

Material Imprimible

Curso Inversiones en Argentina: activos e instrumentos de inversión

## Módulo 2

### **Contenidos:**

- Modelo OA-DA
- Modelos liberales y proteccionistas
- Organismos reguladores de la economía argentina
- Expectativas

## **Modelo OA-DA**

En la economía, muchas veces utilizamos el enfoque del análisis de coyuntura para poder entender cómo se desarrollan los distintos procesos económicos, a partir del relevamiento de datos y hechos económicos particulares. Estos procesos pueden ser inmediatos, una suerte de juego entre acción y reacción, donde el impacto en los mercados y la economía global no pasan de un shock que se corrige rápidamente.

Por ejemplo, en un contexto de toma de ganancia en las bolsas del exterior, es de esperar un repunte transitorio del valor del dólar que impactará en una suba del tipo de cambio local, tanto por la revalorización de la divisa en el exterior como por la consecuente toma de ganancias en plaza local, acompañada de búsqueda de cobertura de la liquidez generada por la venta de acciones con colocación del efectivo en dólares. Esto significa que en contextos de inestabilidad macroeconómica internacional transitoria, es de esperar que una masa de dinero colocada en el mercado bursátil se retire a partir de la venta de acciones, y que ese exceso de liquidez, es decir, dinero en efectivo, se aplique a la compra de dólares para estar cubiertos ante potenciales devaluaciones de la moneda local, o sea, el peso, originadas en la revalorización de las monedas fuertes extranjeras.

Pero este proceso tendrá su compensación en el llamado corto plazo, ya que es de esperar que luego de una corrección, cuando la bolsa toque un punto crítico demasiado bajo, es decir, su valor haya llegado a un punto tan inferior a partir del cual solo puede volver a subir, tenderá a subir los precios de sus acciones nuevamente, al mismo tiempo que el tipo de cambio, al haber subido demasiado, alcanzará un punto crítico a partir del cual solo podrá bajar.

Es en estos casos entonces que observamos que una reacción de corto plazo, como la caída de la bolsa, el aumento del tipo de cambio, con

movimiento de dinero desde el mercado de capitales hacia el mercado de divisas, se compensará nuevamente en el corto plazo, es decir, aumento de la bolsa, caída del tipo de cambio, con movimiento de dinero desde el mercado de divisas hacia el mercado de capitales.

Ahora bien. No solo existen procesos de corrección macroeconómica en el corto plazo, sino que muchas veces, los procesos se alargan en el tiempo, dando lugar a la necesidad de establecer un análisis de largo plazo.

Así como el modelo IS-LM es el que utilizamos para analizar las distintas variables macroeconómicas en el corto plazo, el modelo OA-DA, que quiere decir oferta agregada - demanda agregada, es el que utilizamos para analizar los procesos económicos en el largo plazo.

¿Qué es, entonces, lo que sucede a largo plazo? Un aumento de la demanda con precios más altos en mercado, a mediano-largo plazo irá aumentando los niveles de producción de la economía, ya que más empresarios comenzarán a producir los bienes demandados para poder cooptar parte de la renta extraordinaria que generan los precios altos.

Este aumento de la producción, además de aumentar el PBI, es decir, el Producto Bruto Interno, el cual suele medirse como la suma del ingreso percibido por todos los agentes de la economía, o bien como la totalidad de los bienes producidos localmente en un momento dado, irá disminuyendo los precios al aumentar la plaza de bienes y servicios disponibles en el mercado.

Entonces, podemos observar que no siempre los procesos económicos tienen el mismo efecto sostenido en el tiempo, ya que al aumentar la demanda, en el corto plazo aumentan los precios, y a largo plazo, la producción deja de ser un parámetro y pasa a ser una variable sensible a los demás factores del modelo, de modo que un aumento de precios en el

corto plazo generará un aumento de la producción en cantidad en el largo plazo.

Esta última conclusión resulta bastante lógica: si hay tres empresas que comercializan gaseosas cuando esta vale diez pesos, si valiera veinte, aún más empresas buscarían meterse en ese mercado. A continuación, veremos un ejemplo gráfico de cómo funciona este modelo.

El **modelo OA-DA**, basado en los desarrollos macroeconómicos de John Maynard Keynes en su libro titulado “Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero”, conjuga las dos principales fuerzas del mercado: la oferta y la demanda.

Estas variables son llamadas agregadas, debido a que conjugan la totalidad de la demanda, lo cual significa que incluye importaciones, es decir, la demanda local de los productos extranjeros, y la totalidad de la oferta, que significa que incluye las exportaciones, o sea, la oferta local de productos para la demanda del exterior.

La demanda agregada refleja el gasto total que los agentes económicos realizan para cada nivel de precios, y este gasto está determinado por cuatro variables:

- El consumo de las familias
- La inversión de las empresas
- El gasto público
- y las importaciones

Por otro lado, la oferta agregada refleja la producción de las empresas. Esta vendrá determinada por tres factores:

- El nivel de precios, ya que a mayor precio, mayor beneficio
- Los costos de producción, ya que a menor costo, mayor beneficio

- y agentes externos, como la situación macroeconómica del país, el nivel de apertura comercial y competencia, la disponibilidad de financiamiento y las políticas públicas de expansión o recesión de mercado, entre otras.

Lo interesante de este modelo es que necesariamente para su funcionamiento, incorpora el corto plazo. Como una teoría de la acción y la reacción, este modelo busca develar el devenir de los procesos económicos de largo plazo, estudiando los efectos en el tiempo que tienen los hechos económicos puntuales. Por otro lado, siempre parte de supuestos de variables en equilibrio, como precios, interés, y producción.

A largo plazo, la economía siempre tiende al equilibrio, por lo que un shock de aumento de demanda por aumento de la emisión, no necesariamente aumentará las condiciones productivas del modelo económico, por lo que el mercado naturalizará la suba de precios ajustando vía inflación.

### **Modelos liberales y proteccionistas**

En la economía Argentina, no siempre funcionan los modelos macroeconómicos. Esto se debe a que es necesario que se respeten supuestos que son más fáciles de encontrar, aunque también imperfectamente, en las economías más desarrolladas y con mayor volumen que la nuestra. Por ejemplo, tenemos el caso de las políticas de ajuste del gasto fiscal, es decir, de reducción del déficit, siendo éste la diferencia entre los ingresos del Estado, es decir, impuestos, y sus egresos, o sea, gasto público.

En el corto plazo, una reducción del gasto público disminuye la demanda, arrastrando la curva DA hacia la izquierda, a un equilibrio transitorio con menor PBI y precios en la economía. En el largo plazo, siguiendo con el

modelo, habría una corrección de la producción, desplazándose la curva OA hacia la derecha, disminuyendo aún más los precios y con el consecuente aumento del PBI, hasta alcanzar nuevamente el nivel de actividad económico natural al que tiende la economía en el largo plazo, a menos que tenga cambios estructurales en su forma de producir.

Ahora bien. Si analizamos la historia argentina, veremos que, sistemáticamente, cada vez que se aplicaron políticas de ajuste, la caída en la demanda no implicó necesariamente caída en el consumo de los hogares, incluso en los casos en el que el gasto público ajustado correspondiera a transferencias a las familias, tales como subsidios o planes sociales. Esto sucede porque, generalmente, el impacto se da en el nivel de ahorro, y no en lo que las familias consumen.

En estos casos, los precios no solo disminuyen, sino que incluso, aumentan. Muchas veces, esto sucede debido a que ante noticias de recesión, puede suceder que los productores disminuyan la cantidad de bienes en mercado para consumir, ya sea produciendo menos o controlando su comercialización. Entonces, terminamos viendo que el ajuste termina impactando en una suba generalizada de precios acompañada por una disminución de la producción, justamente el efecto contrario al inducido por el modelo.

Históricamente podemos observar, a grandes rasgos, en la historia de la Argentina, dos corrientes, dos formas de posicionarse por parte del Estado respecto de la economía:

- Los modelos liberales
- Y los modelos de corte industrialista o proteccionista, enfocados en el mercado interno

En el **modelo liberal** se tendió a buscar un saneamiento de las cuentas fiscales, y se hizo mayor uso de las cuentas de capital, es decir, de la búsqueda de financiamiento en el exterior vía endeudamiento.

Asimismo, se primarizó la economía, o sea, se buscó desarrollar sobre el principio de las ventajas competitivas, un modelo económico que tuviera por norte el desarrollo de las actividades productivas en las que somos más competitivos, generalmente asociadas a lo agropecuario, explotación forestal y de recursos mineros. También se procedió a realizar una apertura de la economía, es decir, se facilitó el ingreso de bienes producidos en el exterior, con gran ponderación de productos manufacturados.

En este tipo de modelo, generalmente hubo precarización de las condiciones laborales, apalancadas por una creciente tasa de desempleo como consecuencia de la combinación de recesión económica, contracción del mercado interno y caída de la producción manufacturera local, ya fuera artesanal o industrial, según el período analizado.

A su vez, dicho modelo, correspondiente al pensamiento hegemónico de la academia económica, es decir, a la corriente ortodoxa, generalmente se asocia a contextos de ajustes económicos, y suelen aplicarse luego de gobiernos con faces económicas más expansivas, de carácter heterodoxo o de tenor populista.

En los modelos liberales se busca:

- enfriar la economía cuando se encuentra o tiende a espirales inflacionarias, a través de políticas de contracción monetaria, es decir, disminuyendo el consumo y aumentando las tasas de interés
- Disminuir el déficit fiscal vía reducción del gasto público, es decir, a través del recorte de servicios, subsidios y transferencias a los hogares

- Abrir el comercio exterior, ingresando productos extranjeros a precios inferiores a los locales, dejando de lado el proteccionismo generalmente asociado a la producción manufacturera local
- También la liberación del mercado financiero a través de la quita de trabas burocráticas que tienden a ralentizar el flujo de capitales colocados en plaza bursátil, disminuyendo la estabilidad financiera pero aumentando la disponibilidad de capitales
- Y buscar financiamiento en el exterior, aumentando niveles de endeudamiento, alimentando de divisas las reservas del BCRA y cubriendo, de este modo, el déficit fiscal con dinero foráneo en vez de aplicar emisión monetaria, lo que en el corto plazo disminuye la inflación en línea con la caída de la base monetaria, pero a largo plazo aumenta el déficit público como contrapartida del aumento de presupuesto aplicado a servicios de deuda

Se define como **pensamiento económico ortodoxo** o mainstream, a la corriente hegemónica en la actualidad que suele estar estrechamente relacionada con la economía neoclásica monetarista y el enfoque de la denominada “síntesis neoclásica”, el cual combina el pensamiento neoclásico a la microeconomía con el enfoque macroeconómico keynesiano.

En ocasiones, puede incluirse en esta corriente al monetarismo, un enfoque del pensamiento económico que, pese a no constituir una escuela del pensamiento económico como tal, es reconocido como una tendencia que ha ejercido una gran influencia sobre numerosos economistas.



En la actualidad, existe una escuela de pensamiento económico llamada Escuela de Economía de Chicago, a la que generalmente se le atribuye versar sobre el pensamiento “monetarista”.

Comúnmente, cuando se utiliza el término “monetaristas”, se entiende referido a la doctrina defendida por Milton Friedman y la Escuela de Chicago. Los monetaristas en general aceptan la idea de que la política monetaria puede, por lo menos, tener efectos a corto plazo sobre la producción, incrementándola, y los precios a un plazo más largo, aumentándolos.

En contrapartida de los modelos liberales, están los **modelos proteccionistas**, los cuales son de carácter más cercano a la heterodoxia, que es la corriente del pensamiento económico que busca alternativas a las soluciones presentadas por el pensamiento ortodoxo a los problemas económicos, es decir, a los más ampliamente aceptados en la academia. En estos modelos se buscaba impulsar el mercado interno a través de la mejora en las condiciones laborales y, principalmente, salariales de los trabajadores, traccionando, de este modo, el consumo, para poder colocar productos manufacturados de producción local. Asimismo, buscando aumentar la producción de sectores económicos alternativos a los tradicionales, es decir, buscando fomentar otras líneas de producción por fuera de la tradicional actividad agropecuaria, aumentaban la injerencia del Estado en la economía.

Esto lo han logrado vía intervencionismo en las condiciones de intercambio del mercado interno, aumento del gasto público, políticas fiscales de fomento industrial, control de importaciones, y redireccionamiento del capital colocado en el sistema financiero hacia sectores productivos, tipo de cambio fijado como política pública desde el gobierno.

Sin embargo, generalmente, este modelo también tenía su impacto negativo:

- La balanza de pagos negativa, ya que la creciente importación de insumos para la producción manufacturera no alcanza a ser compensada por las exportaciones del agro
- El déficit crónico de divisas, debido a que una balanza de pagos negativa implica secar de divisas la plaza financiera, debiendo estas ser cubiertas con reservas o toma de deuda del exterior
- Y el encarecimiento y escaseo del financiamiento del exterior, ya que ante condiciones menos bondadosas, comienzan a licuarse tanto las inversiones directas del exterior, como las líneas de financiamiento de organismos internacionales o colocaciones de títulos de deuda pública

Todo esto, a mediano-largo plazo, genera espirales inflacionarias, lo cual sucede porque la balanza de pagos negativa genera déficit crónico de divisas, empujando el tipo de cambio a la alza, encareciendo en términos nominales y reales los pagos de intereses y amortizaciones de deuda, lo que aumenta el déficit público forzando en la mayoría de los casos a cubrirlo con emisión monetaria, devaluando aún más la moneda respecto del dólar o de las divisas en general.

Esta escalada de devaluaciones encarece los precios de la economía, y en un modelo con una tasa de desempleo menor a la natural, en países como Argentina fomenta la puja salarial por parte de trabajadores y sindicatos para resguardar su poder adquisitivo, garantizando paritarias que continúen manteniendo el nivel de consumo, de modo que la espiral inflacionaria continúa en crecimiento.

Se define como **escuela heterodoxa** a las aproximaciones o a las escuelas del pensamiento económico que se encuentran fuera de la economía ortodoxa. La economía heterodoxa es la forma en que la sociedad se organiza para los procesos de producción, distribución y consumo de mercancías, distinguiendo a los individuos como actores que cooperan para el desarrollo de dichas actividades.

Sin embargo, suele establecerse un paralelismo a partir del cual se distinguen ambas escuelas: mientras que la ortodoxa suele basarse en la tríada “racionalidad, equilibrio, individuo”, mucho más asociado a los principios de la microeconomía, la escuela heterodoxa suele asociarse a la tríada “instituciones, historia, estructura social”.

A diferencia de la anterior, de carácter tecnocrático y mucho más asociada al pensamiento matemático a la hora de solventar problemas y establecer paradigmas, para la heterodoxia la economía es considerada una ciencia social, es decir, una ciencia blanda, a diferencia de la exactitud que busca la corriente alternativa.

Cuando hablamos del año 2004 en Argentina, hablamos del primer año donde comenzaba a dar frutos el proceso de recuperación económica impulsado, en gran parte, por Roberto Lavagna, luego de salir de la convertibilidad. Este fue un modelo económico fuertemente regresivo en términos de producción y empleo, con fuerte desregulación y crecimiento asociado del mercado financiero, que desembocó en la crisis estructural del año 2001.

Argentina se encontraba ante un cambio de paradigma, habiendo ya salido de la convertibilidad, y adentrándose en los primeros pasos de lo que sería una senda de crecimiento apalancada en ciertos sectores de la actividad industrial, y fundamentalmente el consumo en el mercado interno.

Luego del piso de actividad económica del año 2002, en donde nos encontrábamos en un 80% de los niveles de actividad del año base 1998, comenzó una recuperación en el año 2003 que ya en los primeros meses del 2004 había alcanzado un 90% de los niveles de actividad del año 1998, lo que implica un aumento del 25% respecto de los valores asociados al 2002. Por su parte, la actividad industrial había aumentado en casi un 30% en el período comprendido entre el 2002 y el 2004.

Pero... ¿Cómo impacto esto en la bolsa? Tomando el índice Merval como referencia, podemos observar que entre el 1 de enero de 2002, con un Merval igual a 323,69, y el 30 de diciembre de 2004 con un Merval de 1.384,61, hubo un crecimiento del 328%.

Si tenemos en cuenta que entre el 1 de enero del 2002 y el 30 de diciembre del 2004 hay una ventana temporal equivalente a dos años, el rendimiento anual fue del 106%, un rendimiento nada despreciable teniendo en cuenta que a fines del 2004 la tasa Badlar, que es el promedio de los depósitos a 35 días de la banca privada, giraba alrededor del 2,86% nominal anual.

Posteriormente, en el año 2008, el contexto externo fue hostil a raíz de la crisis sub-prime que comenzó en el mercado financiero norteamericano y rápidamente se propagó a las principales bolsas del mundo, impactando luego, por efecto derrame, en los mercados emergentes y de frontera, es decir, del tercer mundo en general.

Esta crisis tuvo origen en el mercado hipotecario de los Estados Unidos con fuerte replica en el mercado financiero norteamericano y finalmente internacional, como consecuencia de la gran cantidad de instrumentos financieros que operaban como derivados con este tipo de “hipoteca basura” como activo subyacente. Los famosos “derivados financieros” son instrumentos que se constituyen alrededor de un activo subyacente, es decir, se parte de un activo tal como una acción o una divisa y se constituye

una opción de compra, o un contrato de futuro, que resulta en una nueva herramienta financiera que opera sobre los precios de la primera.

Al desplomarse el mercado hipotecario por la gran cantidad de créditos morosos otorgados, el gran volumen de instrumentos financieros colocados en plaza bursátil que dependían de estos, también se derrumbó, arrastrando la integridad de la economía internacional y sus respectivos mercados a la baja. Esto forzó un ajuste global en los niveles de producción e intercambio.

Sumada a la fuerte recesión internacional y cierre de los mercados extranjeros, Argentina tuvo su propio escenario local con sus respectivas problemáticas, donde las fuertes políticas anticíclicas implementadas desde el gobierno contrarrestaron, en gran medida, los desajustes internacionales en términos de empleo y producción, pero no solventaron otras cuestiones asociadas a los mercados financieros.

En este contexto, localmente Argentina sufrió un fuerte enfrentamiento entre los distintos agentes agropecuarios y de las economías regionales asociadas al campo, y el gobierno nacional. Este no es un dato menor, ya que la demora en la cosecha y liquidación de la producción agropecuaria, principalmente la soja, implica un fuerte impacto en la economía nacional por la fuerte dependencia que el país tiene del ingreso de divisa y riqueza por exportación de los frutos del campo argentino.

La sumatoria de ingredientes implicó que la mayoría de los bonos nacionales se negociaban por paridad, es decir, que los bonos en mercado cotizan como si se encontraran en default, o sea, con riesgo asumido de que queden impagos, valiendo mucho menos que lo que indican nominalmente.

Esto se debía a que el gobierno no tenía ingresos vía impuestos por la actividad agroexportadora, y el cierre de mercados de capitales internacionales, sumado a la ausencia de ingreso de divisas por

exportaciones, implicaba que tanto riqueza como divisa fueran variables de las que nacionalmente no se disponía para respaldar la actividad productiva local, principalmente la industrial.

### **Organismos reguladores de la economía argentina**

Cuando nos referimos a **organismos reguladores**, estamos hablando de instituciones que pertenecen al Estado, ya sea que dependan o no directamente de un Ministerio, y que tienen potestad para ejecutar comunicados o resoluciones con peso de ley que alteren o regulen, en cierta forma, el funcionamiento de los distintos mercados.

Las DJAS, que son las Declaraciones Juradas Anticipadas de Servicios, y las DJAI, Declaraciones Juradas Anticipadas de Importaciones, eran, valga la redundancia, declaraciones juradas de carácter obligatorio que debían presentarse ante la Administración Federal de Ingresos Públicos, conocida como AFIP, para poder proceder a los ingresos de importaciones de servicios o bienes respectivamente.

La resolución 3.726 del mismo organismo indicaba que en todas las transferencias por pagos de bienes y servicios al exterior, debían declararse cierta información sobre el beneficiario, como nombre y/o razón social, lugar de nacimiento y/o creación de la sociedad, código fiscal, y domicilios fiscal y real.

De este modo, podemos observar que, por un lado, las resoluciones funcionan para dar un ordenamiento a los procedimientos de las distintas operaciones que se suceden en los mercados, al tiempo que regulan tiempos o imponen trabas, como en el caso de las DJAI, que eran utilizadas como medida proteccionista evitando, en los últimos tiempos de los

gobiernos kirchneristas, el libre ingreso de mercadería manufacturada del exterior.

El BCRA, es decir, el **Banco Central de la República Argentina** es el organismo que estructura y da forma a la integridad del sistema financiero argentino, y el principal encargado de establecer la política monetaria del país.

El mismo fue creado en 1935, y en el artículo primero de su carta orgánica se lo define como una entidad autárquica del Estado Nacional, es decir, independiente de los distintos elementos que componen el Gobierno Nacional, ya sea el presidente o los distintos ministerios que éste tiene a su cargo, aunque ésta sí puede ser modificada por el Congreso Nacional.

Los objetivos del Banco Central de la República Argentina son:

- regular el funcionamiento del sistema financiero;
- aplicar la Ley de Entidades Financieras y las normas que, en su consecuencia, se dicten;
- actuar como agente financiero del Estado Nacional y depositario y agente del país ante las instituciones monetarias, bancarias y financieras internacionales a las cuales la Nación haya adherido, así como desempeñar un papel activo en la integración y cooperación internacional;
- concentrar y administrar sus reservas de oro, divisas y otros activos externos;
- contribuir al buen funcionamiento del mercado de capitales;
- ejecutar la política cambiaria en un todo de acuerdo con la legislación que sancione el Honorable Congreso de la Nación;
- regular, en la medida de sus facultades, los sistemas de pago, las cámaras liquidadoras y compensadoras, las remesadoras de fondos

y las empresas transportadoras de caudales, así como toda otra actividad que guarde relación con la actividad financiera y cambiaria;

- y proveer a la protección de los derechos de los usuarios de servicios financieros y a la defensa de la competencia, coordinando su actuación con las autoridades públicas competentes en estas cuestiones.

Por su parte, las distintas operaciones que el banco se encuentra facultado para realizar son:

- emitir billetes y monedas conforme a la delegación de facultades realizadas por el Honorable Congreso de la Nación;
- otorgar redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria, hasta un máximo por entidad equivalente al patrimonio de ésta;
- otorgar adelantos en cuentas a las entidades financieras por iliquidez transitoria, con caución de títulos públicos u otros valores, o con garantía o afectación especial o general sobre activos determinados
- las derivadas de convenios internacionales en materia de pagos, y la toma de préstamos de organismos multilaterales u oficiales extranjeros, bancos centrales o entes de los cuales sólo el Banco pueda ser prestatario, por sí o por cuenta del Tesoro Nacional como Agente Financiero de la República;
- ceder, transferir o vender los créditos que hubiera adquirido de las entidades financieras afectadas por problemas de liquidez;
- y otorgar adelantos a las entidades financieras con caución, cesión en garantía, prenda o afectación especial



Asimismo, entre otras de sus atribuciones se encuentran:

- la capacidad de comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria, cambiaria, financiera y crediticia;
- ceder o transferir a terceros los activos que haya adquirido en propiedad por los descuentos que hubiera otorgado a las entidades financieras;
- comprar y vender oro y divisas;
- recibir oro y otros activos financieros en custodia;
- actuar como corresponsal o agente de otros bancos centrales, o representar o formar parte de cualquier entidad de carácter internacional existente o que se cree con el propósito de cooperación bancaria, monetaria o financiera;
- establecer aportes de las entidades financieras a fondos de garantía de los depósitos y/o de liquidez bancaria;
- y emitir títulos o bonos, así como certificados de participación en los valores que posea

En relación con la política cambiaria argentina, el Banco Central de la República Argentina deberá asesorar al Ministerio de Economía y al Honorable Congreso de la Nación en todo lo referente al régimen de cambios, y establecer las reglamentaciones de carácter general que correspondiesen. A su vez, dictar las normas reglamentarias del régimen de cambios y ejercer la fiscalización que su cumplimiento exija.

A través de sus mecanismos, el Banco Central de la República Argentina determina tasas de interés, coeficiente de estabilización de referencia y

tasa UVA de mercado. También regula el nivel de reservas, la base monetaria y el tipo de cambio.

A través de todas estas variables, puede controlar los humores de la economía argentina acelerando y frenando la economía a través de políticas de emisión monetaria expansivas o contractivas, al mismo tiempo que puede influir en el nivel de precios y de disponibilidad de importaciones en el mercado interno a través de la fijación del tipo de cambio.

Si bien se supone que el BCRA es autárquico respecto del gobierno, en general, su funcionamiento suele estar en sintonía con el mismo, ya que los efectos de la aplicación de políticas contrarias puede ser contraproducente en muchos casos.

La **Comisión Nacional de Valores**, generalmente conocida como CNV, es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina. Fue creada por la Ley de Oferta Pública número 17.811 en el año 1969 y actualmente, el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley 26.831 sancionada en el año 2012.

El objetivo principal de la CNV es otorgar la Oferta Pública, velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores. Para lograrlo, debe ejecutar distintas comunicaciones y resoluciones que actúen sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados, de forma pública, sobre los mercados secundarios de títulos valores y sobre los intermediarios en dichos mercados.

La acción de la CNV también se proyecta sobre la oferta pública de contratos a término y de futuros y opciones sobre sus mercados y cámaras de compensación, y sobre sus intermediarios.

Sus atribuciones son:

- autorizar la Oferta Pública de valores emitidos por empresas constituidas en el propio país o en otros países
- Velar por la publicidad y prospectos de emisiones de oferta pública que autorizan, regulan y vigilan el funcionamiento de bolsas de valores, corredores públicos de valores, asesores de inversión, sociedades de corretaje, empresas emisoras, bolsas de insumos y productos agropecuarios, contadores y auditores de empresas que operan en el mercado de capitales
- Y llevar los registros nacionales de valores y atender al público inversionista

Entre los objetivos y principios de la Comisión Nacional de Valores se encuentran:

- promover la participación en el Mercado de Capitales de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo;
- fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor;
- promover el acceso al Mercado de Capitales de las pequeñas y medianas empresas;
- propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología;

- y fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios y así lograr una mayor liquidez y competitividad, a fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones.

**La Administración Federal de Ingresos Públicos**, mayormente conocida como AFIP, es un organismo autárquico del Estado argentino dependiente del Ministerio de Hacienda. Es el encargado de la aplicación, percepción, recaudación y fiscalización de las rentas e impuestos nacionales, tanto internos a través de la Dirección General Impositiva, como sobre la nómina salarial a través de la Dirección General de los Recursos de la Seguridad Social, como externos a través de la Dirección General de Aduanas.

Su misión es administrar la aplicación, percepción, control y fiscalización de los tributos nacionales, los recursos de la seguridad social, y las actividades relacionadas con el comercio exterior, promoviendo el cumplimiento voluntario, el desarrollo económico y la inclusión social.

La AFIP, entonces, tiene como principal responsabilidad ejecutar la administración y cobranza del universo de ingresos fiscales a nivel federal.

Entre sus funciones se encuentran:

- percibir los tributos que gravan operaciones ejecutadas en el ámbito territorial y en los espacios marítimos, sobre los cuales se ejerce total o parcialmente la potestad tributaria nacional;
- Percibir los tributos que gravan la importación y la exportación de mercaderías y otras operaciones regidas por leyes y normas aduaneras que le estén o le fueren encomendadas;
- Y percibir los recursos de la seguridad social correspondientes a regímenes nacionales de jubilaciones y pensiones, subsidios y

asignaciones familiares, y el Fondo Nacional por situaciones de cualquier naturaleza que puedan surgir de la aplicación y cumplimiento de las normas legales.

La Administración Federal de Ingresos Públicos puede tener una fuerte injerencia en el funcionamiento de los mercados a partir de la fijación de impuestos. Un aumento de los impuestos implica una caída en el consumo, traccionando una caída de la demanda, como consecuencia de una caída del ingreso y, por lo tanto, de la renta disponible para consumir. Como contrapartida, puede significar un aumento del gasto público que compense la caída del consumo, o bien puede implicar una reducción del déficit fiscal en el corto plazo, disminuyendo la necesidad de emisión monetaria para cubrirla o, más importante aún, de financiarse en el exterior, repercutiendo esto último en una reducción del déficit fiscal en el largo plazo.

Muy bien. Aprendimos sobre el Banco Central de la República Argentina, la Comisión Nacional de Valores y la Administración Federal de Ingresos Públicos. Pero ahora nos preguntamos... ¿Cómo pueden dichos organismos impactar en la economía?

- La AFIP a partir de la definición de políticas impositivas, a través de las cuales determina el nivel y la velocidad de recaudación. Asimismo, determina directa e indirectamente el nivel de financiamiento del país con recursos genuinos
- El BCRA controlando la base monetaria en moneda local, disponibilidad de divisas, fijando el tipo de cambio y regulando las condiciones y los volúmenes del crédito disponible para la plaza financiera local. A su vez, fija parámetros que resultan

fundamentales para el funcionamiento de la economía, teniendo grandes efectos en la misma al variar

- Por último, la CNV controla el funcionamiento de la plaza bursátil local y, a través de sus normativas, robustece o no la seguridad en el mercado financiero local vía colocación de deuda, fideicomisos financieros o acciones.

Como observamos, estos organismos públicos tienen potestad sobre órbitas de la economía argentina, pudiendo dirimir y ejecutar distintas políticas públicas que afecten su funcionamiento.

En el caso de la AFIP, aprendimos que tiene capacidad de impacto sobre el nivel de recaudación del Estado y del ingreso de la demanda. En este sentido, un aumento de los impuestos percibidos impacta en una caída de la demanda motivada por una baja de la inversión y el consumo, que podría ser o no compensado por un aumento del gasto público. En este último escenario, tenemos una contracción de la demanda que enfría la economía, mientras que en la primera opción, a nivel de equilibrio macroeconómico, se mantendrían tasa de interés, precios y actividad, aunque podrían variar los efectos a largo plazo.

De todos modos, a largo plazo una caída de la demanda agregada traccionada por una disminución de inversión y consumo sin compensación por parte de un aumento de gasto público, puede impactar positivamente en la economía, ya sea evitando que se tome más deuda en el exterior, o que haya emisión monetaria para cubrir el déficit.

En el caso de la CNV, sus políticas impactarán en la disponibilidad de financiamiento no bancario para los sectores públicos y privados a través de la colocación de valores en la plaza bursátil.

Un aumento de la capacidad de financiamiento no bancaria de la economía a través de las colocaciones en mercado de obligaciones

negociables, letras y bonos, acciones o fideicomisos financieros, implica un aumento de la disponibilidad de dinero. Por un lado, a través de un financiamiento más accesible para las empresas, especialmente PyMEs, ya que la búsqueda de capital líquido en plaza es aplicada a tasas inferiores que las líneas de crédito bancarias, y por el otro lado, debido a que el dinero colocado en plaza genera un aumento de la base monetaria respecto del mismo saldo colocado en bancos ya que no pesa sobre ésta la obligación de tener encajes.

La economía y los mercados en general suelen tener dos efectos según los hechos económicos que se suceden:

- por un lado, el propio del suceso puntual. Por ejemplo, un aumento de la base monetaria vía emisión por parte del BCRA implica caída de tasas y aumento del consumo
- pero también puede funcionar por lo que la literatura denomina “expectativas”.

Pero... ¿Qué son las expectativas? Las **expectativas** son las respuestas anticipadas que tienen los diferentes agentes de la economía a las noticias de que pueda o vaya a suceder.

El glosario del diario español Expansión, especializado en economía y finanzas, manifiesta lo siguiente: “En Economía, las expectativas se definen como las creencias que tienen los individuos sobre el valor futuro de las variables económicas. Las expectativas juegan un papel clave en las decisiones individuales y colectivas, ya que el resultado de las acciones económicas generalmente depende del valor futuro de ciertas variables. El análisis económico utiliza diversos modelos para explicar la formación de las expectativas por parte de los individuos, entre las que destacan las

expectativas adaptables, las expectativas racionales o los procesos de aprendizaje”.

Como indicamos anteriormente, hay dos tipos de expectativas según los distintos enfoques conceptuales que se utilicen para arribarlas: las expectativas adaptables y las expectativas racionales.

Las primeras son aquellas en las que *“(...) los individuos forman su creencia sobre los precios futuros basándose en los precios que han observado en el pasado. Matemáticamente esto se expresa de forma sencilla mediante la formulación de que la expectativa del valor futuro de una variable es una suma ponderada de las observaciones pasadas de dicho valor. Los coeficientes de ponderación generalmente decrecen a medida que nos alejamos en el tiempo”*.

La crítica a las expectativas adaptables consistió en el hecho de que la mera suma ponderada de los valores pasados podía llevar a expectativas sobre el futuro sistemáticamente erróneas. Por ejemplo, si existe una tendencia continua de subida de la inflación, las expectativas adaptables implican que los individuos siempre tenderían a subestimar la inflación futura, resultado no satisfactorio.

Como respuesta a las críticas expuestas al modelo de expectativas adaptables, surge el modelo de expectativas racionales, el que supone que las previsiones de los individuos no están sistemáticamente sesgadas, ya que estos usan toda la información disponible y, además, desarrollan su estrategia como la mejor respuesta posible ante los previsibles comportamientos ajenos. Esto se suele traducir en que, dado un modelo económico de equilibrio, se considera que los agentes económicos son capaces de predecir dicho equilibrio al formular sus expectativas.



Normalmente, el concepto de expectativas racionales se atribuye al economista John Muth, aunque el autor más citado en los textos sobre dichas expectativas es Robert Lucas, quien se basó en el concepto de expectativas racionales para formular su crítica a los modelos macroeconómicos vigentes en su momento y formular la necesidad de darle fundamentos microeconómicos al análisis macroeconómico.

Este autor estableció que diferentes expectativas y preferencias podían determinar resultados diferentes a una misma política económica, imposibilitando la predicción de los efectos de dicha política mediante modelos sencillos.

Lo que se busca explicar a través de estos modelos es cómo se conciben, desarrollan y ejecutan las expectativas por parte de los agentes económicos que intervienen en los mercados, ya que estas son parte importante a la hora de develar un proceso económico originado a partir de un hecho concreto.

Asimismo, se busca explicar cómo impacta el hecho concreto en el humor de los agentes, y cómo conciben sus efectos a futuro, lo cual impactará en ese futuro a partir de las distintas decisiones que vayan tomando, generando, en casos extremos, profecías autocumplidas y absorción de los efectos de hechos económicos concretos. Veamos ambas posibilidades en ejemplos.

A pesar de que en una economía inflacionaria se tomen medidas contractivas que enfríen al mercado, si no existen expectativas de que los precios bajen, los trabajadores, sindicatos y empresarios continuarán con la puja de aumentos salariales y de precios de mercadería, forzando a la continuidad de la escalada a pesar de dichas políticas, generando un escenario de estanflación, es decir, inflación sin crecimiento de la economía.

De este modo, podemos ver que a pesar de que el gobierno ejecute políticas antiinflacionarias, como por ejemplo, una caída del gasto público, el hecho de que los agentes económicos que intervienen los mercados, en este caso hogares y empresarios, no perciban una potencial baja de los precios como consecuencia, seguirán actuando como si se encontraran en un contexto inflacionario, alimentando dicho proceso a través de su puja precios/salarios.

Por otro lado, podemos observar el efecto contrario como consecuencia de tracción macroeconómica con base en expectativas: en un escenario devaluatorio, un anuncio del gobierno de que se tomarán medidas para afianzar el valor de la moneda local respecto de la divisa.

Allí puede suceder que, por efecto de las expectativas, baje el tipo de cambio, aunque finalmente no se aplique ninguna medida desde el gobierno, debido a que la expectativa de que el tipo de cambio baje puede llevar a los agentes económicos a desprenderse de sus posiciones en dólares para evitar perder rentabilidad ante un fortalecimiento del peso, generando por sus propios movimientos una caída del valor de la divisa por un exceso de oferta de dólares.

Este segundo efecto es el comúnmente denominado “profecía autocumplida”, ya que las expectativas generadas por la posibilidad de caída de valor del dólar son las que activan un proceso económico que deriva en la susodicha caída.