



CAP 5

SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES DE ARGENTINA



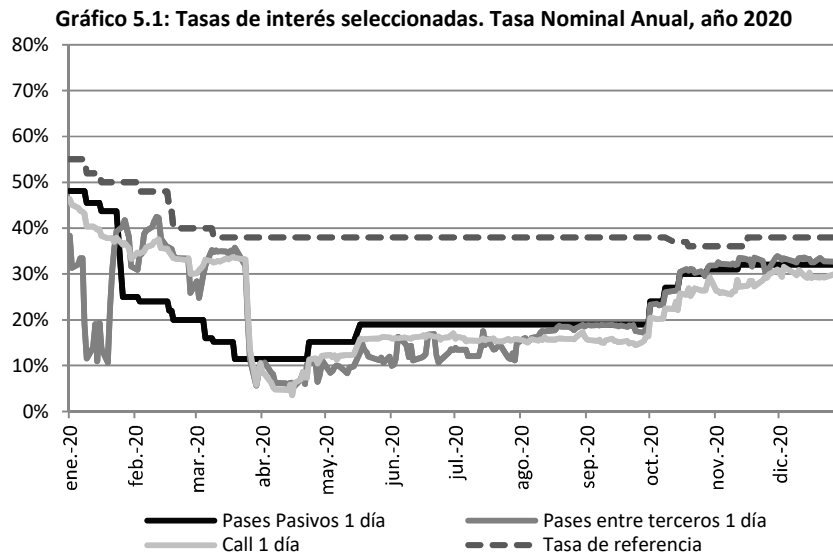
Capítulo 5: Sistema financiero y mercado de capitales de Argentina

5.1. Sistema financiero

El régimen monetario establecido con la llegada del nuevo gobierno se caracteriza por su elevado nivel de discrecionalidad, que contrasta fuertemente con el régimen de metas de agregados monetarios implementado desde fines de 2018 y hasta agosto de 2019 durante el gobierno previo.

Tras la asunción de las nuevas autoridades monetarias en diciembre de 2019, el directorio del Banco Central inició un proceso gradual de reducción de la tasa de interés de las LELIQ, que pasó de 63% anual el 18 de diciembre a un 38% anual a mediados de marzo, cifra que exceptuando en parte a octubre y noviembre, se mantuvo hasta finales de año, tal como se observa en el Gráfico 5.1.

Las principales tasas de interés pasivas acompañaron los movimientos de la tasa de referencia durante el año, lo que implicó que se hay encontrado la mayor parte del tiempo en terreno negativo en términos reales, al evolucionar muy por debajo del nivel de precios. Esto se notó particularmente durante los primeros meses de la pandemia, en los cuales las tasas se mantuvieron en términos nominales constantemente por debajo del 20% anual hasta finales de octubre, mientras la inflación interanual, mensual (anualizada) y las expectativas se encontraban significativamente por encima de esos niveles.



Pese a las extremadamente bajas tasas de interés, los depósitos en pesos a plazo y a la vista presentaron un importante avance frente a las cifras de fin de 2019, tal como se observa en el Gráfico 5.2. El relativo buen desempeño de los depósitos en moneda local se explica por diversos factores.

En primer lugar, la incertidumbre que generó la pandemia del COVID-19 llevó a una importante demanda precautoria por liquidez, que impulsó el aumento en los depósitos a la vista en los primeros meses de la pandemia. Por otro lado, las restricciones y la represión financiera, al

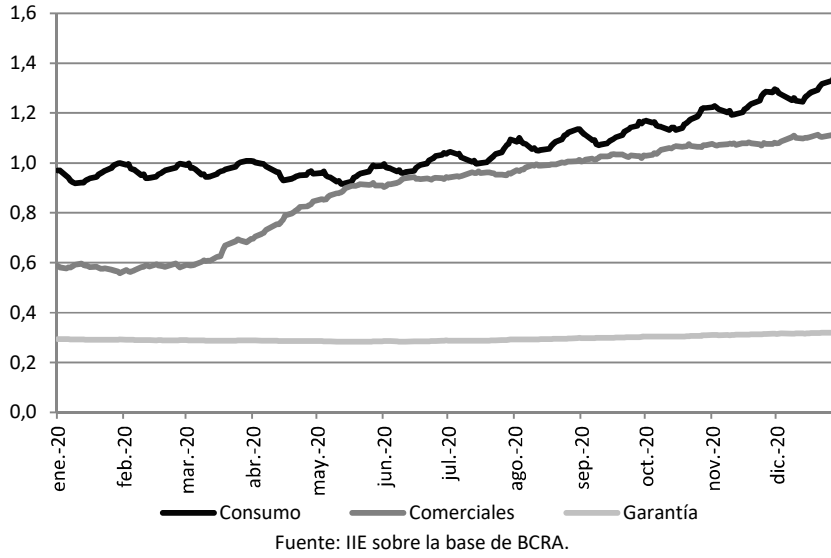
limitar las posibilidades de inversión en cierto tipo de activos, especialmente en moneda extranjera, llevaron a que la demanda por depósitos a plazo fijo recupere atención frente a la creciente dinámica de los precios, pese a que no permitan impedir la pérdida de poder de compra del peso. Por último, la fuerte emisión monetaria del gobierno en 2020 llevó a un exceso de pesos que terminó reforzando los efectos mencionados anteriormente.



Durante 2020 la expansión en términos nominales de los préstamos en pesos estuvo liderada por las líneas de crédito de corto plazo a las empresas (adelantos y documentos), que tras la llegada del COVID-19 al país vieron un aumento significativo en su demanda, tanto por necesidad de liquidez por parte de la numerosa cantidad de empresas que vieron afectado el normal desarrollo de su actividad productiva, como también por el bajo nivel de tasas y la existencia de planes subsidiados para ciertos segmentos del sector productivo.

Los préstamos personales y las tarjetas de crédito vinculadas al consumo de los hogares se limitaron a seguir el comportamiento de la inflación, como muestra el Gráfico 5.3, cayendo levemente en términos reales durante 2020. Sin embargo, tras un primer semestre sin avances en términos nominales, el segundo semestre presentó un considerable aumento de los saldos financiados tras la gradual reactivación económica y la aparición de programas de financiamiento que buscaron incentivar el golpeado nivel de consumo interno. Por su parte, los créditos hipotecarios y prendarios tuvieron caídas destacables en términos reales tras aumentar solamente un 10% nominal a finales de 2020.

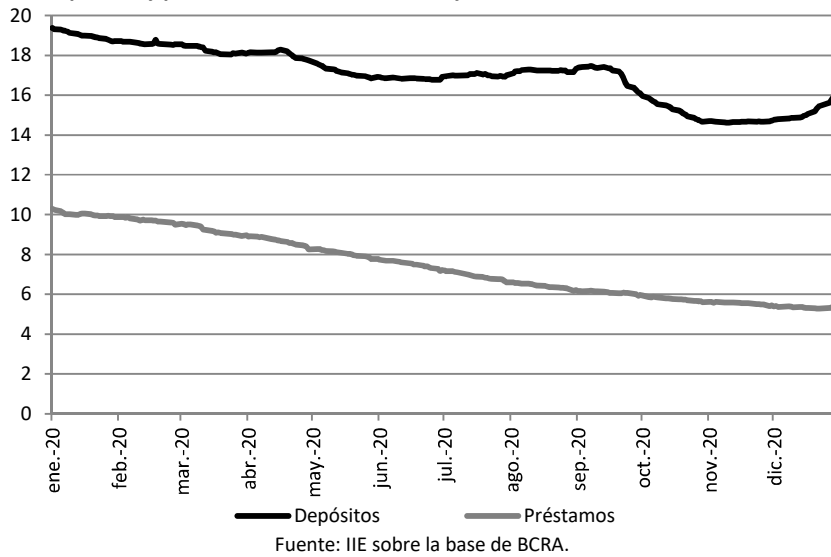
Gráfico 5.3: Préstamos en pesos al sector privado. En billones de pesos, año 2020



Los depósitos en moneda extranjera continuaron el drenaje que se inició tras las elecciones primarias de agosto de 2019, momento en el cual habían alcanzado una cifra de 32,5 mil millones de dólares. La turbulencia financiera que comenzó desde entonces llevó a que salgan del sistema bancario la mitad de los depósitos en menos de un año y medio.

Los fuertes retiros de fondos en moneda extranjera no hicieron mella en la sostenibilidad del sistema financiero ya que la liquidez se encontraba y mantiene en niveles elevados, debido al estricto marco regulatorio macro prudencial que limita los posibles destinos a los que las entidades financieras pueden aplicar el fondeo en moneda extranjera. A finales de 2020, los préstamos en moneda extranjera apenas superaban los 5 mil millones de dólares, tras haber sufrido una importante disminución, tal como se observa en el Gráfico 5.4.

Gráfico 5.4: Depósitos y préstamos en moneda extranjera. En miles de millones de dólares, año 2020

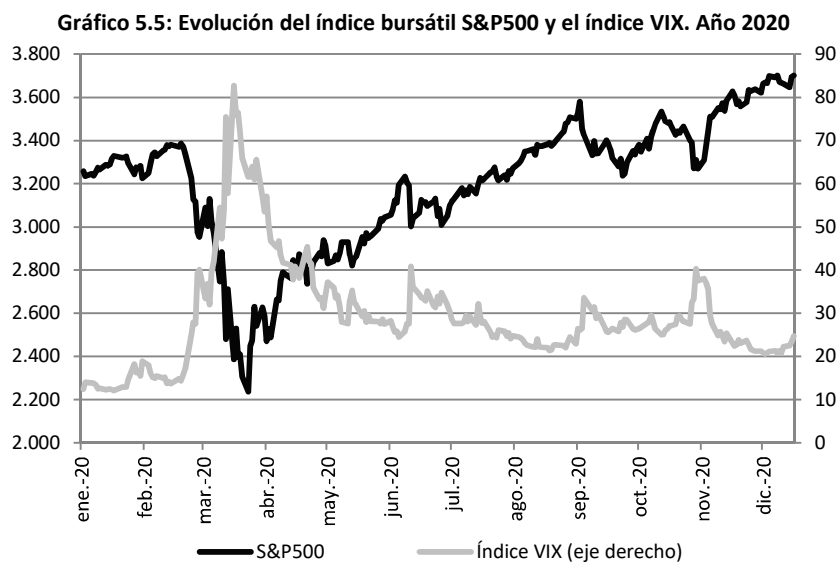


5.2. Mercado de capitales

El 2020 fue un año sumamente particular para los mercados. Con el despliegue del coronavirus a nivel mundial en marzo, los mercados globales enfrentaron primero caídas record por su magnitud y velocidad, como así también una posterior recuperación inédita, gracias a los estímulos fiscales y monetarios que implementaron los estados de forma coordinada a lo largo y ancho del mundo.

El esparcimiento de contagios a través de diversos países junto con caída en los precios del petróleo en el mes de marzo fue una combinación de factores que se catalogó como “el doble cisne negro” por su impacto en los mercados. Dichos eventos simultáneos llevaron a que la percepción de riesgo de los inversores aumente considerablemente, lo que se reflejó en el comportamiento inédito del índice VIX⁶ que llegó a tocar máximos en torno a los 80 puntos tal como se observa en el Gráfico 5.5; si bien hacia finales de 2020 este índice logró normalizarse, nunca volvió a ubicarse por debajo de los 20 puntos como en los niveles pre crisis. Esto llevó a que los mercados accionarios registren bajas rápidas y abruptas; por ejemplo, en el caso del índice S&P 500 de acciones estadounidenses la caída fue en torno al 35% en menos de 20 ruedas, tal como se observa en el mismo Gráfico 5.5. Además de la magnitud de la caída, lo que llamó considerablemente la atención es la velocidad sin precedentes de la misma.

Sin embargo, la rápida respuesta que dieron los hacedores de política a lo largo del mundo generó un impulso en los mercados que, luego de unos pocos meses, se tradujo en nuevas subas producto de una mayor liquidez y confianza en los mercados. Tanto es así que el índice S&P 500 registró máximos históricos hacia finales del año 2020 cuando alcanzó los 3750 puntos. En términos interanuales, la suba del índice en cuestión fue del 15,8% a lo largo de todo el 2020 pero cuando se mide el alza desde el peor momento de la crisis, los precios de las acciones estadounidenses efectivamente se incrementaron en un 70% aproximadamente hacia el final del año pasado.



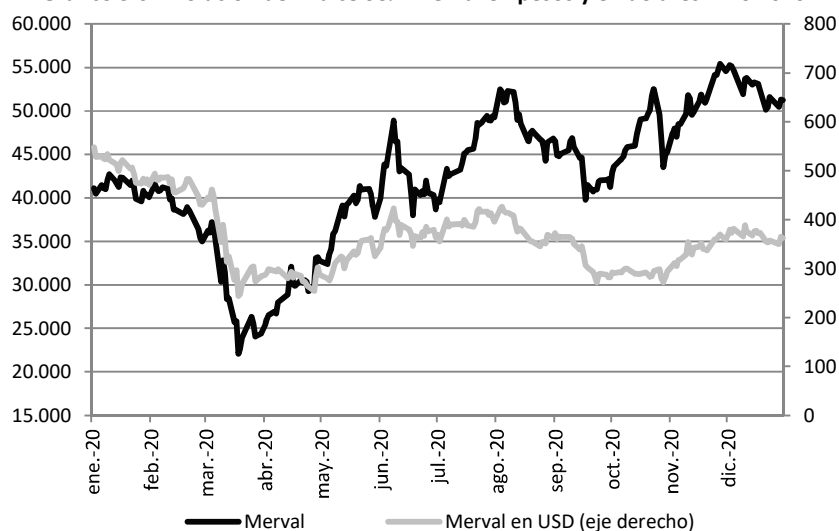
⁶ El índice VIX es el índice de volatilidad (Volatility Index), que mide la volatilidad de las opciones del mercado de Chicago en el índice S&P500 y constituye una referencia que cuantifica el sentimiento de “miedo” a través de la volatilidad implícita de las opciones con vencimiento a 30 días sobre el índice S&P 500.

Lo ocurrido a nivel global no tardó en traducirse a nivel local; los precios de las acciones argentinas también se vieron afectados por la expansión global de la pandemia lo cual, en nuestro caso, se vio exacerbado aún más por las debilidades estructurales y coyunturales propias de nuestro país.

A mediados de marzo de 2020 el índice local de acciones argentinas, conocido como S&P Merval, acumulaba una caída del 46% desde principios de año producto de los eventos globales que también golpearon a nuestro país. Sin embargo, a partir de ese entonces comenzó una importante recuperación que impulsó los precios hacia arriba en un 131% hacia finales del año con respecto al peor momento de la crisis.

Así, el índice accionario local alcanzó 51.226,49 puntos al final de 2020, creciendo un 22,9% durante el año pese a la importante caída del primer trimestre, tal como se observa en el Gráfico 5.6. De hecho, el 27 de noviembre del mismo año se registró un nuevo máximo histórico, cuando alcanzó los 55.427,26 puntos. En la misma línea, el índice S&P BYMA General, que incluye a todas las acciones listadas que cotizan en el mercado, creció un 20% a lo largo de todo el año.

Gráfico 5.6: Evolución del índice S&P Merval en pesos y en dólares. Año 2020



Fuente: IIE sobre la base de Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Más allá de lo anterior, si son medidos en dólares, tanto el S&P Merval como el S&P BYMA General registraron caídas por tercer año consecutivo tal como lo señala el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), lo que se explica principalmente por la depreciación del tipo de cambio a lo largo de todo el 2020. Con una suba del tipo de cambio MEP que alcanzó un 93,2% en el año, el S&P Merval expresado en dólares cayó un 36,7% en el año según la misma entidad.

De los once índices sectoriales del S&P BYMA, sólo el índice correspondiente al Consumo No Esencial registró una suba del 7,5% anual en dólares, mientras que el resto de los sectores cerraron el 2020 con pérdidas. De estos últimos, las mayores caídas en dólares se corresponden con Energía (-53,4%), Energía y Servicios Públicos (-46%) y Servicios Financieros (-42,6%).

Entre las 8 empresas que aumentaron su valor en dólares en el año se encuentran Morixe Hermanos (83,9%) y Boldt Gaming (15,5%), que pertenecen al S&P BYMA General, así como Mirgor (12,5) y Grupo Financiero Valores (11,6%), que forman parte del S&P Merval. Las bajas, por su parte, son lideradas por empresas como Phoenix, Banco Hipotecario, YPF y Banco Macro, que cayeron más de un 55% en dólares durante el 2020.

Según los datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) las 10 acciones más negociadas durante el 2020 explicaron el 79% del volumen total, cifra que resulta bastante superior a la de años anteriores (65%). Grupo Financiero Galicia fue nuevamente el papel más negociado por cuarto año consecutivo, representando casi un tercio del volumen efectivo total en pesos. Después de ésta, las empresas más negociadas fueron YPF (12,65%), Banco Macro (8,57%), Pampa (6,03%) y BYMA, con el 4,16% del total.

Por último, la capitalización de mercado de las empresas domésticas aumentó un 19% si es medido en pesos, con 55 compañías que incrementaron su valor y 16 que lo redujeron. Si bien las empresas con mayor capitalización son Telecom, YPF, Ternium, Grupo Financiero Galicia y BYMA (las cuales concentran el 43% de la capitalización total), durante el 2020 se destacó el aumento en la capitalización de TGLT (+452%) y Morixe Hermanos (+333%), las cuales emitieron nuevas acciones a lo largo del año. Sin embargo, cuando la capitalización bursátil es medida en dólares, las empresas domésticas listadas valieron en el 2020 un 38,6% menos que en el año 2019, lo que continúa reflejando la pérdida de valor en el mercado accionario que venimos arrastrando desde 2018.

Continuando con la tendencia del año anterior, el segmento de CEDEAR (Certificados de Depósito Argentinos) cobró mayor relevancia durante el año 2020, al punto tal que su negociación alcanzó los 2.099,5 millones de dólares, volumen que resulta 2,7 veces superior a lo que se había negociado durante 2019. De hecho, durante el 2020 el volumen operado en CEDEAR representó en promedio el 97,3% de lo operado en acciones, mientras que en 2019 dicho porcentaje había alcanzado solo el 19%. Cabe destacar que este crecimiento se intensificó a partir del mes de septiembre cuando la negociación de CEDEAR prácticamente superó a la de acciones, llegando casi a duplicarlo durante el mes de octubre. Las mayores subas en CEDEAR se corresponden principalmente con el sector tecnológico y entre ellas se pueden encontrar los casos de Tesla (+708,5%), Black Berry (+342,2%), Mercado Libre (191,5%), Snap (+159,6%), JD (+157,6%) y Nvidia (+129,5%), entre otros.

La importancia que cobró este segmento se debe principalmente a sus dos características principales: por un lado, es una operatoria que permite invertir en acciones del exterior ofreciendo la posibilidad de participar en empresas del mercado americano de una forma más directa y simplificada que en otras circunstancias. Por otro lado, el tipo de cambio también constituye una variable clave en las cotizaciones de estos instrumentos ya que su precio no solo refleja los rendimientos y los riesgos de la acción que cotiza en el exterior, sino que, al cotizar en pesos, el tipo de cambio financiero influye en la relación de cambio con respecto al precio del papel subyacente. A partir de ello, y tras las continuas regulaciones cambiarias (que son detalladas en el Recuadro 4.3), los CEDEAR también se convirtieron en un buen instrumento de cobertura ante los movimientos del tipo de cambio. Por lo tanto, poder diversificar el riesgo argentino exponiéndose a un mercado en auge, mientras se adquiere cierto grado de cobertura ante la evolución del tipo de cambio, constituyen el atractivo principal que hizo que varios inversores se hayan interesado en este activo, explicando así la preponderancia de este segmento durante el año 2020.

El segmento de renta fija, por su parte, no solo se vio afectado por un escenario global que primaba inversiones de calidad por sobre las de riesgo, sino que también se vio inmerso en los propios problemas locales que determinaron su evolución a lo largo del 2020. Con el comienzo de la pandemia, Argentina, tal como otros emergentes, sufrió los efectos de spreads de tasas más altos propios de una mayor percepción de riesgo global, que llevaron el riesgo país a los 4260 puntos en marzo, niveles que no se registraban desde mediados del año 2005. Además de las consecuencias propias de este evento en términos crediticios, el entorno global dificultaba aún más la tarea del equipo económico local que enfrentaba paralelamente uno de los principales obstáculos del año 2020: la reestructuración de la deuda pública.

Con importantes pagos de capital e intereses por delante y habiendo reperfilado varios vencimientos de deuda en pesos y dólares previamente, el Ministerio de Economía lanzó a finales de abril de 2020 una propuesta de reestructuración para la deuda emitida bajo legislación extranjera. Si bien esta primera oferta presentaba una brecha importante en términos de valor presente neto con respecto a las contraofertas planteadas por los grupos de acreedores, el riesgo país comenzó a bajar hacia los niveles pre crisis, tal como se observa en el Gráfico 5.7. Esto se dio como respuesta a las mejores expectativas de los agentes que comenzaron a ver más probable que se alcance un acuerdo de deuda favorable que, una vez resuelto, habilitara un plan económico creíble y sustentable por parte del gobierno de cara a los años siguientes.



Fuente: IIE sobre la base de JP Morgan.

Luego de cuatro meses de negociación, en el mes de agosto Argentina alcanza un acuerdo con los acreedores de bonos emitidos bajo ley extranjera, oferta que luego se hizo extensible a los bonos de ley local. Tanto es así que a comienzos del mes de septiembre toda la curva de bonos soberanos había sido canjeada por una nueva estructura de bonos que además de bajar la tasa de interés promedio, alargaban el perfil de vencimientos de la deuda. Básicamente, en el canje de ley extranjera los tenedores de los bonos globales (emitidos durante la gestión de Macri) pudieron canjear sus instrumentos por nuevos bonos con vencimiento en 2030, 2035 y 2046, dependiendo de la fecha de vencimiento del título elegible, con un recorte de capital del 3% en todos los casos. Los bonos de la Indenture 2005, por su parte, fueron canjeados sin quita de capital por un bono con vencimiento en el año 2038 para el caso de los bonos discount, mientras que los bonos pares lo hicieron por un nuevo bono con vencimiento en 2041 (además de contar con la opción del bono 2046). Adicionalmente, los intereses corridos y vencidos que no habían sido abonados hasta el momento del canje fueron reconocidos mediante un nuevo bono adicional con vencimiento en el año 2029 que abona una tasa de interés del 1% anual durante toda la vida del título.

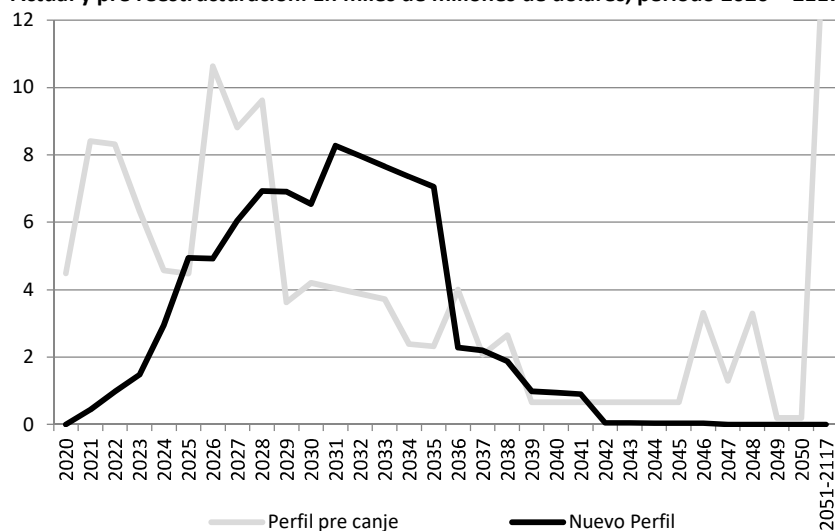
La distribución de los pagos de capital así como la evolución de las tasas de interés de cada uno de los nuevos instrumentos son resumidas en la Tabla 5.1. Básicamente, las tasas de interés no superan en ningún caso el 5% y comenzarían a abonarse a partir de 2021, mientras que los primeros desembolsos de capital se realizarían recién en el año 2024.

Tabla 5.1: Bonos soberanos emitidos en la reestructuración de deuda 2020

Nuevos bonos	Intereses	Amortización
2030	Desde 0,125% hasta 1,75%	13 pagos – Comienza en 2024
2035	Desde 0,125% hasta 5%	10 pagos – Comienza en 2031
2038	Desde 0,125% hasta 5%	22 pagos – Comienza en 2027
2041	Desde 0,125% hasta 5%	30 pagos – Comienza en 2037
2046	Desde 0,125% hasta 5%	44 pagos – Comienza en 2025
2029	1%	10 pagos – Comienza en 2025

Fuente: IIE sobre la base de Ministerio de Economía.

Además del ahorro generado con esta nueva configuración de la deuda, el perfil de vencimientos actual alivia considerablemente la carga de la deuda en los próximos cinco años respecto a la estructura anterior, tal como se observa en el Gráfico 5.8. De este modo, se hizo frente al principal problema que enfrentaba Argentina previo al canje que, sin ser un problema de solvencia se trataba esencialmente de un problema de liquidez por la acumulación de pagos en el periodo 2020-2021. De esta manera, con la nueva curva de bonos los desembolsos importantes para el Estado se concentran en el año 2024, que es cuando están programados los primeros pagos de amortización de los títulos en cuestión. A partir de ese desenlace que evitó el default de la deuda argentina, el riesgo país bajó 1.043 puntos, reflejando una mejor percepción de riesgo de los inversores.

Gráfico 5.8: Perfil de vencimientos de la deuda en dólares bajo ley extranjera Actual y pre reestructuración. En miles de millones de dólares, periodo 2020 – 2117

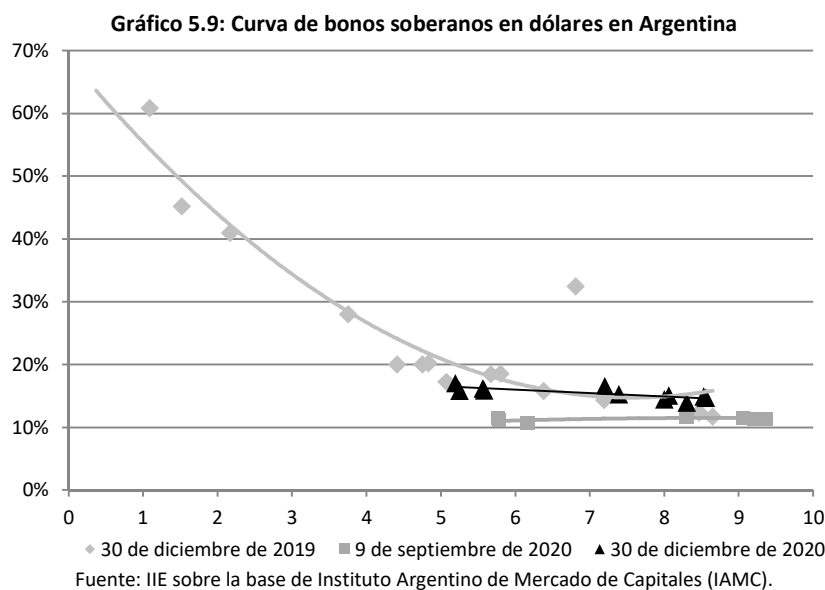
Fuente: IIE sobre la base de Ministerio de Economía.

Tal como se puede observar en el Gráfico 5.9, a comienzos del año 2020 los bonos en dólares cotizaban a niveles de TIR entre el 40% y el 60% en la parte corta de la curva, superando ampliamente a los títulos de mayor duration cuyo rendimiento oscilaba en torno al 15% - 20%. De esta manera, la curva de bonos se encontraba totalmente invertida, descontando una alta probabilidad de un evento de default, sobre todo para los bonos más cortos que serían los más afectados en términos relativos ante un evento de impago, o bien, ante una extensión en el perfil de vencimientos respecto a la programación original de pagos.

Una vez reestructurada la deuda, los nuevos bonos comenzaron a cotizar a niveles de TIR del 11% en promedio. De esta manera, la nueva curva de bonos, además de contar con una TIR mucho más razonable, también reflejaba una nueva estructura de deuda mucho más homogénea (concentrada en pocos bonos sin diferencias por Indenture como se encontraba previo al

canje) y más diferida en el tiempo que la anterior en términos de duration; con vencimientos a partir de 2029, no existen instrumentos en dólares que sean de corto plazo por lo que, en general, la deuda argentina es larga en términos relativos.

Sin embargo, durante el último trimestre del 2020 el riesgo país retomó su tendencia alcista hacia los 1400 puntos en la medida que las presiones cambiarias no cesaban y el escenario económico de cara al 2021 no terminaba de ser claro para los inversores. Lo anterior se tradujo una curva de bonos que se ubicaba por encima de la anterior con tasas de interés que oscilaban entre el 16% – 17% en los bonos más cortos y 14% – 15% para los bonos de mayor duration. Como se puede observar, hacia fines de 2020 la situación había empeorado en términos de TIR y paridades, en parte también por una mayor brecha entre las diferentes legislaciones, situación que se intensificó durante los primeros meses del 2021. La leve inversión en la forma de la curva refleja una mayor probabilidad de default de los nuevos bonos que, en términos prácticos, no resulta un riesgo real dada la actual estructura de la deuda. Con la extensión de vencimientos en el tiempo hasta el año 2024, el gobierno debe enfrentar solamente pequeños desembolsos en concepto de renta, por lo que no tendría inconvenientes económicos importantes para cumplir con los vencimientos de deuda sin incurrir en default. A pesar de lo anterior, las tasas actuales del mercado son termómetro de una menor confianza de los inversores con respecto a los cambios y reformas estructurales que Argentina debería implementar para contar con una mayor capacidad de pago, tal que le permita hacer frente a sus obligaciones en el tiempo.



En la misma línea, el deterioro en el segmento de la renta fija también se puede observar en la caída de las paridades de los bonos, noción que refleja la relación del precio de mercado de un bono con respecto a su valor técnico. Con la reestructuración de la deuda, las paridades de los bonos se ubicaban entre el 45% y el 55%; si bien resultan inferiores a las de comienzo del 2020, sí reflejan una mejora importante con respecto al peor momento de la crisis del COVID-19, cuando se ubicaban por debajo del 30%, niveles que generalmente se consideran de entrada para fondos buitres. Con el paso del tiempo, sin embargo, las paridades se deterioraron como respuesta a la suba del riesgo país, junto con la inestabilidad cambiaria y macroeconómica. Tanto es así que hacia finales de diciembre, el precio de mercado de los bonos presentaba una paridad entre el 35% y 45% con respecto a su valor técnico, situándose en niveles similares (y en algunos casos inferiores) a los niveles previos al canje.

Analizando la evolución del Índice de Bonos IAMC, construido por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, se verifica un crecimiento de los bonos públicos nacionales del 67,7% medido en pesos; de hecho, el índice alcanzó un máximo histórico el 10 de agosto del 2020. Sin embargo, cuando es medido en dólares el índice arroja una baja del 13,7% durante el año.

En la Tabla 5.2 se presenta la evolución de los subíndices del Índice de Bonos IAMC durante el 2020. Salvo el subíndice largo en dólares que registró un aumento del 35,1% en pesos pero cayó medido en dólar implícito, el resto de los subíndices muestran subas en ambas monedas. Los subíndices de bonos cortos y largos en pesos registraron un incremento del 117,6% y 129,1% en pesos, y cuando son medidos en dólares, las alzas con respecto a 2019 alcanzan el 12% y 17% en cada caso. Con motivo del canje de deuda que alargó notablemente el perfil de vencimiento de los bonos, a partir del mes de septiembre del 2020 se dejó de calcular el subíndice de bonos cortos en dólares. Según los datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales al mes de diciembre, el subíndice de bonos largos emitidos en dólares habría registrado una baja del 3,8% durante el año 2020 con respecto al mismo mes del año anterior.

Tabla 5.2: Índice de Bonos IAMC. Variación interanual, año 2020

	En pesos	En dólares
Índice de Bonos IAMC	67,7%	-13,8%
Bonos cortos emitidos en pesos	117,6%	12,0%
Bonos largos emitidos en pesos	129,1%	17,9%
Bonos cortos emitidos en dólares	78,1%	6,0%
Bonos largos emitidos en dólares	35,1%	-30,5%

Fuente: IIE sobre la base de Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

En términos de rentabilidades, las mayores subas se corresponden a bonos ajustables por el índice CER. Bajo el objetivo de restaurar la confianza de los inversores en la deuda local, el gobierno hizo un buen trabajo desde comienzos de 2020 en el rearmado de la curva de bonos en pesos; tanto es así que los bonos CER fueron unos de los segmentos en pesos que tuvieron mejor desempeño a lo largo del año. En concreto, entre las mayores alzas, los bonos TC23, PR13 y TC21 registraron subas del 68,4%, 25,4% y 24,3% respectivamente durante el año 2020. En la misma línea, el bono provincial en dólares de Córdoba con vencimiento en 2026 (CO26) registró una suba del 46%, mientras que el bono a tasa fija TO21 subió un 33,9% en el mismo periodo.

Siguiendo la tendencia de los años anteriores, el bono en dólares más operado fue el AY24, ya que según el informe anual del IAMC, su negociación explicó el 34,76% del volumen total, seguido por el AL30 con el 16,59%. En el segmento de pesos, por su parte, el bono más negociado fue el TO26. Sin embargo, si tenemos en cuenta solo los bonos emitidos como consecuencia de la reestructuración de deuda, el bono más negociado fue el AL30 con el 71,1% del volumen de los nuevos bonos.

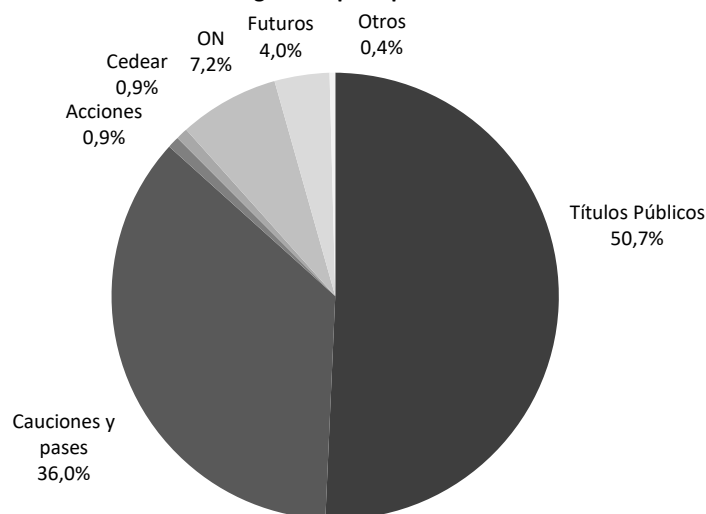
Más allá de ser un mal año para el mercado, el volumen efectivo en pesos creció un 186% que, si es medido en dólares (a tipo de cambio oficial), implica un crecimiento del 102% durante el 2020. Lo operado sumó 30,5 billones de pesos que resulta equivalente a USD 425.120 millones de dólares.

Tal como muestra el Gráfico 5.10, el volumen operado en renta títulos públicos representó la mitad del total negociado durante el 2020, con un aumento del 100,3% en términos nominales respecto al año previo. Las cauciones y pases, por su parte, representaron el 36% de lo operado en el mercado durante el 2020, destacándose su crecimiento del 428,1% respecto a 2019. En cuanto a las acciones, el volumen operado en este segmento solo representó un 0,86% del total, disminuyendo su participación en relación a 2019, cuando representaba aproximadamente un 2%. Lo anterior tiene también su correlato en el incremento del volumen negociado

de los CEDEAR, que alcanzó un aumento del 511,5% durante el 2020 y pasó a representar un 0,85% del total operado en el mercado argentino en el mismo periodo. Por último, del total negociado en el mercado se destacó el aumento del 930,7% en el volumen en las obligaciones negociables, que pasaron a representar un 7,23% en 2020 desde apenas un 2,01% en el 2019. Esta mayor participación se debe principalmente a las colocaciones públicas y privadas cuyo pago de capital en pesos se ajusta a la evolución del dólar oficial, comúnmente conocidas como “*dollar linked*”. Estos instrumentos fueron impulsados por el gobierno nacional cuando a mediados de 2020 lanzó suscripciones de este tipo de activos con características muy atractivas para los inversores. En un contexto de inestabilidad cambiaria y con una brecha entre los tipos de cambio que ascendía a más del 70%, los inversores que esperaban una mayor devaluación en el tipo de cambio oficial vieron a este activo como un excelente vehículo de cobertura cambiaria. En la misma línea, diversas compañías siguieron esta tendencia con colocaciones de deuda privada que inundaron el mercado de pesos con nuevos instrumentos *dollar linked*.

Con un excedente de liquidez en los mercados (producto de los altos niveles de emisión monetaria registrados en la pandemia) que buscaba algún destino en pesos cuya rentabilidad sea superadora a las de las tasas de interés del mercado (que se encontraban negativas en términos reales), sumado a un entramado de regulaciones cambiarias que limitaban el acceso al mercado de cambios formal y financiero por parte de los ahorristas, el atractivo de este segmento fue inmediato y se mantuvo a lo largo del segundo semestre. Tanto es así que incluso se crearon numerosos fondos de inversión que invertían en este tipo de instrumentos ofreciendo así un vehículo de inversión colectiva sencillo para el segmento de inversores minoristas. Su evolución estuvo principalmente ligada al ritmo devaluatorio que llevó adelante la autoridad monetaria durante el periodo considerado; sin embargo, al no darse el ajuste del tipo de cambio que el mercado esperaba, su ímpetu comenzó a apaciguarse hacia finales del año 2020, periodo en el cual cobran mayor relevancia los instrumentos con ajuste CER en línea con mayores expectativas inflacionarias por parte de los diferentes actores del mercado de cara al año 2021.

Gráfico 5.10: Volumen negociado por tipo de instrumento. Año 2020



Fuente: IIE sobre la base de Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Pese a ser un año particular para los mercados, el financiamiento empresarial registró cierta mejora. Las colocaciones en el mercado primario sumaron un total de 4.928 millones de dólares que, si bien superó a los niveles de 2019, resultó ser el segundo menor valor desde 2010. En línea con lo anterior, el 90,5% de lo colocado se correspondió con el segmento de obligaciones

negociables y valores de corto plazo por un total de 4.449 millones de dólares; del total colocado, los sectores que tuvieron mayor preponderancia fueron los de petróleo y gas, generación de energía y telecomunicaciones.

De cara al 2021, el comportamiento del mercado estará expuesto a la resolución de los principales escollos que enfrenta el gobierno argentino; de esto esencialmente dependerá la evolución de las variables financieras y económicas en el año entrante. Por un lado, la renegociación de la deuda con el FMI es uno de los eventos más llamativos del 2021 en la medida que permita postergar en el tiempo los desembolsos de capital programados originalmente desde el 2021 hasta el 2024, por lo que velocidad de la implementación del nuevo acuerdo es una variable que el mercado monitoreará de cerca. Para llegar a un nuevo arreglo, el Fondo exigiría necesariamente algunos ajustes de índole fiscal y monetario que el mercado está esperando desde fines de 2019; por ende, mientras antes se concrete, mayores son los drivers positivos que impulsarían el mercado local en general. Cabe destacar, por otro lado, que el 2021 se corresponde con un año electoral y, tal como lo indica la historia, se trata de periodos en los que las medidas de austeridad no son las más tenidas en cuenta por parte de los hacedores de política económica. Lo anterior se contrapone a las exigencias que haría el Fondo al momento de renegociar el actual acuerdo Stand By firmado en 2018 por la gestión anterior. De esta manera, la resolución de este principal dilema tendrá su correlato en el mercado local, el cual también estará expuesto al manejo de la pandemia y la gestión de vacunas ante la probabilidad de un rebrote del COVID-19, la generación de reservas (de la mano de la entrada de divisas de la cosecha a niveles de precio de *commodities records*) y el control de la inflación a lo largo del periodo en cuestión.