítico de Tinbergen (Tinbergen, 1956), las políticas económicas del Estado deben ser diseñadas para dar solución a una demanda económica de la sociedad (Merino & Cejudo, 2019), en este caso la disminución de la tasa de inflación, con el objeto de aumentar el bienestar social. Una vez detectada tal necesidad, la autoridad debe seleccionar los instrumentos de política económica más efectivos para satisfacer las preferencias de la sociedad, siendo la modificación de la tasa de interés de referencia la principal herramienta de política económica aplicada en regímenes de Metas de Inflación.

Una de las ventajas de la utilización de la tasa de interés dentro del esquema Inflation Targeting es que permite señalar de manera clara y transparente el sesgo de política y la postura de la autoridad monetaria frente a la inflación, lo que contribuye a la transparencia de la comunicación. En el caso de Argentina, desde un primer momento, y mientras estuvo vigente el esquema Inflation Targeting, la tasa de interés fue el principal instrumento de política del BCRA. El uso de una tasa de interés como instrumento de política monetaria, tal como fue utilizado por Argentina en este caso, es la norma en los 27 países que adoptaron esquemas de Metas de Inflación.

En este sentido, es importante un grado adecuado de independencia operativa para el Banco Central en la conducción de la política monetaria para despolitizar su actividad. Los bancos centrales comunican y explican sus decisiones de política a través de informes (típicamente trimestrales) de inflación o de política monetaria, comunicados y/o declaraciones públicas tras las reuniones donde se toman las decisiones, minutas de tales reuniones, cartas abiertas en caso de incumplimiento del objetivo, y el testimonio de funcionarios ante el poder legislativo. Al respecto, plantea De Pablo (De Pablo, 2021) que a los gobiernos que sufren de problemas de credibilidad se les exige que sean mucho más enérgicos y mucho más ortodoxos que aquellos gobiernos que no tienen problemas de credibilidad. Por eso, el BCRA busca potenciar el efecto de su política monetaria sobre las expectativas incrementando y mejorando la comunicación con el público.

Tal como es planteado el esquema Inflation Targeting en Argentina, a partir del informe de política monetaria emitido en mayo de 2016, se puede entender el mecanismo por el cual la tasa de interés de política monetaria afecta y repercute en la inflación, a partir de la siguiente puntuación:

- En primer lugar, la tasa de interés de política monetaria incide directamente sobre las tasas de interés del mercado (de los diferentes títulos de deuda soberana y corporativa), la liquidez y el crédito.
- En segundo lugar, la tasa de interés de referencia influye sobre el tipo de cambio, y éste impacta sobre el gasto agregado, y a su vez sobre muchos precios de la economía. Por otro lado, el tipo de cambio y su variación influyen en las decisiones de los agentes económicos, tanto en términos de consumo y como de producción, y éstos sobre el gasto agregado.
- Por último, la decisión del nivel de tasa de interés, acompañada por la comunicación de la autoridad monetaria, incide sobre las expectativas de inflación. La dinámica es la siguiente: si los agentes perciben que la autoridad monetaria utiliza sus instrumentos para bajar la inflación, incorporan esta información en el proceso de formación de precios y salarios aún antes de que se vean efectos por los otros mecanismos mencionados. Si el Banco Central convence al público que conducirá una política monetaria efectiva para bajar la inflación, las expectativas inflacionarias mermarán y, como si fuera una profecía autocumplida, la inflación se reduce.

Al momento de analizar la efectividad de los instrumentos antiinflacionarios de política monetaria, se debe analizar el grado de desarrollo de los mercados financieros locales dado que el esquema Inflation Targeting requiere que el sistema económico sea capaz que recibir y ser afectado por el ancla nominal, que en este caso es la tasa de interés. La efectividad de la tasa de interés de corto plazo como mecanismo de transmisión de las expectativas decrecientes de inflación es mayor cuando los mercados de dinero y de capitales son más desarrollados, dado su mayor impacto en las expectativas de los agentes económicos y en la mayor amplitud del alcance de las políticas monetarias. Difícilmente modificaciones de la tasa de interés repercutan en los agentes económicos si éstos no toman como referencia los cambios en los instrumentos de inversión y financiamiento en el marco del mercado de capitales y el sector bancario.

En suma, tasas de interés reales positivas (es decir, tasas de interés por colocaciones que reciben los agentes económicos que poseen un rendimiento por encima de la inflación proyectada) desincentivan, por un lado, inversiones productivas en el sector real de la economía por lo que

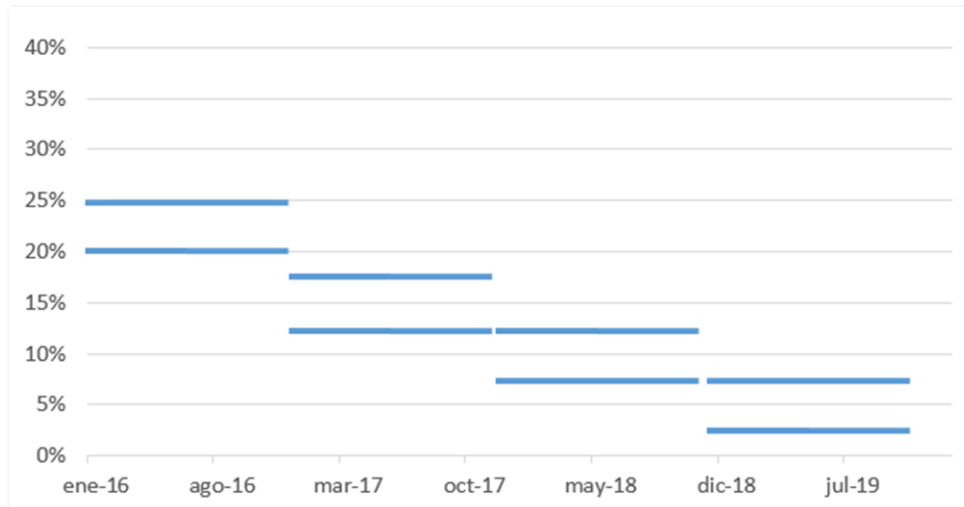
repercute negativamente en proyectos de inversión que expanden el producto y, por lo otro lado, desincentivan hasta cierto punto la demanda de divisas extranjeras, en el caso de nuestro país, del dólar. Este último factor es particularmente importante ya que es claro el efecto transmisión que tiene el aumento de la demanda de dólares, que repercute en un aumento de su precio y, dada la cultura económica de Argentina, automáticamente los agentes generan expectativas inflacionarias mayores que repercuten en aumentos de precios en ese momento. Este efecto, conocido como “pass-through”, es particularmente importante en países emergentes con historias inflacionarias recurrentes, en los cuales la sociedad intenta resguardar el valor de sus ahorros en divisas extranjeras, dada la desconfianza en la moneda local y en el accionar de las autoridades monetarias.

Para concluir el análisis de los mecanismos de transmisión, los dos efectos mencionados, la disminución de los proyectos de inversión y la contracción de la demanda de divisas, repercuten en la inflación. En lo que respecta a la disminución de la inversión, contrae la demanda agregada provocando menores gastos en consumo presente dada una oferta estable, no logrando efectivizarse dichos productos. Por el lado de las divisas, su menor demanda provocada por tasas de interés reales positivas, disminuye la presencia del efecto pass-through, disminuyendo las expectativas devaluatorias futuras.

Prosiguiendo con los hechos pasados, el Banco Central de la República Argentina lanzó en septiembre de 2016 el régimen de Metas de Inflación. Por aquel entonces, las Metas de Inflación proyectadas eran de 12% a 17% para el año 2017, de 8% a 12% para el año 2018 y de 5% a partir del año 2019. Este régimen implicaba que el Banco Central utilizara todos los instrumentos de política monetaria a su alcance para lograr sus objetivos antiinflacionarios.

Figura 13.

Metas de inflación proyectadas.

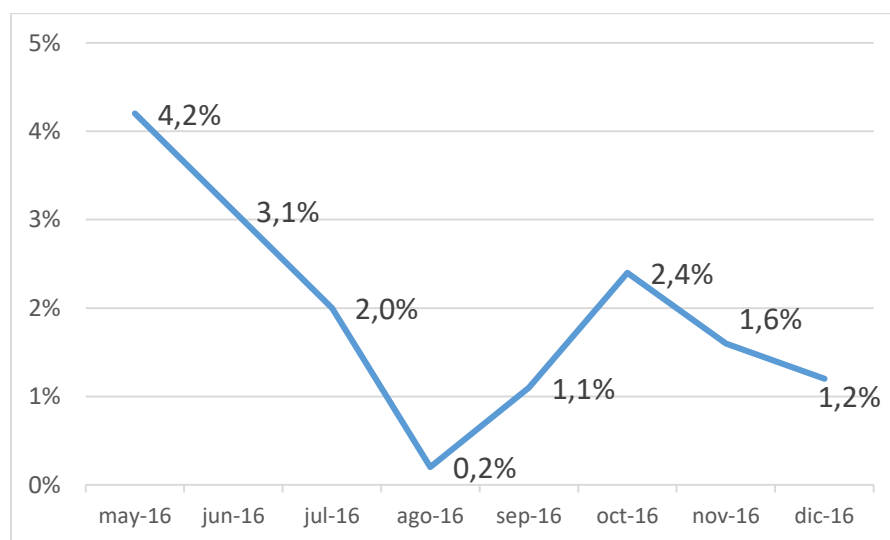


Fuente: Elaboración propia en base a Informe de Política Monetaria del BCRA. Mayo 2016

Tal como se puede observar en el gráfico siguiente, desde el anuncio de las Metas de Inflación en mayo de 2016, la inflación mensual fue registrando una baja considerable derivado del cambio en las expectativas del mercado y por el propio accionar del Banco Central.

Figura 14.

IPC GBA entre mayo y diciembre de 2016.



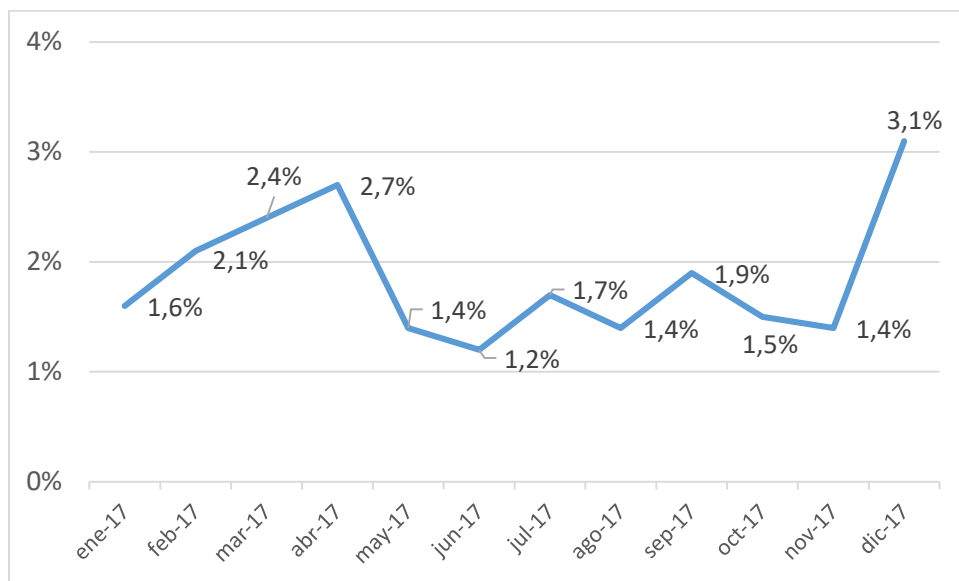
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC, 2016.

A la hora de poner en práctica el esquema Inflation Targeting es importante una constante comunicación y una coordinación de políticas entre el BCRA y el gobierno central, así como de sus ministerios. Luego de un año de gestión en el Ministerio de Economía, Alfonso Prat-Gay es separado de su cargo por aparentes rigideces y disputas con la cúpula del poder presidencial y con el titular del Banco Central, Federico Sturzenegger. De este modo, el Ministerio de Economía sería dividido en el Ministerio de Hacienda, a cargo de Nicolás Dujovne, y el Ministerio de Finanzas, a cargo de Luis Caputo. Los medios internacionales y locales entendieron que era el primer gran problema de credibilidad y consenso de políticas que afrontaría el gobierno de Mauricio Macri (Infobae, 2016) (Bloomberg, 2016).

Tal como puede observarse en el gráfico de la evolución mensual de la inflación del año 2017, la misma osciló entre los niveles de 1,2 y 2,7% hasta diciembre de 2017.

Figura 15.

IPC mensual año 2017.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

En gran parte esta aparente estabilización de la inflación estuvo fuertemente influenciada por la enorme estabilidad del tipo de cambio, que entre enero y noviembre de 2017 apenas subió un 9,1%, en comparación con una inflación acumulada en el mismo período del 19,3%.

Avanzando en la caracterización del periodo de estudio, el principal instrumento de política monetaria, específicamente la tasa de interés, era instrumentada por medio de las emisiones de

LEBACs, esto es, Letras del Banco Central. Por medio de la emisión de las mismas, el Banco Central retiraba dinero de la economía con el objetivo de disminuir los saldos monetarios de los agentes económicos, contrayendo el consumo y la actividad. De esta manera, en las sucesivas emisiones de LEBACs, el Banco Central licitaba los instrumentos a determinadas tasas de interés que se constituían como referencia para todo el sector financiero y bancario, y que luego iban a ser negociados como títulos valores en el marco del mercado de capitales local, donde las LEBACs se destacaban por su elevado volumen de operaciones y sus elevadas tasas de interés, tanto en términos nominales como reales. Aquellos inversores locales e internacionales que desearan adquirir LEBACs como inversión sencillamente tenían que tener una cuenta comitente en Argentina para luego poder adquirir las letras mencionadas en el mercado secundario de BYMA.

Respecto a lo mencionado anteriormente, es importante caracterizar el concepto de “carry trade”. El carry trade tiene lugar cuando no se cumple la condición de paridad de tasas de interés descubierta, siendo que podría existir la posibilidad de pedir fondos prestados en un país a una tasa de interés baja, e invertir dichos fondos en otro mercado distinto al primero, obteniendo ganancias en términos de la moneda indicada en primera instancia. (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2016)

Estos diferenciales de rentabilidad pueden ser muy importantes cuando se amplían los diferenciales de tipos de interés internacionales, ya sea como respuesta de los Bancos Centrales ante shock externos como a modificaciones en sus políticas monetarias. Esto último implica que en la práctica la paridad de tasas de interés descubierta no se cumple de forma perfecta, originando des arbitrajes de corto y mediano plazo.

Cuando se forman importantes posiciones de carry trade se podría originar una dinámica en la que, inicialmente, se apreciara el tipo de cambio de la moneda local a medida que los inversores internacionales se desprenden de divisa internacional para demandar saldos monetarios locales para ser invertidos en el instrumento de tasa de interés local. Esto haría que las consecuencias de una potencial salida de la moneda local en el futuro, ya sea para materializar ganancias o por un shock externo, catalicen salida de capitales, pérdida de reservas internacionales, volatilidad y subas del tipo de cambio, con su consecuente repercusión en el nivel de precios local, así como repercusiones negativas en el mercado de bonos y acciones domésticas (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2016).

Retomando los sucesos acontecidos, con relación a la estabilidad del tipo de cambio que tuvo lugar durante el año 2017, se debe hacer hincapié en diversos aspectos del sector financiero y del

mercado de capitales. En un contexto mundial de mercados internacionales altamente interconectados, los grandes fondos de inversión buscan optimizar la rentabilidad en dólares para sus colocaciones, y allí entran en juego los mercados emergentes, los cuales, en un contexto internacional de tasas de interés nominalmente bajas, resultan altamente atractivos. Estos fondos internacionales (por citar como ejemplos a J.P Morgan o Blackrock) buscan anualmente oportunidades de inversión en países emergentes donde, dada la momentánea estabilidad del tipo de cambio y tasas de interés reales, se puedan obtener jugosas ganancias en dólares. La dinámica se caracteriza como una en la cual los fondos internacionales llegan al país emergente, cambian sus dólares por la moneda local (apreciando el tipo de cambio) con el objetivo de aprovechar las tasas de interés nacionales, obtienen rendimientos en moneda local en tanto la coyuntura lo permita para, finalmente, cuando un suceso puntual provoca que el tipo de cambio se dispare a la suba, los fondos internacionales revierten el flujo, cambian moneda local por dólares y retiran sus capitales del país. La dinámica mencionada tiene serias repercusiones en la inflación dado que, mientras en un primer momento, cambian divisa internacional por divisa local y presionan a la baja el tipo de cambio, generando estabilidad del mismo a corto plazo, siendo que cuando finalmente aumentan la demanda de divisas extranjeras para fugar sus capitales provocan un aumento drástico del tipo de cambio con importantes repercusiones en los niveles inflacionarios (efecto pass-through) y con pérdidas de confianza en la política económica local.

Lo mencionado anteriormente tiene lugar en un mercado de capitales “libre” donde los diversos participantes, tanto locales como internacionales, pueden operar tanto compra-venta del tipo de cambio como instrumentos de inversión libremente. Por el contrario, difícilmente se podría dar una dinámica como la mencionada en un mercado de capitales como el actual, caracterizado por un fuerte control a los capitales internacionales, cepo cambiario y un sistema de crawling peg del tipo de cambio oficial.

La dinámica descrita anteriormente, de ingreso de capitales extranjeros y apreciación del tipo de cambio, tuvo lugar desde comienzos del esquema de Metas de Inflación hasta la sanción del impuesto a la renta financiera a los inversores del exterior, en junio de 2018. Los inversores extranjeros cambiaban sus dólares por pesos, colocaban esos pesos en LEBAC (Letra del Banco Central), principal instrumento de política monetaria, obteniendo tasas de interés muy por encima de la inflación y de la tasa de depreciación del tipo de cambio.

El comienzo del fin del esquema de Metas de Inflación tendría lugar el llamado “28-D”. El día 28 de diciembre de 2017 los ministros de Hacienda, Finanzas, el Jefe de Gabinete y el Presidente del Banco Central darían una conferencia de prensa en la que, dado que no se habían logrado cumplir las metas inflacionarias propuestas para el año 2017, se procedía a cambiar las mismas para el año 2018. Con respecto a la meta inflacionaria, la misma fue modificada desde una Meta de Inflación entre rangos aceptables hacia una meta puntual de inflación anual, que sería del 15% para el año 2018, del 10% para el 2019 y del 5% para 2020. El anuncio mismo del cambio de los niveles proyectados de inflación sería anunciado por el ministro de Hacienda, siendo esto interpretado tanto por la sociedad como por el mercado, como una seria pérdida de confianza en el BCRA, de modo que la política tenía finalmente influencia sobre el accionar del Banco Central. Tal fue la desconfianza que el tipo de cambio subiría casi 10% entre diciembre de 2017 y enero de 2018.

El valor del peso volvería a disminuir cuando en abril de 2018 el Congreso Nacional sancionara el impuesto a los inversores extranjeros por sus colocaciones en instrumentos de renta fija, en este caso, las LEBACs. Dicho suceso marcó un cambio rotundo en el flujo de capitales, en el que los inversores extranjeros se desprendieron de las LEBACs en el mercado secundario, compraron divisa extranjera y retiraron sus capitales del país, generando subas sustanciales en el tipo de cambio, repercutiendo fundamentalmente en la pérdida de confianza en las políticas económicas del gobierno y en las expectativas inflacionarias, así como generando subas del riesgo país y bajas de los índices accionarios.

El acuerdo con el FMI por un préstamo de tipo Stand-by por cincuenta mil millones de dólares en junio de 2018 no sería capaz de moderar una demanda de dólares creciente que repercutiría sobre el precio del mismo, y con cierto rezago, sobre la inflación. En el mismo período, tuvo lugar la peor sequía que sufrieron los cultivos argentinos en 50 años, la cual disminuyó notablemente la oferta de dólares, los saldos exportables y los ingresos fiscales por retenciones. Por último, la suba de tasas internacionales generaría una salida de capitales desde países emergentes a países desarrollados, potenciando aún más la salida de capitales de Argentina.

Finalmente, Federico Sturzenegger renunciaría en junio de 2018, siendo reemplazado por Luis Caputo en la presidencia del Banco Central. Nuevamente un colaborador que formaba parte del gobierno nacional pasaba a tener influencia directa en las decisiones de la autoridad monetaria. Inicialmente el mercado de capitales reaccionó de forma positiva al cambio de presidencia en el BCRA derivado del perfil profesional de Caputo, quien tenía una larga carrera en los mercados

financieros locales y de Estados Unidos, aunque el efecto tuvo lugar solo a corto plazo a causa de las debilidades financieras que seguía presentando la Argentina.

El fin de las metas de inflación se daría con la renuncia de Luis Caputo en el Banco Central y la llegada de Guido Sandleris como nuevo presidente, quien hasta ese momento había sido Secretario de Política Económica del Ministerio de Hacienda y, además, el encargado de llevar adelante las negociaciones técnicas con el FMI. La aparente independencia de la autoridad monetaria se vio deteriorada una vez más, siendo un ayudante directo del ministro de Hacienda quien ocupe dicho lugar.

En octubre de 2018 se decide cambiar desde un esquema de política monetaria de Metas de Inflación a uno de Control de Agregados Monetarios. Dicho esquema buscaba bajar la inflación y recuperar un ancla nominal para la economía. Específicamente, el BCRA se comprometió a no aumentar el nivel de la base monetaria (agregado monetario con mayor control por parte del BCRA) respecto del promedio del mes previo a la implementación del nuevo esquema.

Actualmente, la política monetaria es implementada mediante operaciones de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos, instrumento sobre el cual se puede intervenir o cambiar la tasa de interés de referencia en vistas de poder afectar las decisiones de los agentes económicos. Si bien desde su resurgimiento en 2018 se ha logrado bajar las tasas de interés nominales que pagan las LELIQs, y conseguido alargar los plazos de vencimiento, sin duda que ha sido un total fracaso el desempeño de la moneda local, expresado como suba del tipo de cambio, y los elevados niveles de inflación que ha experimentado Argentina en los últimos 4 años.

2.3.6. Resultados del esquema de Metas de Inflación y dinámica del mercado de capitales entre 2016 y 2018.

Si bien los países a lo largo de su historia atraviesan múltiples problemas y desequilibrios económicos, nunca se hace más evidente la falta de estabilidad en el nivel de precios cuando no la hay, y justamente el esquema de Metas de Inflación analizado intenta ser una posible solución a los problemas inflacionarios que sufren y han sufrido gran número de países.

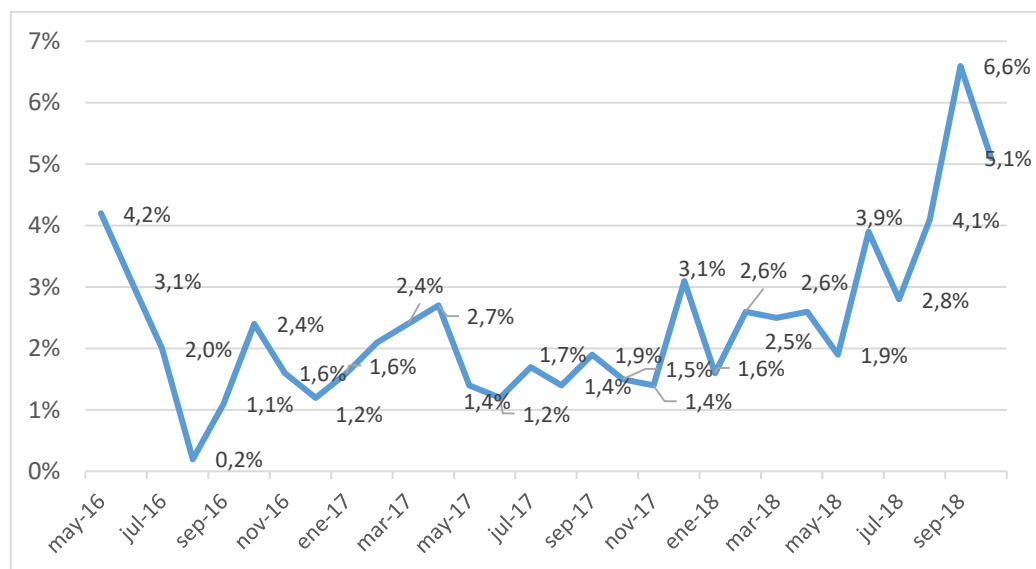
En vista de las características que han sido descritas de Inflation Targeting, se puede considerar al régimen como un esquema flexible en el que ciertos prerequisites son indispensables para su aplicación. Si bien se ha comentado que estos requisitos son comunes a todo esquema de

política monetaria, se hace evidente la fundamental importancia que tienen éstos en el mencionado esquema.

Teniendo en cuenta la aplicación de Metas de Inflación en Argentina entre 2016 y 2018, su resultado en términos inflacionarios ha dejado mucho que desear. Tal como puede observarse en el siguiente gráfico, en el periodo de aplicación del régimen, la inflación inicialmente tendió a la baja para luego, derivado de los sucesos comentados en la sección anterior, cambiar su tendencia nuevamente al alza, provocado fundamentalmente por la inestabilidad cambiaria e instrumentado por la salida de flujo de capitales en el marco del mercado de capitales local.

Figura 16.

IPC período mayo 2016 – octubre 2018.



Fuente: Elaboración propia en base al INDEC.

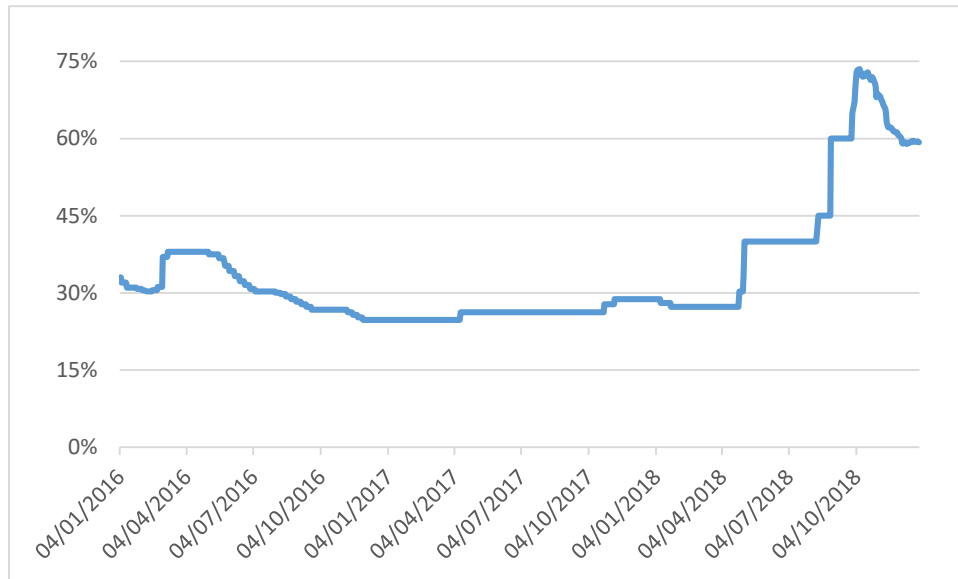
Por otro lado, en términos institucionales, entre 2016 y 2018 se han sucedido tres presidentes del BCRA, lo que denota una clara inestabilidad institucional. Parece necesaria una mejora en la coordinación de políticas entre la autoridad monetaria y el poder ejecutivo en vistas de poder generar reputación antiinflacionaria y mejorar la independencia del Banco Central.

En adelante, se procederá a realizar una exposición de las principales métricas del mercado de capitales entre los años 2016 y 2018, intentando evidenciar si el esquema de Metas de Inflación

y su aplicación afectaron las principales variables financieras, al crecimiento y al desempeño del mercado de capitales local.

Figura 17.

Tasa de política monetaria del BCRA 2016 – 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Como puede evidenciarse en el gráfico, durante los años 2016 y 2018 las tasas de interés de política monetaria del Banco Central fueron muy elevadas, tanto en términos nominales como reales, esto es, comparado con la inflación. Esto fue cierto en tanto el Banco Central busco “enfriar” la economía y anclar las expectativas inflacionarias utilizando niveles de tasa de interés elevados, en detrimento del nivel de actividad económica.

Tabla 7.

Evolución financiamiento y capitalización bursátil período 2016-2017.

	2016	2017	2018
Financiamiento empresario en BYMA (en millones de USD)	11.725	14.730	5.650
Monto de emisiones de nuevas acciones (en millones de USD)	287	2.344	50
Cantidad de empresas listadas	101	104	98
Capitalización de empresas domésticas (en miles de millones de ARS)	1.011	2.061	1.804
Financiamiento PYME en MAV (en millones de USD)	582	1.163	1.529

Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y IAMC.

Si se analiza el nivel de financiamiento empresario en BYMA, se puede ver que, si bien las tasas de interés fueron nominalmente elevadas, el buen clima de negocios y las expectativas favorables que tuvo en los dos primeros años el gobierno de Macri potenciaron la expansión de las emisiones corporativas de grandes empresas en el seno del mercado de capitales. Es en el año 2018 cuando las expectativas se revierten, pasando por diversas depreciaciones del tipo de cambio y cambios en los principales gabinetes y hacedores de política económica, donde vemos una disminución del financiamiento empresario de las grandes empresas en BYMA.

Avanzando con el monto total de emisiones de nuevas acciones, así como de la cantidad total de empresas locales listadas en el mercado nacional, es particularmente sorprendente el aumento interanual de emisiones entre 2016 y 2017, donde las empresas locales vieron aumentar fuertemente su capitalización bursátil y muchas optaron por emitir nuevas acciones, así como en otros casos por emitir acciones por primera vez. Es lamentable destacar que en el año 2018 no hubo nuevas empresas cotizantes (nuevas IPO), sino que el aumento de 50MM que detalla la tabla anterior fueron únicamente aumentos de capital de empresas cotizando, por lo cual no se verificó una expansión de las empresas cotizantes. Por el contrario, algunas empresas optaron por dejar de cotizar públicamente en BYMA, achicando el mercado de renta variable. Relativo a lo señalado anteriormente, si bien la capitalización de empresas domésticas muestra una suba en pesos para el

período señalado, la misma terminó siendo fuertemente negativa si se considera que en tres años el tipo de cambio más que se duplicó en su valor.

Por último, el financiamiento PYME en MAV, medido en USD, fue en constante aumento derivado de una mejora en la operatoria y una constante política de educación financiera para las PyMes. Tal como fuera señalado en la sección de financiamiento empresario, el descuento de cheque de pago diferido por bolsa se constituyó como el principal mecanismo de financiamiento en el periodo 2016-2018.

Tabla 8.

Volumen promedio diario (en millones de ARS)

Año	Acciones locales	Títulos públicos	Cauciones y pases
2016	282	4.231	674
2017	498	8.493	1.012
2018	878	13.841	1.673

Tabla 9.

Tipo de cambio implícito CCL al final de cada período.

Año	Valor
2016	\$ 15,87
2017	\$ 18,60
2018	\$ 38,40

Tabla 10.

Volumen promedio diario (en millones de USD).

Año	Acciones locales	Títulos públicos	Cauciones y pases
2016	17,77	266,6	42,47
2017	26,77	456,61	54,41
2018	22,86	360,44	43,57

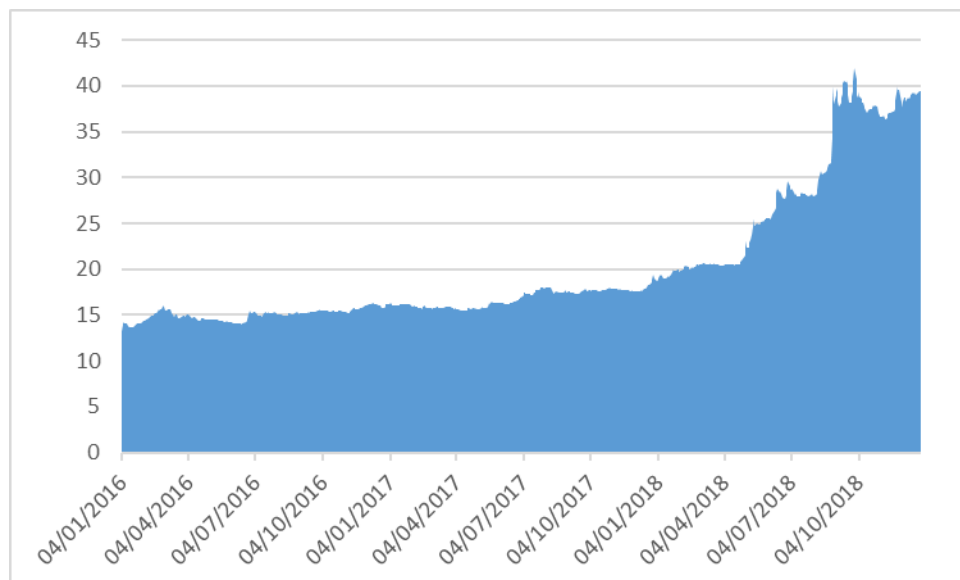
Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y IAMC.

El volumen operado de los diferentes instrumentos de inversión en el marco del mercado BYMA evidenció un constante aumento si se lo evalúa en términos de volumen operado en pesos, de otro modo, si el mismo se lo deflacta por el tipo de cambio contado con liquidación, se puede evidenciar un aumento en el volumen operado entre 2016 y 2017, para luego sufrir una merma en 2018. Lo mencionado puede estar explicado por el magro desempeño de los activos financieros en 2018, las malas expectativas financieras y económicas, y por la importante suba del tipo de cambio.

Avanzando, como puede verse en los próximos gráficos, el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable entre enero de 2016 y diciembre de 2017 para luego experimentar una constante suba ocasionada por los sucesivos problemas económicos que repercutieron sobre la administración de Mauricio Macri. Si bien en condiciones normales la suba del tipo de cambio podría haber implicado acumulación de reservas, las mismas se mantuvieron estables, bajando fuertemente durante las sucesivas corridas cambiarias durante el año 2018, pero aumentando toda vez que el Banco Central recibía los desembolsos del préstamo concedido por el FMI.

Figura 18.

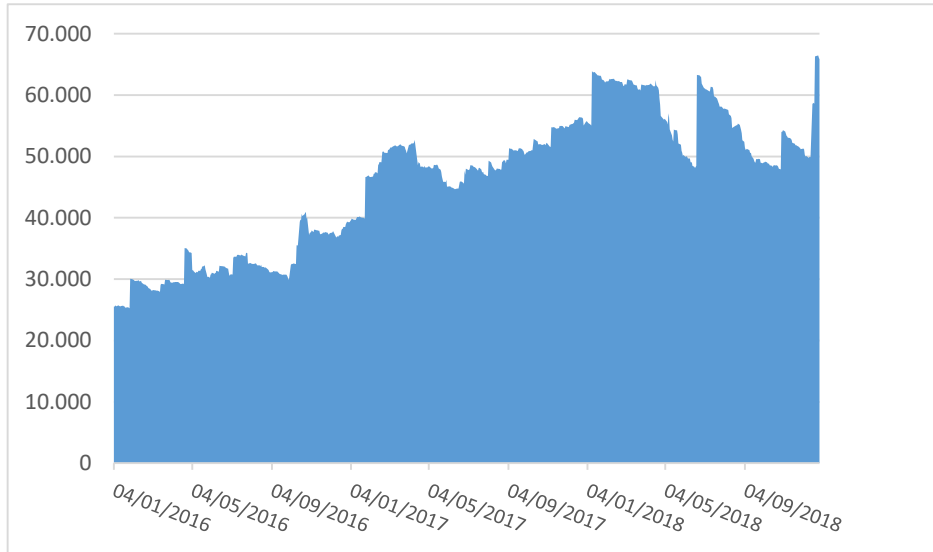
Tipo de cambio oficial período 2016–2018.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Figura 19.

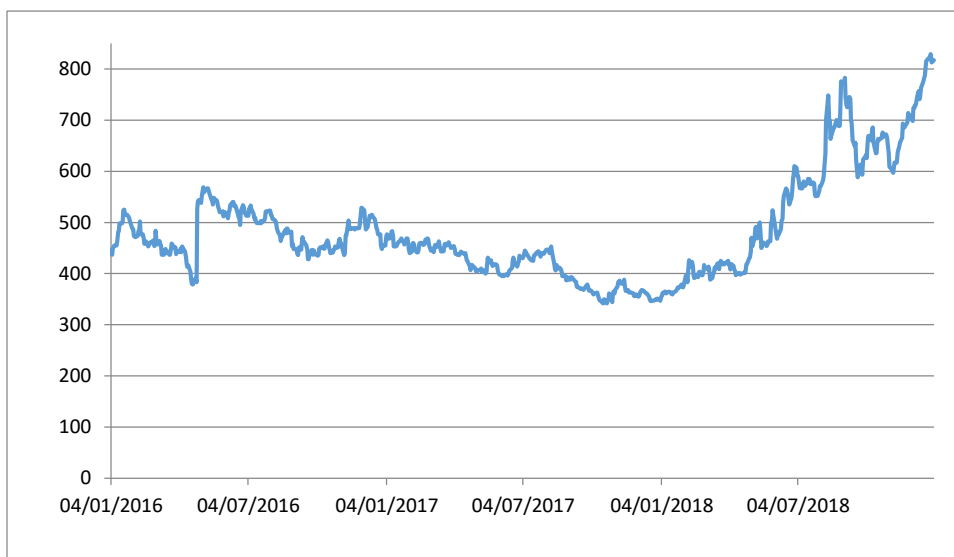
Reservas internacionales del BCRA período 2016 – 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Figura 20.

Riesgo país período 2016 – 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a Ámbito Financiero.

Figura 21.

Índice Merval en dólares período 2016 - 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a Trading View.

Por último, para cualquier periodo se podría tomar como “índices de confianza” en la economía argentina al Riesgo País y al Índice Merval medido en USD. Al respecto, el riesgo país mide el diferencial de rendimiento entre un bono soberano argentino a 10 años de vencimiento y un bono soberano de Estados Unidos al mismo vencimiento. Como se puede evidenciar en el grafico anterior, el riesgo país tuvo una tendencia decreciente durante los años 2016 y 2017 en tanto Argentina se insertaba al mundo, veía disminuir sus tasas de inflación y mejoraban sus variables financieras. Es recién en mayo de 2018 cuando las reiteradas subas del tipo de cambio y los des manejes en la política monetaria empezaron a tener consecuencias negativas en el precio de los bonos soberanos locales, aumentando el riesgo país y por ende el costo del financiamiento externo, tanto para la Argentina como para las empresas locales.

Respecto del índice Merval, el mismo vivió un impresionante mercado alcista hasta enero de 2018, donde la sequía y la suba de tasas de los países desarrollados afectaron fuertemente a los países emergentes, provocando salida de capitales y expansiones de los tipos de cambio y del riesgo país. Más tarde, la tendencia no fue más que bajista expresando el mal humor de los inversores locales e internacionales, que veían con cada vez mayor preocupación los descalabros monetarios y cambiarios.

En síntesis, la tendencia que inicialmente presento un círculo virtuoso y enormes expectativas de que la Argentina deje de ser un país emergente en vistas de avanzar a una economía desarrollada, terminaron en una crisis cambiaria y financiera que tiene aún consecuencias preocupantes hasta la actualidad.

Entre los factores que deben ser considerados como razones del fracaso del esquema de Inflation Targeting, se pueden nombrar la falta de un mercado de capitales desarrollado; la ausencia de un correcto esquema de control de flujos de capitales que no permita que los particulares posean libertad total de movilidad de capitales, lo cual pueda llegar a desestabilizar el sistema (como termino sucediendo finalmente); una economía altamente dolarizada en la que subas en el tipo de cambio tienen serias repercusiones en los agentes económicos (por efecto pass-through); la presencia de shocks externos, como fueron la sequía y la suba de las tasas de interés internacionales; y por último, la falta de independencia del Banco Central en su accionar donde se impuso una tasa de interés real muy elevada.

Además, podemos caracterizar al fracaso del esquema de Metas de Inflación por el incumplimiento de los supuestos que supone la aplicación del citado esquema monetario, a saber: la falta de credibilidad, esto es, que las expectativas inflacionarias coinciden con la meta anunciada por la autoridad monetaria (siendo inexistente la inercia inflacionaria); y el no cumplimiento de la paridad de tasas de interés “descubierta” que posibilito ganancias de corto plazo en moneda extranjera (a través del llamado “carry trade”).

Por otro lado, la excesiva importancia que tomó la tasa de referencia con el propósito de la consecución del objetivo antiinflacionario, fundamentado conceptualmente en el esquema instrumento-objetivo de política económica, sesgó la posibilidad de utilizar otros instrumentos de política económica, como ser controles de precios o control de agregados monetarios, que instrumentados de forma coordinada podrían haber repercutido favorablemente en los niveles inflacionarios. Como indica Calvo (Calvo G. , 2017), el manejo de la tasa de interés con un objetivo antiinflacionario requiere del soporte de otras anclas nominales en la economía, donde al respecto, los hacedores de política deberían estar al tanto de esto y aplicar un amplio abanico de intervenciones de mercado en vistas de prevenir movimientos abruptos del tipo de cambio.

Sin duda, el control y el consecuente monitoreo del instrumento de política económica requieren de ciertas bases institucionales y sociales que aún no fueron asentadas en la economía argentina. Además, el efecto crowding out por el cual la autoridad monetaria demanda y toma

dinero de la economía, disminuyendo los saldos prestables para el sector privado, empeoró el acceso al crédito y aumentó el costo del financiamiento para las empresas locales.

2.3.7. Desafíos de la política económica y del mercado de capitales argentino en la actualidad.

En la actualidad el mercado de capitales argentino ha tomado un rol meramente transaccional, lejos de ser comparable con las políticas implementadas en el esquema de Inflation Targeting ni en lo que podría ser un mercado de capitales desarrollado como el de Estados Unidos. Al respecto, derivado de las restricciones a la compra de divisas extranjeras, el mercado bursátil local se constituye como la única vía formal para la compra de dólares de forma libre, siempre y cuando se cumplan con las normativas de la CNV y el BCRA, en tanto la mayor parte de las nuevas cuentas comitentes y los nuevos inversores que se acercan al mercado bursátil lo hacen con el objetivo de hacerse de dólares financieros. No es extraño entender el motivo por el que los agentes económicos demandan divisas extranjeras en un contexto de elevada inflación, pero será desafío de los hacedores de política el de volver a convertir el mercado de capitales local en un mecanismo eficiente por el cual individuos y empresas inviertan en moneda nacional de forma tal de trasladar consumo presente a mayor consumo futuro.

Lógicamente el conflicto bélico iniciado recientemente entre Rusia y Ucrania, y el consecuente aumento de los precios de la energía (gas y petróleo) representan nuevos desafíos que afectan de forma notable la estabilidad de precios y la posibilidad de acumular reservas por parte del BCRA. Las economías de países desarrollados también están experimentando mayores presiones inflacionarias desembocando en la aplicación de políticas monetarias más contractivas, lo que repercute en última instancia en países emergentes. Estas políticas monetarias más restrictivas catalizaron suba de las tasas de interés de países desarrollados, generando apreciación del dólar a nivel global y eleva la salida de capitales de los países emergentes, afectando a sus economías locales. Lo mencionado no es completamente negativo, dado que el contexto internacional más adverso tuvo como consecuencia el aumento de los precios de los commodities agrícolas que, respecto de un país como la Argentina, posibilitó mejorar sus términos de intercambio. Será menester de los hacedores de política económica aprovechar esta importante oportunidad para comenzar con la estabilización de la macroeconómica local y generar un efecto virtuoso en pos de bajar la inflación, lograr estabilidad el tipo de cambio y mejorar el balance del Banco Central.

Dada la existencia de componentes inerciales y de factores idiosincráticos en el proceso inflacionario que sufre la Argentina desde hace ya varios años, y la escasa profundidad del mercado de crédito y de capitales local, se deberá poner especial foco en mejorar los canales de crédito y financiamiento con el objetivo de mejorar la oferta de bienes y servicios y reducir los “cuellos de botella” en el mercado de bienes. No todas las soluciones son de tipo monetaria, por lo que mejorar los procesos productivos, ampliar mercados de exportación y mejorar la inserción al mundo serán fundamental en un mercado mundial cada vez más globalizado.

En lo relativo a la tasa de interés, su nivel en términos reales debe ser positivo con el fin de motivar la demanda por moneda local, intentando generar estabilidad financiera y económica, mejorando el financiamiento para la producción, pero sin dejar de tener en cuenta que se debe favorecer los rendimientos otorgados al inversor.

En el contexto actual de enorme incertidumbre respecto del devenir económico, será central cumplir con las metas impuestas por el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, lo cual permitirá consolidar un marco de certidumbre macroeconómica, ayudando así a acotar las expectativas de incremento del tipo de cambio y de la inflación en el futuro. Dentro de las actuales condiciones del acuerdo con el FMI, los principales objetivos anuales se centran en la acumulación de reservas internacionales netas, la disminución del déficit fiscal primario y el financiamiento monetario por parte del BCRA al Tesoro Nacional. Si bien se han cumplimentado todas las metas cuantitativas del programa para el primer trimestre de 2022, será uno de los principales desafíos continuar fortaleciendo la reputación del Banco Central y la efectividad de su política monetaria.

Por último, en vistas de los elevados volúmenes operados de los instrumentos en pesos de muy corto plazo (principalmente caución bursátil), el mercado de capitales local se configura como un mercado en el que las empresas, derivado de la imposibilidad de importar la totalidad de los bienes que quisieran, y de la prohibición a la compra de dólar libre si acceden al Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), invierten los pesos excedentes de su actividad en colocaciones de corto plazo con el objetivo de perder el menor poder adquisitivo posible contra la inflación. Lógicamente esto se configura como un “second best”, donde el rendimiento que perciben por sus inversiones son menores a la inflación y donde lo ideal sería que las empresas pudiesen operar de forma normal, importando, produciendo y reinvertiendo en su actividad real, y no preocupándose por las diferentes regulaciones impuestas por los organismos de control y perdiendo tiempo en cuestiones que no fortalecen su ciclo productivo.

3. CONCLUSIÓN

El presente trabajo ha intentado describir la importancia del mercado de capitales argentino destacando la relevancia que tienen los mercados de capitales para contribuir a solucionar desequilibrios macroeconómicos como la falta de ahorro o la inflación en países emergentes, y destacar su rol durante la aplicación de políticas monetarias.

Es de importancia recalcar, entonces, que el mismo posee diversas limitaciones. Al respecto, se puede mencionar que el trabajo no ha intentado analizar diversos factores y relaciones que sin duda son muy importantes en la materia, pero que de otra forma habrían excedido al alcance del mismo, como puede ser la influencia del mercado de capitales en la política monetaria y en la economía argentina para otros períodos de tiempo que no fueron analizados en el escrito; una posible comparación entre el mercado de capitales argentino con mercados de capitales de otros países de forma más extensiva; un análisis de la validez de los resultados obtenidos para otros períodos de estudio o comparables; y la exposición de las características y diferencias entre los mercados de capitales de países desarrollados y emergentes; entre otros.

En ese sentido, serán posibles propuestas de futuros trabajos el análisis comparativo entre los diferentes mercados de capitales de países emergentes, y de sus políticas monetarias, para determinados períodos de estudio; la descripción y análisis acerca de cómo los países enfrentan e intentan resolver desequilibrios macroeconómicos utilizando fundamentalmente la política monetaria; y el análisis de la manera en que diferentes países emergentes han utilizado su mercado de capitales local para potenciar su crecimiento económico y la estabilidad financiera.

Ahora bien, en relación a los resultados obtenidos en el presente escrito, es posible establecer algunas conclusiones importantes. Primeramente, los modelos económicos enfatizan el rol del ahorro y la acumulación de capital en el desarrollo de los diferentes países. Dentro de esta dinámica, es fundamental que las instituciones nacionales fomenten el crecimiento del mercado local de forma tal de canalizar eficientemente el ahorro nacional hacia la inversión productiva. De tal manera, mercados de capitales poco desarrollados, donde no se incentiva a los individuos a participar de las transacciones, y donde existen problemas de información y de estabilidad tanto jurídica como de precios, además de que la liquidez y la disponibilidad de instrumentos de inversión es acotada, pueden derivar en menor inversión nacional, menor inclusión financiera y menor crecimiento económico de largo plazo.

Las recientes modificaciones y sanciones de leyes relativas al mercado de capitales han posibilitado dar impulso a nuevos instrumentos y nuevas figuras dentro del ámbito bursátil, y si bien los Mercados (entendidos como instituciones) realizan un importante trabajo de difusión del conocimiento, es necesario que nuestro país salga de la crisis en la que se encuentra y logre volver nuevamente a las vías del crecimiento y la estabilidad financiera para incluir a los ciudadanos en el ámbito bursátil.

El grado de relativo atraso del mercado de capitales argentino a nivel latinoamericano puede deberse a diversos factores de índole político, económico y cultural, pero es inevitable pensar que derivado de la estructura y el grado de desarrollo económico de Argentina se podrían alcanzar niveles de desarrollo financiero similares a los países tomados en comparación en el presente trabajo.

Mención aparte requiere el problema inflacionario en Argentina, en tanto no se puede concebir un mercado de capitales profundo si no se tiene estabilidad de precios y confianza en la moneda local. No han sido pocos los economistas tanto partidarios de enfoques ortodoxos como heterodoxos que han planteado soluciones para controlar la inflación en países emergentes, aplicando los más diversos instrumentos. Se ha implementado exitosamente en diversas economías, tanto emergentes como desarrolladas, el uso intensivo de la política monetaria por medio de las llamadas Metas de Inflación para controlar el alza del nivel general de los precios. Sin embargo, en Argentina la implementación de este esquema de política monetaria durante el período 2016-2018 no ha sido eficaz a la hora de hacer frente a la problemática inflacionaria, poniendo en duda la capacidad del Estado y su alcance sobre la política monetaria y el mercado de capitales local.

Considerando, a partir de lo expuesto, que la estabilidad financiera, la promoción de la inversión y el empleo, y el desarrollo económico con equidad social son asegurados por una inflación baja y estable que permita generar previsibilidad para emprender y producir, preservar el valor de los ingresos y ahorros de aquellos con menor poder adquisitivo, y una mejor estimación de riesgos para las entidades financieras, es importante que la autoridad monetaria aplique un esquema antiinflacionario específico teniendo en cuenta las características propias de la economía de la que forma parte, que evite la desestabilización del sistema financiero causada por la huida de la moneda local y la destrucción del sistema de precios.

Teniendo en cuenta los resultados negativos obtenidos de la aplicación de Inflation Targeting en Argentina, representa todo un desafío para las autoridades lograr una correcta coordinación de

políticas con el objetivo de mejorar la transparencia y el impacto de sus decisiones de política. A su vez, el mercado financiero argentino continúa siendo de proporciones pequeñas, de modo que el impacto que provocan modificaciones de la tasa de interés en los agentes económicos es limitado. Sin duda el desarrollo de un mercado financiero que incentive la inversión y el ahorro de los ciudadanos se configura como un desafío al cual cualquier autoridad gubernamental debería dar prioridad.

Si bien el esquema de Metas de Inflación no logró cumplir con los objetivos propuestos, ha sentado las bases del cambio institucional que precisan países emergentes, como es el caso de Argentina, si es que se desea salir finalmente del círculo vicioso que implican altas tasas de inflación y menores niveles de crecimiento del producto. Al respecto, serán de suma relevancia gozar de previsibilidad en las reglas de juego, transparencia y credibilidad en el accionar de los hacedores de política económica, junto a la disciplina monetaria y fiscal y la independencia del Banco Central, los cuales serán puntos cruciales sobre los cuales se debe trabajar en vistas de controlar la inflación más allá del esquema de política monetaria que se adopte para lograrlo. No existe, al respecto, un único y rígido sendero para alcanzar el éxito antiinflacionario.

Por último, sin duda que deberá ser menester de los hacedores de política económica ampliar el acceso al mercado de capitales por parte de los inversores, de forma tal de lograr que más individuos y más empresas tengan cuentas comitentes activas con el objetivo de realizar actividades de inversión y financiamiento. El potencial de crecimiento financiero en Argentina es gigantesco considerando el tamaño de su economía, el nivel de educación de la población y el reducido porcentaje de participación de la ciudadanía en el mercado de capitales, pero será fundamental dar los incentivos correctos para lograr sembrar confianza en el sistema bursátil, incrementar el número de empresas que cotizan públicamente, aumentar los volúmenes de operatoria diaria y así potenciar el financiamiento productivo.

4. BIBLIOGRAFÍA

- Barro, G. (1983). *Rules of Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. Journal of Monetary Economics, 12.
- BCRA. (2018). *Encuesta de medición de capacidades financieras*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.
- BCRA. (8 de marzo de 2021). <http://www.bcra.gov.ar/>. Obtenido de BCRA página oficial: <http://www.bcra.gov.ar/>
- BCRA. (2021). *Informe de Inclusión Financiera*. Buenos Aires: BCRA.
- Bernanke, B., & Mishkin, F. (1997). *Inflation Targeting: a new framework for monetary policy?* NBER working paper series.
- Brull, H. R. (2007). *El mercado de capitales globalizado: al alcance de todos*. Buenos Aires: Dunken.
- Caja de Valores. (2021). *Caja en Cifras*. Buenos Aires: CV.
- Calvo, A., Parejo, J., Rodriguez, L., & Cuervo, A. (2014). *Manual del sistema financiero español*. Ariel.
- Calvo, G. (2017). Fighting chronic inflation with interest rates. *Columbia University*.
- Córdoba Gárces, J., & Molina Ungar, E. (2017). Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales. *Documentos CEDE*.
- Dapena, J. (2009). *Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía*. Buenos Aires: Universidad del Centro de Estudio Macroeconómicos (UCEMA).
- De Pablo, J. C. (2021). *Política económica para decidir en tiempos difíciles*. Buenos Aires: Editorial El Ateneo.
- FED. (2021). *Annual report of the board of governors of the Federal Reserve System*.
- FED. (2022). *Monetary policy report*. Board of Governors.
- FED. (2022). *The FED explained. What the Central Bank Does*. Federal Reserve System Publication.
- Gastaldi, S., & Iunnisi, C. (2014). *Tópicos de Macroeconomía y Economía Monetaria*. Editorial UCEL.
- Gonzalez Velasquez, L., & Arechiga, B. (2021). *Las ciencias administrativas*. Sello Editorial UNAD.
- Hall, R., & Jones, C. (1999). Why do some Countries produce so much more Output per Worker than Others? *Quarterly Journal of Economics*.
- IAMC. (2021). *Financiamiento a traves del mercado de capitales*. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

- IAMC. (2022). *Informe mensual abril 2022*. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.
- IAMC. (2022). *Resumen de mercado 2021*. Buenos Aires: Instituto Argentina de Mercado de Capitales.
- INDEC. (9 de Mayo de 2021). *Proyecciones nacionales*. Obtenido de <https://www.indec.gob.ar/>
- Krugman, P., Obstfeld, M., & Melitz, M. (2016). *Economía Internacional*. Pearson.
- Libman, E. (2018). Política monetaria y cambiaria asimétrica en países latinoamericanos que usan metas de inflación. *Revista CEPAL*.
- MAV. (2021). *Informe anual 2021*. Rosario: Mercado Argentino de Valores.
- MAV. (2022). *Informe mensual - abril 2022*. Rosario: Mercado Argentino de Valores.
- Mercado, R. (2018). *Ensayos sobre desarrollo sostenible*. Buenos Aires: Programa de las Naciones Unidas para el desarrollo. Argentina.
- Merino, M., & Cejudo, G. (2019). *Problemas, decisiones y soluciones: Enfoques de política pública*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Economica.
- Mishkin, F. (2000). *Inflation Targeting in emerging market countries*.
- Montoya Agudelo, C. A., & Quiroga Parra, D. d. (2021). El capital humano: un elemento fundamental para la productividad. *Ediciones Universidad Cooperativa de Colombia*.
- North, D. (1981). *Structure and Change in Economic History*. New York.
- Olivera, J. (1977). *Economía Clásica Actual*. Buenos Aires: Ediciones Machi.
- Parkin, M., & Loria, E. (2010). *Macroeconomía*.
- Parkin, M., Esquivel, G., & Muñoz, M. (2007). *Macroeconomía*. Mexico: Pearson.
- Perea, H., & Soto, C. (1997). *Consideraciones sobre el esquema de objetivo inflación explícito (inflation targeting)*. Revista de estudios económicos, Banco Central de Reserva del Perú.
- Plaza Vidaurre, M., Coronado Agüero, H., & Fernández Rodríguez, V. (2021). Análisis de la discrecionalidad de la política monetaria en la aplicación de la meta de inflación de Perú, Chile y Colombia. *Revista Gobierno y Gestión Pública*.
- Rapaport, M., & Brenta, N. (2010). *Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*. Buenos Aires: Capital intelectual.
- Rapetti, M. (2018). Inflación y política monetaria. *Alquimias económicas*.
- Rapaport, M. (2010). *Una revisión histórica de la inflación argentina y de sus causas*.
- Reyes, E. M. (2019). La seguridad jurídica para la inversión del capital privado en las empresas de economía mixta. *Repositorio PUCESA*.

- Robalino Rivadeneira, G. A. (2021). Modelo neoclásico de crecimiento económico de Solow-Swan. Teoría y evidencia. *Repique Revista de Ciencias Sociales*.
- Roger, S. (2010). *Veinte años de Metas de inflación*. Finanzas y Desarrollo, FMI.
- Romer, D. (2006). *Macroeconomía Avanzada*. España: Mc Graw Hill.
- Romero Vereau, D. A. (2020). Los efectos del esquema de metas de inflación sobre la economía peruana.
- Ruiz, J. L. (2018). Financial development, institutional investors, and economic growth. *International Review of Economics and Finance*. .
- Sigua N., C. C. (2019). Liquidez de los mercados accionarios latinoamericanos y su impacto en el crecimiento económico per-cápita. . *Revista De Economía Del Rosario*.
- Solow, R. (1956). A contribution to the Theory of Economic Growth. *The quaterly journal of economics*.
- Svensson, L. (2010). *Inflation Targeting*. NBER Working Paper Series.
- Svensson, L. E. (2000). Open economy inflation targeting. *Working paper 6545*.
- Taylor, J. B. (2019). Inflation targeting in high inflation emerging economies: lessons about rules and instruments. *Journal of applied economics*.
- Tinbergen, J. (1956). *Economic Policy: Principles and Design*.
- Torres, H. J. (2019). Aspectos de Política Monetaria en Colombia: un Debate entre las Reglas y la Discrecionalidad. *Journal of economics finance and international business*.

Sitios web.

- Ámbito Financiero - www.ambito.com
- Banco Mundial - www.bancomundial.org
- Banco Central de la República Argentina - www.bcra.gov.ar
- Bloomberg - www.bloomberg.com
- Caja de Valores - www.cajadevalores.com.ar
- Fondo Monetario Internacional – www.imf.org
- Infobae – www.infobae.com
- Instituto Argentino del Mercado de Capitales - www.iamc.com.ar
- Instituto Nacional de Estadística y Censos - www.indec.gob.ar
- Mercado Argentino de Valores - www.mav-sa.com.ar

SGT-4 Mercosur – www.sgt4.mercosur.int/es-es

Reserva Federal - www.federalreserve.gov