



FUTUROS COMO ESTRATEGIA DE COBERTURA ANTE LA
VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO:
APLICACIÓN DE CASO ARGENTINA AGOSTO 2023

BARZAGHI, VICTORIA
LICENCIATURA EN ECONOMÍA
MARZO, 2025

El presente trabajo propone llevar a cabo un análisis exhaustivo del contexto económico de Argentina en 2023, con énfasis en la política cambiaria y su repercusión sobre diversos indicadores macroeconómicos. Mediante una evaluación detallada de variables tales como la inflación, las reservas internacionales, el tipo de cambio, la cuenta financiera, la balanza comercial, las restricciones cambiarias, la liquidación de divisas, entre otras, se buscará comprender cómo los elementos estructurales de la economía y las políticas gubernamentales han interactuado para dar lugar a una considerable volatilidad cambiaria.

Adicionalmente, se incorpora en dicho análisis una reflexión crítica sobre los sesgos conductuales que llevaron a los agentes económicos a prever una devaluación de la moneda local frente al dólar estadounidense, así como la manera en que tales percepciones impactaron en su comportamiento económico, particularmente en lo relativo a la compra de dólares y la fuga de capitales, lo que contribuyó notablemente a agravar la crisis.

A su vez, se examinará la utilización de contratos de futuros sobre el tipo de cambio como una estrategia de cobertura frente a la volatilidad cambiaria. Se analiza cómo estos instrumentos financieros permitieron a los agentes económicos gestionar el riesgo asociado con las fluctuaciones del tipo de cambio, ofreciendo una alternativa para protegerse ante la devaluación esperada. El uso de futuros no solo brindó una herramienta de cobertura, sino que también amplificó las expectativas de los agentes, sirviendo como un termómetro del miedo colectivo ante la devaluación. La investigación se enfocará en cómo estas estrategias contribuyeron a la dinámica del mercado cambiario y, en en última instancia, a la profundización de la crisis económica.

El presente trabajo propone analizar el contexto económico de Argentina en 2023, con un enfoque en la política cambiaria y su impacto sobre diversos indicadores macroeconómicos. A través de un análisis detallado de variables como la inflación, las reservas internacionales, el tipo de cambio, la cuenta financiera, la balanza comercial, las restricciones cambiarias, la liquidación de divisas, entre otras, se busca entender cómo los elementos estructurales de la economía y las políticas gubernamentales han interactuado para generar una notable volatilidad cambiaria. Además, se añade a dicho análisis una evaluación significativa sobre los sesgos conductuales que llevaron a los agentes económicos a anticipar una devaluación de la moneda local respecto al valor del

dólar estadounidense y cómo estas percepciones influyeron en su comportamiento económico, especialmente en lo que respecta a la compra de dólares y la fuga de capitales, profundizando la crisis.

Palabras claves: Administración de riesgo, Argentina, cobertura, derivados financieros, devaluación, estrategia, futuros financieros, riesgo, tipo de cambio, volatilidad.

*DEDICO ESTE TRABAJO A QUIENES
DESEEN EXPANDIR SUS
CONOCIMIENTOS SOBRE CÓMO LOS
ELEMENTOS ESTRUCTURALES Y
PSICOLÓGICOS IMPACTAN EN LA
ECONOMÍA NACIONAL Y EN LAS
FINANZAS PERSONALES*

ÍNDICE

Introducción.....	9
Justificación.....	11
Hipótesis.....	12
Objetivos.....	13
Objetivo general	13
Objetivos específicos.....	13
Metodología.....	14
Marco teórico.....	14
Capítulo 1. MERCADO CAMBIARIO	14
Antecedente histórico	14
Mercado forex.....	16
Tipos de cambio	18
Demanda y oferta de divisas.....	21
Terminologías.....	29
Capítulo 2. RIESGO DE TIPO DE CAMBIO	31
Introducción.....	31
Definición	32
Implicaciones económicas y financieras	32
Análisis del riesgo	35
Administración del riesgo.....	36
Capítulo 3 MERCADO A TÉRMINO	39
Antecedente histórico	39
Contratos derivados	42
Contrato de futuros	42
Tipos de cobertura	46
Especificación.....	50
Terminologías.....	52
Cámara compensadora.....	53
Desarrollo	57
• CARACTERIZACIÓN ARGENTINA 2023	57
Casos estratégicos.....	90
CASO A: EXPORTADOR.....	90
CASO B: IMPORTADOR	96
CASO C: DEUDA EN DÓLARES	104

Conclusión..... 109

Referencias 113

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Gráfico 1. Volumen promedio anual negociado en el mercado mundial de divisas.....	17
Gráfico 2. Cotización del par de divisas USD-EUR año 2023	18
Gráfico 3. Variación del tipo de cambio nominal 2016	19
Gráfico 4. Tipo de cambio oficial fijo 1992 - Tipo de cambio oficial flotante 2002	20
Gráfico 5. Variación del futuro de dólar agosto 2023	21
Gráfico 6. Variación del tipo de cambio y su impacto en la cantidad demandada	23
Gráfico 7. Variación en la demanda y su impacto en el valor del tipo de cambio.....	25
Gráfico 8. Variación del tipo de cambio y su impacto en la cantidad ofertada.....	26
Gráfico 9. Variación en la oferta y su impacto en el valor del tipo de cambio.....	28
Gráfico 10. Evolución histórica del tipo de cambio USD/EUR.....	32
Gráfico 11. Estadísticas a nivel mundial sobre la utilización de futuros.....	43
Gráfico 12. Convergencia de precios	45
Gráfico 13. Venta de futuro.....	47
Gráfico 14. Compra de futuro	50
Gráfico 15. Incidencia de la pobreza y de la indigencia en los hogares y variaciones del ingreso total familiar (ITF), la canasta básica alimentaria (CBA) y la canasta básica total (CBT). (Segundo semestre 2021-segundo semestre 2023)	58
Gráfico 16. Consumo privado, en miles de millones de pesos (2004 – 2023).....	61
Gráfico 17. Saldo de Reservas Internacionales. (miles de millones de dólares)	73
Gráfico 18. Riesgo País Argentina (2021-2023)	74
Gráfico 19. Base Monetaria	77
Gráfico 20. Inflación mensual. 2020-2023	77
Gráfico 21. Deuda Bruta de la Administración Central en % del PBI.....	77
Gráfico 22. Tasa semanal de Crawling Peg (Enero 2023 - Junio 2023)	79
Gráfico 23. Tipo de Cambio A 3500 (Enero 2023 – Junio 2023)	79
Gráfico 24. Liquidación anual de divisas del agro	80
Gráfico 25. Tasa de Política Monetaria (2020 – 2023).....	81
Gráfico 26. Evolución histórica de la brecha cambiaria del dólar (2023).....	84
Gráfico 27. Cotización tipo de cambio paralelo (2020 - 2023)	85
Gráfico 28. Tipo de Cambio A3500 vs Futuro de Dólar Agosto 2023 vs Tasa Implícita de devaluación Matba Rofex.....	88
Gráfico 29. Interés abierto vs Volumen (Futuro de Dólar Agosto 2023)	89
Gráfico 30. Comparativa de evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "A"	94
Gráfico 31. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio - Caso práctico "b" 101	
Gráfico 32. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "C" - Posición Febrero	105
Gráfico 33. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "C" - Posición Mayo	106
Gráfico 34. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "C" - Posición Agosto	106
Cuadro 1. Ranking de monedas más demandadas a nivel global	22
Cuadro 2. Ranking mundial de Mercados globales respecto al volumen anual de operaciones con derivados.....	41
Cuadro 3. Futuros bursátiles vs Futuros extrabursátiles.....	43
Cuadro 4. Ejemplo de cobertura hacia la baja. Venta	47
Cuadro 5. Ejemplo de cobertura hacia el alza. Compra	49
Cuadro 6. Derechos de registro de negociación y Clearing.....	55
Cuadro 7. Márgenes de contratos (enero 2024).....	56

Cuadro 8. Principales tasas del mercado de trabajo. (Cuarto trimestre 2022 - cuarto trimestres 2023)...	59
Cuadro 9. Índice de producción industrial manufacturero. Resumen de variaciones (Año 2023 - Variación interanual)	61
Cuadro 10. Índice de Costo Argentino de la Producción, expresado mensualmente en porcentaje (Año 2023).....	63
Cuadro 11. Rankin de exportaciones argentinas a nivel mundial	64
Cuadro 12. Estado de Sequía en el primer semestre del año 2023	65
Cuadro 13. Cuentas Nacionales 2023 (Variación % interanual)	66
Cuadro 14. Estimaciones de intercambio comercial período enero - agosto 2023 (millones de dólares).66	
Cuadro 15. Resultados del Balance de Pagos 2023.....	67
Cuadro 16. Apertura de Cuenta Financiera 2023 (Millones de dólares).....	69
Cuadro 17. Deuda externa del Gobierno Central con organismos internacionales, a valor nominal. Año 2023. (Millones de dólares)	71
Cuadro 18. Deuda externa bruta por tipo de moneda y sector institucional, a valor nominal. Año 2023.72	
Cuadro 19. Datos numéricos de la posición – Caso práctico "a".....	92
Cuadro 20. Operatoria de cancelación - Caso práctico "a"	94
Cuadro 21. Resultados numéricos - Caso práctico "A"	95
Cuadro 22. Datos numéricos de la posición - Caso práctico "b"	98
Cuadro 23. Resultados numéricos - Caso práctico "b"	102
Cuadro 24. Operatorias - Caso práctico "c"	105

Introducción

En el contexto actual, estamos inmersos en un entorno dinámico y caracterizado por un cambio constante. Una serie de elementos, tales como los avances tecnológicos, científicos y teóricos que se integran en el ámbito productivo, junto con la difusión de información, el impacto de las redes sociales y los desafíos globales emergentes como el cambio climático, demandan una adaptación continua. Esta adaptación no solo concierne al sistema en sí mismo, sino también a las personas que forman parte de él. Ingresar y desenvolverse en este mundo en constante movimiento implica la disposición para aceptar y convivir con la incertidumbre. Esta última, lejos de ser vista como un obstáculo, puede ser interpretada como una oportunidad para el crecimiento, la innovación y el progreso.

Argentina se encuentra constantemente frente a una serie de desafíos y fluctuaciones económicas, una característica distintiva del país. El inicio del nuevo siglo estuvo marcado por la crisis de la convertibilidad, caracterizada por la fijación de un tipo de cambio entre el peso argentino y el dólar estadounidense, con el propósito de controlar la inflación y estabilizar la economía. Aunque inicialmente se alcanzaron los objetivos deseados, con el tiempo surgieron problemas subyacentes debido a la sobrevaloración de la moneda nacional, lo que impactó negativamente en la competitividad en el comercio internacional. Además, se acumuló una gran deuda externa por la toma de préstamos para financiar el gasto público y sostener la paridad cambiaria establecida. En resumidas palabras, es así como se inicia este nuevo siglo: con una fuerte devaluación del peso argentino, disturbios sociales, congelamiento de cuentas bancarias y una alta tasa de desempleo (Cfr. Zícarí, 2014).

Durante el período comprendido entre 2003 y 2007, se evidenció una notable recuperación económica, caracterizada por la devaluación de la moneda nacional, la cual mejoró la competitividad de las exportaciones, impulsando así la actividad económica. Paralelamente, el poder ejecutivo de entonces optó por iniciar negociaciones con los acreedores internacionales para reestructurar la deuda externa, marcando el inicio de un lapso de superávit fiscal y externo, acompañado de un crecimiento económico sostenido.

Este último, en gran medida, fue resultado de la elevada demanda de commodities¹. A pesar del período de recuperación mencionado, Argentina no se encuentra exenta de nuevos desafíos. La falta de inversión en infraestructura, la escasez de reservas internacionales y el persistente fenómeno de la inflación continúan siendo preocupaciones relevantes. A raíz de las crisis desencadenadas por las Hipotecas Subprime², se registró un impacto significativo en las divisas provenientes del comercio exterior debido a la disminución de los precios de los commodities, lo que a su vez afectó el cumplimiento de las obligaciones de la deuda externa (Cfr. Curcio y Vilker, 2014).

Continuando hacia la época de pandemia, Argentina siguió enfrentando una serie de desafíos, tales como el déficit fiscal³, la deuda externa⁴, una inflación⁵ cada vez más potente y el aumento de los índices de pobreza⁶ y de desigualdad⁷.

Esta introducción general permite caracterizar a Argentina como un país marcado por vaivenes y recurrentes crisis sociales y económicas. La inestabilidad económica, las recurrentes crisis financieras y los elevados índices inflacionarios hacen del fenómeno devaluatorio una crónica constante para los argentinos. Desde el año 2000, ha

¹ Son productos que se utilizan como materia prima para fabricar productos más refinados, lo que los vuelve atractivos para el comercio. Éstos se suelen comercializar en distintos mercados como el SPOT o disponible o el mercado de futuros o bolsas de commodities.

² Crisis financiera originada principalmente por la concesión de préstamos hipotecarios de alto riesgo, conocidos como “Subprime”, a prestatarios que tenían una capacidad limitada para pagar sus hipotecas. La crisis tuvo un efecto negativo en la economía global lo que llevó a una disminución de la demanda de materias primas y ciertos productos. Argentina, como país exportador de productos agrícolas y commodities, sintió el impacto de la desaceleración económica mundial ya que los precios de las materias primas cayeron y se afectaron así las exportaciones nacionales. *Hipotecas Subprime por Encarni Arcoya | Economía Finanzas*

³ En el año 2020 el déficit primario representó un 6,5% del PBI mientras que el déficit financiero representó un 8,5% del PBI. En el año 2021 el Sector Público Nacional cierra el ejercicio con un déficit primario de \$1.407.641 M y un déficit financiero de \$2.091.882 M. En el año 2022 Argentina presenció un déficit primario del 2,4% del PBI mientras que el déficit financiero representó el 4,2% en términos del PBI. *Resultados Fiscales | Ministerio de Economía*

⁴ En el año 2018 Argentina decide tomar deuda con el Fondo Monetario Internacional por aproximadamente U\$S 50.000 M. *El explicador: Economía | Chequeados*

⁵ El índice de inflación anual correspondiente al año 2020 fue del 36,1%. En el año 2021 ascendió al 50,9% y en el año 2022 a 94,8%. *Índice de Precios al Consumidor | Data Instituto Nacional de Estadísticas y Censos*

⁶ La incidencia de la pobreza sobre la población argentina resultó en el año 2020 un 40,9% en el primer semestre y un 42% en el segundo semestre, siendo el índice de indigencia para dicho período de análisis del 10,5% en ambos semestres. En el primer semestre del 2021 el índice de pobreza alcanzó un valor de 40,6% y en el segundo semestre un 37,3%, siendo el índice de indigencia un 10,7% y 8,2% respectivamente. Bajo el análisis del año 2022, el primer semestre nos muestra un 36,5% de pobreza y un 39,2% para el segundo semestre, dejando el índice de indigencia en un valor del 8,8% y 8,1% respectivamente. *Línea de Pobreza | Data Instituto Nacional de Estadísticas y Censos*

⁷ El Índice de Gini para el año 2020 arroja un valor de 42,3, en el año 2021 y 2022 un valor de 42. *Índice de Gini - Argentina | Data Banco Mundial*

experimentado significativas devaluaciones de su moneda nacional: en 2002, en 2014, en 2018, en 2019 y en 2023.

El problema que da origen a esta investigación es específicamente el impacto que la variación del tipo de cambio produce en la economía personal de los agentes económicos, ya sea en consonancia o no con las estrategias de las empresas que ellos mismos poseen.

Basándose en dicho problema, se llevará a cabo un estudio de campo con el objetivo de describir y comprender el fenómeno de los derivados financieros⁸, específicamente los futuros financieros, como instrumento de cobertura frente a este fenómeno tan recurrente en Argentina.

Justificación

La variación del tipo de cambio en Argentina es un tema de gran relevancia que ha generado continuos debates y análisis debido al impacto significativo que tiene en la vida cotidiana de la población. Este fenómeno ha sido objeto de estudio por parte de numerosas instituciones, cuyas investigaciones buscan comprender sus efectos y proponer medidas para mitigarlos.

La *Fundación Mediterránea*, a través del *Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL)*, ha sido una de las principales voces en este campo. Parte de sus investigaciones se centran en el análisis de la política cambiaria del país y su influencia sobre la inflación, el comercio exterior, el crecimiento económico, el sistema productivo y las reservas internacionales.

Asimismo, el *Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz (CESO)* ha examinado cómo la escasez de dólares y las continuas devaluaciones han generado tensiones macroeconómicas y acelerado el proceso inflacionario, exacerbando la inestabilidad cambiaria.

⁸ Son instrumentos financieros cuyo valor depende o deriva del valor de un activo subyacente, como una materia prima, una moneda, un índice, una acción, entre otros. Se utilizan principalmente con fines de cobertura y especulativos en el mundo de las finanzas. Los más típicos son los futuros, las opciones y los swaps.

Desde el ámbito académico, la *Pontificia Universidad Católica Argentina (UCA)*, a través de su *Observatorio de la Deuda Social Argentina*, ha investigado el impacto directo de la variación del tipo de cambio en la pobreza y la desigualdad social, mostrando la vulnerabilidad de ciertos sectores ante las fluctuaciones del dólar y el peso.

Consultoras privadas, como *1816 Economía & Estrategia*, también han realizado informes periódicos que analizan cómo la volatilidad del tipo de cambio afecta las decisiones de inversión, el costo de vida y las expectativas de los mercados.

Ante este contexto, el presente estudio de investigación se centrará en Argentina, un país caracterizado por su histórica volatilidad cambiaria, y tomará como caso de análisis la devaluación llevada a cabo por el gobierno nacional en agosto de 2023. El objetivo es brindar al lector una comprensión más profunda sobre cómo los derivados financieros pueden utilizarse para gestionar el riesgo asociado a las transacciones financieras en medio de escenarios de gran incertidumbre, algo habitual en la economía argentina.

En conjunto, las investigaciones de las instituciones mencionadas y el análisis de los derivados financieros coinciden en que la variación del tipo de cambio es un desafío estructural de la economía argentina, cuyas consecuencias se extienden a múltiples aspectos de la vida económica y social.

Hipótesis

La razón principal por la cual la mayoría de los participantes recurren al mercado de futuros radica en la gestión del riesgo la cual propone minimizar, a través de la utilización de estos instrumentos, los posibles resultados adversos derivados de una variación contraria a la deseada en el precio de un activo. Como se discutirá más adelante en este documento, los mercados de derivados surgieron en respuesta a la necesidad de los productores agrícolas de gestionar el riesgo asociado a la volatilidad en el precio de los granos y cereales dado a que, durante la época de cosecha, la abundante oferta en el mercado ejercía presión a la baja sobre los precios de los productos, mientras que durante la época de siembra la presión era hacia el alza. La utilización de coberturas con futuros financieros les otorgó, por ejemplo, la oportunidad de asegurar el costo de producción en el cual incurrían.

Al aplicar lo mencionado con anterioridad a la volatilidad del tipo de cambio, se observa un fenómeno particular: el riesgo cambiario ejerce efectos significativos sobre la economía de los agentes económicos, ya que puede afectar tanto a su patrimonio denominado en moneda extranjera como en moneda local. Esta situación puede desencadenar un efecto en cadena que repercuta en la rentabilidad y la solidez financiera de dichos agentes. Ante esta posible situación, se enfrentan a la posibilidad de que se vean afectados sus costos de financiamiento y sus flujos de efectivo, razón por la cual deciden implementar estrategias de cobertura en el mercado de derivados financieros.

Los contratos de futuros financieros desempeñan una función principal como instrumentos de cobertura ya que permiten gestionar y reducir el riesgo ante la posibilidad de que se produzcan fluctuaciones negativas en los precios de diversos activos, conocidos como activos subyacentes⁹. Es debido a esto que los inversores argentinos optan por desarrollar estrategias de cobertura para hacer frente a la volatilidad del tipo de cambio entre la moneda local y la divisa estadounidense.

Esta hipótesis sugiere que la utilización principal de los contratos de futuros financieros reside en su función como instrumento de cobertura frente al riesgo cambiario, a pesar de que en Argentina también se empleen como instrumentos de especulación financiera.

Objetivos

Objetivo general

El objetivo principal de este estudio será evaluar las diversas estrategias que los argentinos implementaron, haciendo uso del mercado de futuros, con el fin de mitigar el riesgo generado por la volatilidad en el valor del tipo de cambio en Argentina durante el año 2023.

Objetivos específicos

- Analizar la volatilidad en el valor del tipo de cambio en Argentina.

⁹ Se denominan así ya que son la base o el sustento en el que se fundamenta el valor de los contratos derivados financieros.

- Interpretar diferentes casos de estrategias de cobertura mediante la utilización de contratos de futuros sobre tipo de cambio para mitigar la volatilidad cambiaria en Argentina durante 2023.

Metodología

La presente investigación se llevará a cabo mediante una metodología mixta, que combina la investigación cuantitativa y cualitativa, con el propósito de recopilar y analizar datos numéricos, así como comprender el significado y el contexto de los derivados financieros a través de datos no numéricos.

El método principal que se empleará será el estudio de fuentes bibliográficas elaboradas por profesionales en el campo de las ciencias económicas y las finanzas. Además, se requerirá la aplicación de una metodología de investigación observacional con el fin de comprender el comportamiento de los agentes económicos tanto en el Mercado de Futuros como en el Mercado Disponible, así como en la sociedad argentina en general.

Marco teórico

Capítulo 1. MERCADO CAMBIARIO

Antecedente histórico

Durante la Edad Media, debido a la carencia de una moneda común¹⁰ y la ausencia de instituciones financieras centralizadas, las transacciones comerciales se basaban en el sistema de trueque. Un elemento esencial en el desarrollo financiero de este período fueron las ferias, ya que marcaron el inicio de los movimientos de fondos y la manera en que los primeros banqueros idearon métodos para transferir dinero sin necesidad de transportarlo físicamente. Los mercaderes comenzaron a establecer las primeras formas de asociación para reunir capital y compartir los gastos comerciales, lo que condujo a la aparición de diversos instrumentos financieros como préstamo marítimo¹¹, el desarrollo de la actividad de préstamos¹², entre otras iniciativas. La expansión de estos instrumentos

¹⁰ Cada región o ciudad emitía sus propias monedas, por lo que el comercio entre las regiones era complicado. El Florín de Florencia fue una de las monedas más conocidas en la Edad Media, emitida en el siglo XIII. *Descubre el nombre de la moneda en la Edad Media | Numismático*

¹¹ En dicha época, consistía en que un comerciante prestaba dinero o mercancías a otro comerciante que realizaba algún viaje y, si volvía, tenía que devolver el préstamo con intereses.

¹² Cobrando intereses que consistía en que la propiedad de un bien pasaba a la propiedad de otra persona bajo el concepto de “préstamo”. Luego, la segunda parte debía devolver este “préstamo” que consistía en un bien equivalente y no en el original (oro, plata, cereal, vino).

financieros posibilitó el surgimiento de la banca en las ciudades y en las ferias, siendo la letra de cambio su principal herramienta. Inicialmente, la banca medieval¹³ fue llevada a cabo por los cambistas que se establecían en las grandes ferias para gestionar, valorar y cambiar las diversas monedas confiadas por los comerciantes. Con el tiempo, al ganar cierta confianza, los comerciantes empezaron a depositar sus monedas en manos de estos cambistas para evitar el riesgo de transportarlas a través de caminos peligrosos de feria en feria. Estos cambistas, al otorgar los fondos recibidos en depósito como préstamos con intereses a terceros, se convirtieron en banqueros. Hasta entonces, las operaciones bancarias eran realizadas personalmente por los comerciantes con sus propias monedas, hasta que la letra de cambio¹⁴ se generalizó. Se podría afirmar que el sistema bancario descrito hasta este punto dio lugar a una suerte de feria bancaria, que en la actualidad conocemos como mercado de divisas. El crecimiento económico que marcó el comienzo de la Edad Moderna se caracterizó por la expansión y especialización agrícola, pero principalmente por la expansión ultramarina con el descubrimiento de América y el surgimiento del mercantilismo. En sus inicios, las metrópolis europeas establecieron una división internacional del trabajo, en la cual se reservaban la fabricación de manufacturas, mientras dejaban a los países periféricos la producción de bienes sin valor agregado y metales preciosos. El significativo flujo de plata proveniente de las minas del continente americano dio vida al sistema circulatorio de la economía mundial. A través del desarrollo del comercio internacional, se consolidó el capitalismo mercantilista, el cual se caracterizó por una mayor circulación monetaria, la formación de poderosas sociedades comerciales y el crecimiento de las actividades financieras y bancarias (Cfr. Comín, 2011).

A lo largo de la historia de las naciones, se optó por implementar entre los siglos XIX y XX el sistema de patrón oro, en el cual las monedas estaban respaldadas por una cantidad específica de oro. Este sistema facilitaba la estabilidad en el comercio internacional, dado que las tasas de cambio estaban vinculadas al valor de este metal precioso. Posteriormente, durante el período de entreguerras (1920-1930), el sistema de

¹³ Éstos se sentaban en un banco (de ahí su denominación) con una balanza que calibraba el peso de las monedas para determinar su valor (función de valuación).

¹⁴ Dicho documento, consistía en dejar constancia de que un comerciante había recibido, en moneda local, un préstamo de un banquero o mercader que se comprometía a devolver dentro de un plazo de tiempo determinado. Este proceso volvía innecesario el movimiento de dinero lo cual era positivo ya que los caminos eran peligrosos por la presencia de asaltantes. Esta nueva función que se le otorga al banco, es la de emisión de papel.

patrón oro colapsó debido a la falta de estabilidad económica. A partir de entonces, se inició el sistema de tipos de cambio flexibles, en el cual las tasas de cambio se determinaban por la oferta y la demanda en los mercados. Después de la Segunda Guerra Mundial, se estableció el Acuerdo de Bretton Woods, el cual dio origen a un sistema de tipos de cambio fijos en el cual las monedas estaban directamente vinculadas al dólar estadounidense, el cual a su vez estaba respaldado por el oro. Sin embargo, cuando Richard Nixon, presidente de Estados Unidos, suspendió la convertibilidad del dólar en oro en 1971, el sistema de Bretton Woods colapsó, lo que generó que la mayoría de las monedas del mundo migraran hacia un sistema de tipos de cambio flotantes, en el cual sus valores eran determinados por el mercado (Cfr. Comín, 2011).

Con el avance de las Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC's) y la globalización, el mercado cambiario ha experimentado una notable transformación, volviéndose accesible para cualquier individuo en el mundo que desee especular o invertir. En la actualidad, este mercado opera principalmente de manera electrónica y durante las 24 horas de los días hábiles.

A lo largo de la historia, el mercado cambiario ha evolucionado para adaptarse a las necesidades financieras, económicas, sociales y culturales de diversas sociedades. Estos cambios reflejan la complejidad y la interconexión de la economía global a lo largo del tiempo.

Mercado forex¹⁵

El mercado de divisas¹⁶ se define como el espacio financiero global donde confluyen las negociaciones y los intercambios de diferentes monedas nacionales. Este mercado está compuesto por diversos centros financieros que operan mediante sistemas de comunicación electrónica, lo que permite la convergencia de cotizaciones en tiempo real, convirtiéndolo en un mercado descentralizado. Su función principal es facilitar la compraventa de divisas con el propósito de realizar transacciones comerciales a nivel internacional, así como llevar a cabo inversiones extranjeras, coberturas de riesgo,

¹⁵ El mercado cambiario es conocido por el nombre Forex, abreviatura de Foreign Exchange en inglés que se puede traducir como “intercambio de moneda extranjera”.

¹⁶ Es toda moneda extranjera, es decir, monedas oficiales distintas de la moneda legal en el propio país. *El diccionario | Economipedia*

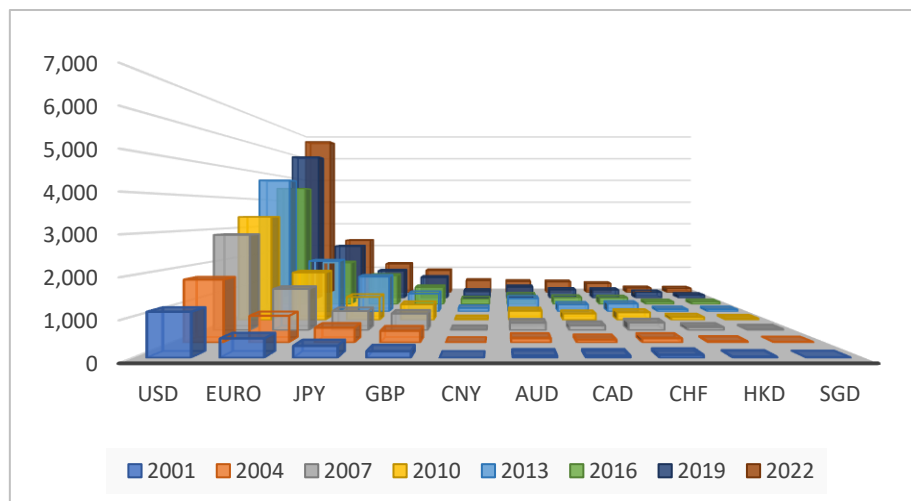
especulaciones y otros fines financieros. Se caracteriza por ser fundamentalmente Over The Counter (OTC), es decir, extrabursátil, lo que implica que la negociación entre las partes se realiza de manera directa. Además, dado que el mercado de divisas opera a nivel global, las transacciones se realizan de forma continua siempre que sea día hábil, lo cual proporciona flexibilidad en las operaciones al permitir aprovechar oportunidades específicas (Cfr. Samper, 2015).

El mercado Forex está compuesto por una considerable cantidad de individuos que interactúan estrechamente, ya que una parte que demanda una moneda debe, al mismo tiempo, abastecer otra. Uno de los principales participantes en este mercado son los Bancos Centrales¹⁷ de cada país, los cuales intervienen en él para influir en el tipo de cambio y alcanzar los objetivos de política económica. Asimismo, operan con el propósito de mantener las reservas internacionales. Como actores secundarios, aunque no menos relevantes, se encuentran las personas físicas o jurídicas que participan en las operaciones de divisas a través de intermediarios¹⁸ (bancos, casas de cambios, bróker, etc.), las empresas multinacionales que requieren de divisas para el pago a importadores o requieren del cambio de divisas a moneda local en el caso de cobrar exportaciones, a los bancos comerciales que operan para sí mismos o para terceros actuando como intermediario, entre otros integrantes.

Gráfico 1. Volumen promedio anual negociado en el mercado mundial de divisas
(en miles de millones de dólares estadounidenses)

¹⁷ Entidad financiera y gubernamental encargada de llevar a cabo la política monetaria y el sistema bancario y financiero de la nación.

¹⁸ “La mayoría de las personas y firmas que están intercambiando una cantidad sustancial de moneda van a un banco, y la mayoría de los bancos brindan divisas como servicio a los clientes. Estos bancos (y algunas otras firmas), denominados como distribuidores, luego comercian con las divisas. A esto se le llama el mercado interbancario.” (AA. VV., 2023. Cap. 16.1).



Fuente: Statist | Global currencies | Market size

Tipos de cambio

El tipo de cambio representa el precio al que una moneda se intercambia por otra en el mercado de divisas. En términos más específicos, refleja el valor de una moneda extranjera en relación con una moneda local (Cfr. Parkin & Loría, 2010). Este precio se determina en el mercado, donde opera bajo las leyes competitivas en el caso de ser un mercado no intervenido, fluctuando libremente mediante la fuerza de la oferta y la demanda. Por ejemplo, el 7 de febrero de 2023, 1 euro equivalía a 1.07 dólares estadounidenses: EUR 1 = USD 1.07.

Gráfico 2. Cotización del par de divisas USD-EUR año 2023

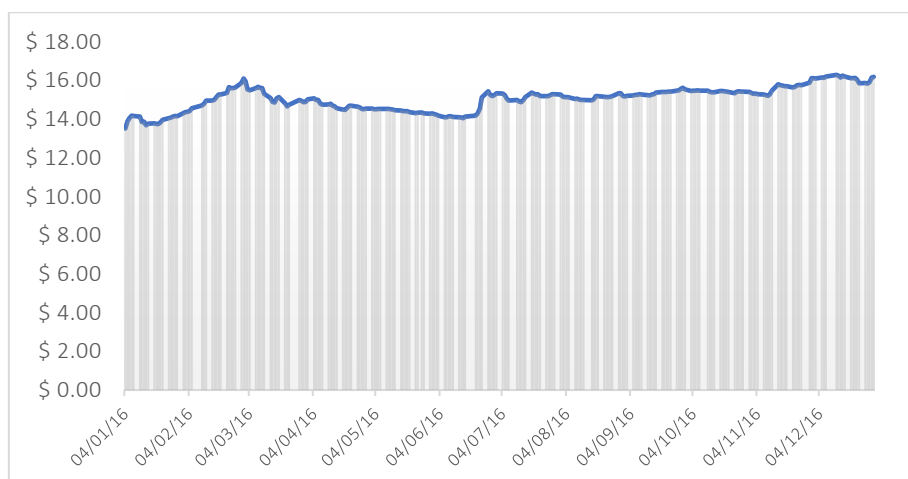


Fuente: European Central Bank | Statistics | ECB/Eurosystem policy and exchange rates

Tipo de cambio nominal y real

El tipo de cambio nominal representa el precio de una unidad de moneda extranjera expresado en unidades de moneda nacional. En términos simples, es una medida que facilita la comprensión del intercambio de dinero nacional por una unidad de moneda extranjera. Por otro lado, si se considera el nivel de precios de las naciones, el tipo de cambio real refleja el poder adquisitivo relativo de las monedas al ajustar su valor por la tasa inflacionaria de los respectivos países a los que hacen referencia ambas monedas. Este tipo de cambio se calcula multiplicando el tipo de cambio nominal por la relación entre el nivel de precios extranjero y el nivel de precios nacionales. Un ejemplo ilustrativo sería el siguiente: Supongamos que en Argentina un canasto de mimbre cuesta \$10.000, un escritorio en Estados Unidos cueste USD 80 y el tipo de cambio nominal sea de \$1.000 por dólar. El tipo de cambio real permite determinar la cantidad de canastos de mimbre que pueden adquirirse con el precio de un escritorio. Para ello, se deben convertir los pesos en dólares, lo que indica que el canasto de mimbre tiene un valor de USD 10 a un tipo de cambio \$1.000 por dólar. Supongamos que el precio de un escritorio es de USD 80 y el canasto de mimbre cuesta USD 10, el tipo de cambio real sería de 8 canastos de mimbre por silla de escritorio (Cfr. Pakin y Loría, 2010).

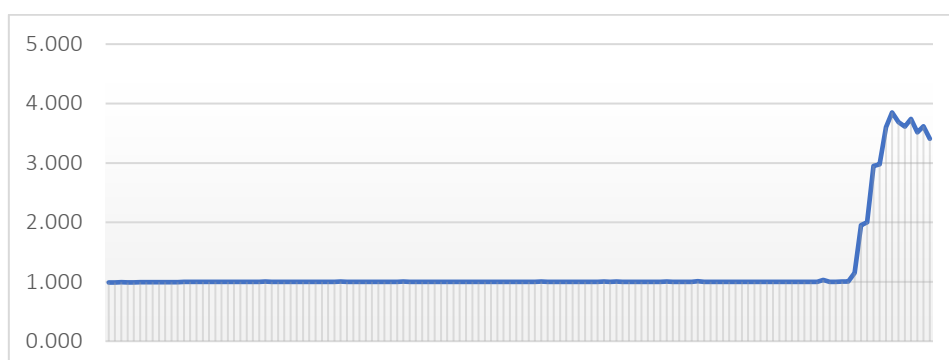
Gráfico 3. Variación del tipo de cambio nominal 2016



Tipo de cambio fijo y flexible

El sistema de tipo de cambio fijo refiere al establecimiento, por parte de la autoridad monetaria, de un valor fijo para su moneda en términos de una extranjera o de varias o, a lo sumo, tienen una gran extraordinaria capacidad de influir en él y que fluctúe entre ciertos valores, a lo que llamamos como tipo de cambio fijo, con flotación sucia. Para esto, es necesaria la intervención de la autoridad monetaria del país para comprar y vender su moneda en el mercado, ajustando su oferta para equilibrar la demanda y mantener el tipo de cambio de manera artificial. Por otro lado, si el valor de la moneda se determina por las libres fuerzas del mercado, tenemos un sistema de tipo de cambio flexible, con libre flotación donde la autoridad monetaria deja en manos del mercado el valor del tipo de cambio (Cfr. AA. VV., 2023).

Gráfico 4. Tipo de cambio oficial fijo 1992 - Tipo de cambio oficial flotante 2002



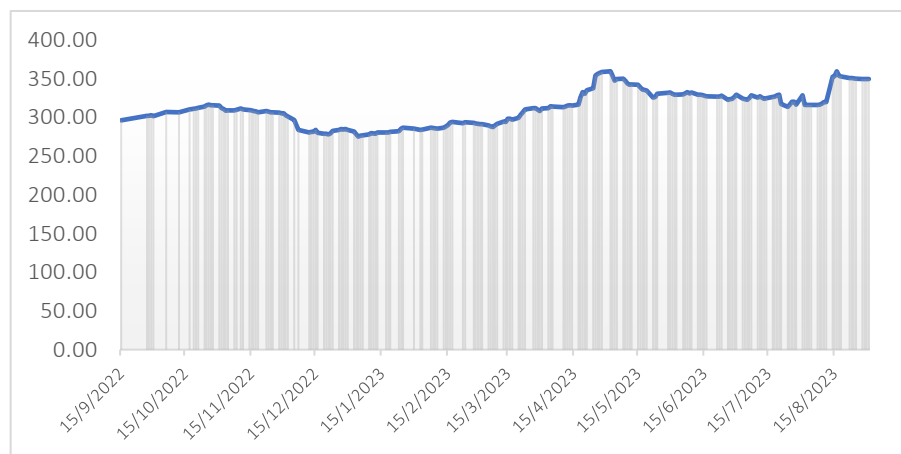
Fuente: Cotización histórica de monedas argentinas | Billetes argentinos

Tipo de cambio SPOT, a plazo y futuro

El tipo de cambio SPOT o al contado es cuando la transacción de divisas es inmediata, es decir que refiere a la liquidación en período corto. En cambio, el tipo de cambio forward (a plazo) o futuro se usa para transacciones futuras de divisas en una fecha determinada. Este tipo de contrato permite a las partes fijar el precio de la moneda en el futuro y protegerse contra posibles movimientos adversos en el tipo de cambio. La diferencia radica en que los futuros de divisas se negocian en mercados estandarizados y

regulados y los forwards de divisas se realizan en mercados Over The Counter no estandarizados (Cfr. Barrio, 2023).

Gráfico 5. Variación del futuro de dólar agosto 2023



Fuente: Centro de estadísticas de mercado MatbaRofex

Demanda y oferta de divisas

Demanda de divisas

La cantidad de moneda extranjera que las personas, jurídicas o humanas, públicas o privadas, requieren para llevar a cabo transacciones financieras son resultado de diversas actividades. En materia de comercio internacional las empresas nacionales requieren de divisas para poder pagarles a sus proveedores y así poder importar bienes extranjeros. En cuanto a inversiones, tanto las empresas como las personas individuales demandan moneda extranjera para costear la compra de ciertos activos, como CEDEAR's¹⁹ o bonos²⁰, o para costear sus gastos de alojamiento, transporte y comida, en viajes hacia el extranjero o para el pago de deudas en moneda extranjera. Además de utilizar al mercado de divisas con objetivos de necesidad, encontramos a operadores financieros que demandan divisas con el objetivo de obtener ganancias mediante la anticipación de movimientos futuros en los tipos de cambios, actividad conocida como especulación.

¹⁹ Un Certificado de Depósito Argentino es un instrumento emitido en Argentina que representa activos del exterior no listados en el país. *CEDEARS | Bolsas y Mercados Argentinos BYMA*

²⁰ Títulos que se negocian a través de un mercado. Éstos son emitidos por instituciones públicas o privadas en pos de financiar sus actividades. *Bonos | Enciclopedia Económica*

Cuadro 1. Ranking de monedas más demandadas a nivel global
(en miles de millones de dólares estadounidenses)

1	Dólar estadounidense	5,811
2	Euro	2,126
3	Yen japonés	1,108
4	Libra esterlina	843
5	Yuan chino	285
6	Dólar australiano	446
7	Dólar canadiense	332
8	Franco suizo	326
9	Dólar de Hong Kong	233
10	Dólar de Singapur	119
...	...	...
39	Peso argentino	1

Fuente: Statist | Global currencies | Market size

Al igual que la tradicional ley de demanda, si el tipo de cambio aumenta haciendo que una moneda se aprecie²¹, su cantidad demandada disminuye siempre y cuando *ceteris paribus*²².

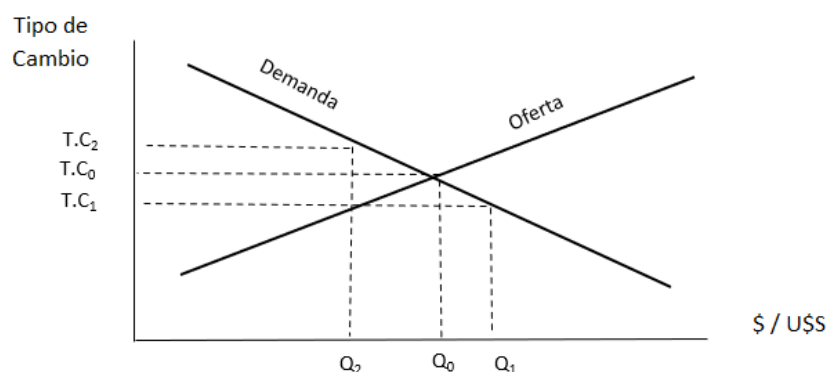
Como se muestra gráficamente a continuación, si el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el peso argentino aumenta, el peso argentino se aprecia provocando que los agentes económicos dolarizados tengan que entregar más cantidades de dólares para obtener la misma cantidad de pesos. Este encarecimiento desmotiva a los individuos, por lo que la cantidad demandada del peso tiende a disminuir. Por viceversa, si el tipo de cambio disminuye, el peso argentino se deprecia²³ provocando que los agentes económicos dolarizados tengan que entregar menos cantidades de dólares para obtener la misma cantidad de pesos. Este abaratamiento, motiva a los individuos por lo que la cantidad demandada del peso tiende a aumentar.

²¹ Refiere al aumento de valor de la moneda de un país con respecto a otra extranjera. *Apreciación de la moneda* | *Enciclopedia financiera*

²² El término se utiliza para exponer el impacto de una variable económica sobre otra cuando todos los demás factores que impactan sobre la última permanecen constantes. *El Diccionario* | *Economipedia*

²³ Refiere a la pérdida de valor de la moneda de un país con respecto a otra extranjera. *Depreciación de la moneda* | *Enciclopedia financiera*

Gráfico 6. Variación del tipo de cambio y su impacto en la cantidad demandada



Fuente: Elaboración propia en base a Parkin & Loría (2010)

Por otro lado, existen factores que impactan en la demanda de divisas, es decir que influyen directamente en la disposición general de los agentes económicos para adquirir divisas en un momento determinado independientemente del valor del tipo de cambio. Un factor destacable es la percepción de estabilidad local y la perspectiva que los agentes económicos tienen sobre los eventos, nacionales e internacionales, de índole económico, político y financiero, ya que estos factores impactan directamente en la percepción de riesgo. Si los ciudadanos poseen una percepción de inestabilidad local, lo más probable es que se vuelquen al mercado de divisas en busca de monedas más fuertes o activos denominados en divisas más fuertes en pos de proteger su riqueza de tal inestabilidad. Además, pueden provocar una fuga de capitales al trasladar sus activos financieros al extranjero en búsqueda de mayor seguridad, provocando así una disminución en la oferta de divisas en el mercado local. Ante tal percepción, los ciudadanos fugan sus ahorros al exterior y los extranjeros se encuentran desmotivados para volcar sus divisas en el país, lo que genera una reducción en la inversión. En consecuencia, un país que proporciona desconfianza a sus ciudadanos genera un mercado cambiario volátil ya que los mismos reaccionan ante eventos y noticias relacionados a tal inestabilidad provocando así fluctuaciones significativas en los tipos de cambio.

Las expectativas sobre cuestiones macroeconómicas, como el crecimiento económico, la inflación, el cambio de gobierno, entre otras variables, pueden generar aumentos en la cantidad demandada de moneda local en el presente disminuyendo la cantidad demandada en el futuro o viceversa. Por ejemplo, una política monetaria expansiva genera preocupaciones sobre el nivel inflacionario y debilita la moneda

nacional ya que su valor disminuye en términos de bienes y servicios locales. Por lo tanto, esta pérdida en el poder adquisitivo genera una preferencia por monedas extranjeras más estables que permitan evitar la pérdida de valor de sus ahorros. De esta manera, ante un contexto de inflación, las expectativas adaptativas²⁴ de los ciudadanos se enfoca en la continuidad de dicha inestabilidad macroeconómica haciendo que vuelquen sus ingresos a compras anticipadas de bienes y servicios ya que, según su perspectiva, los precios en la actualidad son más bajos de lo que serán en el futuro cercano. Por otro lado, la inflación, provoca que la competitividad en materia de comercio internacional decaiga ya que la inflación provoca el encarecimiento de los productos nacionales. Esto lleva al país a una posible reducción en las exportaciones, generando un menor ingreso de divisas en cuanto a comercio exterior, y a un posible aumento en las importaciones al ser los bienes extranjeros más baratos que los locales, generando un mayor egreso de divisas. En consecuencia, la inflación erosiona la demanda de moneda local al ritmo en que incrementa la demanda de monedas extranjeras fortalecidas.

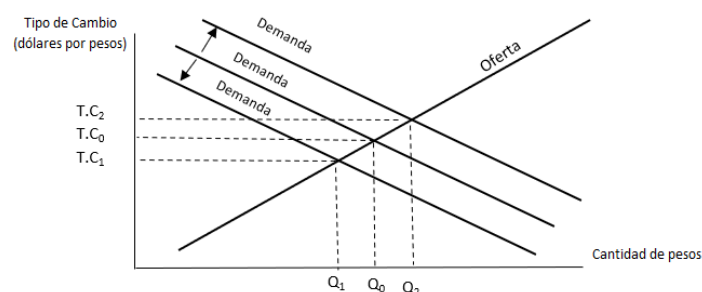
Otro factor importante es la política implementada por la autoridad gubernamental y monetaria del país. Por un lado, en materia de política monetaria, el Banco Central puede comprar moneda local de acuerdo con sus objetivos planteados. En este caso, la autoridad monetaria está aumentando la demanda de moneda local en el mercado cambiario. Este exceso de demanda puede generar presión al alza del tipo de cambio. Además, como en un principio se dejó asentado, la compra de una moneda provoca la venta de otra, por lo que, para comprar moneda local, la autoridad financiera tiene que aumentar la oferta de divisas.

Por otro lado, en materia de política fiscal, un aumento del gasto público financiado con la emisión de bonos, denominados en moneda extranjera, puede provocar un aumento en la demanda de divisas. La autoridad gubernamental debe pagar a los inversores en moneda extranjera, por lo que para cumplir con dichos pagos debe adquirir divisas en el mercado cambiario. De esta manera, aumenta la demanda de moneda extranjera, lo que puede provocar presión al alza sobre el tipo de cambio. En el caso de

²⁴ Son un concepto que se incluyen en análisis económicos que asume que las personas reaccionan y accionan según sus proyecciones en datos históricos, es decir que las expectativas que éstas tienen se basan en la experiencia pasada y se ajustan lentamente a lo largo del tiempo. En el contexto de inflación, las expectativas adaptativas provocan que las personas utilicen la inflación pasada como guía para predecir la inflación futura. *El Diccionario | Economipedia*

que los bonos estén denominados en moneda local, se genera un aumento en la demanda de moneda nacional.

Gráfico 7. Variación en la demanda y su impacto en el valor del tipo de cambio



Fuente: Elaboración propia en base a Parkin & Loría (2010)

Oferta de divisas

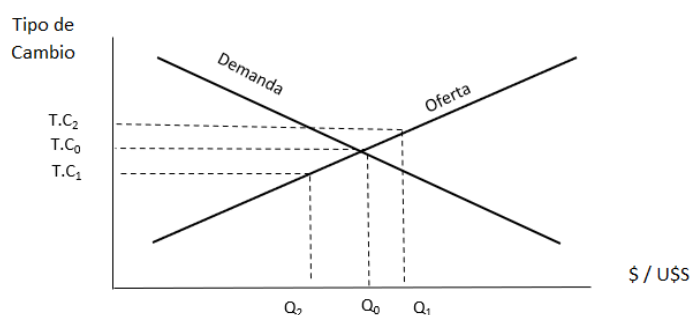
La oferta de divisas refiere a la cantidad de moneda extranjera que residentes de un país están dispuestos a vender en el mercado para poder adquirir otra moneda. La cantidad de moneda extranjera que las personas, jurídicas o humanas, públicas o privadas, requieren para llevar a cabo transacciones financieras son resultado de diversas actividades. En materia de comercio internacional se requieren vender monedas locales para poder adquirir monedas extranjeras y así costear los bienes importados. A través de la venta de moneda nacional se incrementa la oferta de la misma en el mercado. Por otro lado, cuando al país llegan inversiones desde el extranjero o turistas, se genera un flujo de ingreso en moneda extranjera que también contribuye a la oferta de divisas en el país. También podemos hablar de inversiones realizadas por residentes donde venden divisas para poder adquirir como contrapartida moneda nacional u otra moneda extranjera. Por otro lado, encontramos a inversionistas que especulan con los posibles movimientos que tendrán los tipos de cambios, por lo que contribuyen con la oferta de divisas en el mercado cambiario.

Al igual que la tradicional ley de oferta, si el tipo de cambio aumenta haciendo que una moneda se aprecie, su cantidad ofertada aumentará siempre y cuando *ceteris paribus*. Los agentes económicos estarán dispuestos a vender más cantidades de una

moneda a medida que su valor se incrementa ya que obtendrán a cambio más cantidades de otra moneda.

Como se muestra gráficamente a continuación, si el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el peso argentino aumenta, el peso argentino se debilitará provocando que los agentes económicos dolarizados tengan que entregar menos cantidades de dólares para obtener la misma cantidad de pesos. Este abaratamiento del peso argentino motiva a los individuos dolarizados, por lo que la cantidad ofertada de dólares estadounidense tenderá a aumentar. Por viceversa, si el tipo de cambio disminuye, el peso argentino se apreciará provocando que los agentes económicos dolarizados tengan que entregar más cantidades de dólares para obtener la misma cantidad de pesos. Este encarecimiento del peso argentino desmotiva a los individuos dolarizados, por lo que la cantidad ofertada de dólares tenderá a disminuir.

Gráfico 8. Variación del tipo de cambio y su impacto en la cantidad ofertada



Fuente: Elaboración propia en base a Parkin & Loría (2010)

Por otro lado, existen factores que impactan en la oferta de divisas, es decir que influyen directamente en la disposición general de los agentes económicos para vender divisas en un momento determinado independientemente del valor del tipo de cambio.

Uno de los factores más importantes son las reservas internacionales, es decir, la cantidad de monedas extranjeras y otros activos líquidos que se mantienen como respaldo para asegurar la estabilidad económica y financiera de la nación. Estas reservas se utilizan para intervenir en el mercado cambiario con el propósito de estabilizar el valor de la moneda nacional o también pueden ayudar a garantizar que el país cumpla con sus obligaciones de pago como deudas externas o importaciones, entre otras funciones. Por ejemplo, la autoridad financiera de un país, como es el caso del Banco Central de la República Argentina, puede vender dólares estadounidenses en el mercado de divisas

haciendo que la oferta de dólares estadounidenses en el país aumente, por lo que la demanda de dólares puede tender a disminuir ya que el banco central está proporcionando más dólares al mercado, lo que debería ejercer presión a la baja sobre el tipo de cambio del dólar respecto al peso. Esta estrategia se utiliza con el fin de estabilizar o fortalecer el valor del peso argentino. Sin embargo, puede ocurrir lo contrario. En el caso de que la autoridad financiera del país decida comprar dólares estadounidenses en el mercado de divisas, lo que busca es debilitar al peso argentino ya que para comprar divisa necesita retirar pesos argentinos del mercado reduciendo la oferta de la moneda nacional. De esta manera, la demanda de dólares puede aumentar ya que el banco central los está retirando del mercado, lo que podría ejercer presión al alza sobre el tipo de cambio del dólar respecto al peso. La intervención de esta índole puede explicarse cuando se intenta evitar la pérdida de competitividad en materia internacional ante una posible apreciación de la moneda nacional de manera excesiva, es por eso que se decide debilitar a la moneda de curso legal.

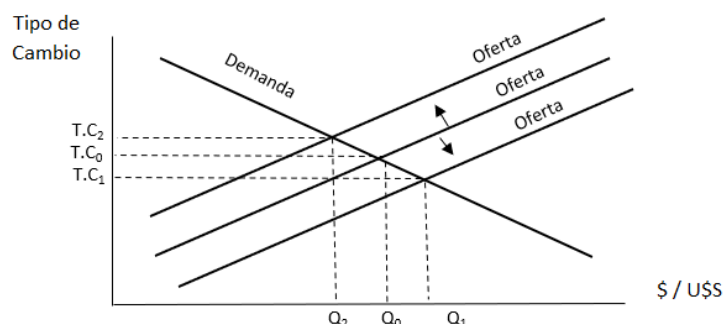
Por otro lado, cuando hablamos de la balanza comercial de un país sabemos que podemos tener un valor positivo o negativo de la misma. En el caso de que las exportaciones superen las importaciones nos encontraremos ante un superávit comercial el cual explica que al país le están ingresando más cantidades de moneda extranjera de lo que se está usando para costear las importaciones, por lo que la oferta de dólares estadounidenses en el mercado de divisas local aumentaría. En el caso contrario donde nos encontremos antes un déficit comercial, tendremos una disminución en la oferta de dólares estadounidenses ya que se requieren más cantidades de moneda extranjera para costear el valor de las importaciones que estarían superando los ingresos recibidos a través de las exportaciones.

Las expectativas que poseen los inversores sobre el futuro político y económico de un país pueden generar cambios significativos en la oferta de divisas tanto en el presente como en el futuro. En el caso de que la expectativa sea positiva y se proyecte datos macroeconómicos tales como estabilidad política y crecimiento económico, los inversores pueden tender a comprar más cantidades de moneda local para invertir en activos nacionales²⁵ haciendo que la oferta de moneda local disminuya. Sucede lo

²⁵ Las expectativas positivas de los agentes económicos hacen que sientan más confianza en cuanto a la estabilidad política y en cuanto a un menor riesgo cambiario, ambos factores decisivos para realizar inversiones en activos nacionales. Si vamos al plano de lo internacional, las expectativas sobre crecimiento y estabilidad atrae inversores extranjeros para aprovechar oportunidades de inversión.

contrario si la expectativa es negativa ya que los inversores tenderán a vender moneda nacional para cambiarla por una moneda extranjera más fuerte aumentando así la oferta de moneda local.

Gráfico 9. Variación en la oferta y su impacto en el valor del tipo de cambio



Fuente: Elaboración propia en base a Parkin & Loría (2010)

Spread

Ante un estudio de equilibrio de mercado, tradicionalmente sabemos que los precios, tanto de compra como de venta, tienden a igualarse. Sin embargo, la realidad económica del mercado Forex es algo más compleja. Entre el precio de venta, denominado “Ask Price”, al cual el mercado permite comprar divisas, y el precio de compra, denominado “Bid Price”, al cual el mercado permite vender divisas, existe una diferencia llamada “spread” (Tener en cuenta que el inversor se debe posicionar en el precio de la operatoria inversa a la que quiere realizar). Por cuestiones de arbitraje, el precio al cual se puede comprar “Ask Price” es mayor al precio al cual se puede vender “Bid price”, por lo que el inversor comienza a operar en el mercado con desventaja. Este spread incide en el coste de la operatoria ya que, a mayor diferencia entre ambos precios, mayor coste de transacción y menor liquidez del valor habrá, por lo que se considera que existe un mayor riesgo para operar. De esta manera, es una variable por considerar en el caso de que se quiera operar en el mercado de divisas ya que posee la capacidad de proporcionar información sobre la eficiencia de los mercados, los costos de transacción y el riesgo asociado al activo financiero.

Usualmente los brokers²⁶ establecen su comisión de operatoria dentro del spread como un valor fijo el cual no variará a pesar de las fluctuaciones del mercado o como un valor variable. Por ejemplo, si el tipo de cambio peso sobre dólar se hallaba en los siguientes valores: Bid Price: \$190.69 – Ask Price: \$198.69. Esto nos da un Spread de 8 (198.69 – 190.69). En el caso de que se hayan comprado USD 1.000, el costo total de transacción dado por el spread, es de USD 1.000 por 8, lo que equivale a un total de \$8.000. Esos \$8.000 representan el costo de oportunidad de operar ante esa cotización.

Terminologías

Devaluación y revaluación

El fenómeno "devaluación" ocurre cuando la autoridad monetaria de un país decide reducir el valor de la moneda nacional en relación con otra moneda extranjera. Esto hace que la moneda de curso legal se vuelva menos valiosa en términos relativos frente a la moneda extranjera, es decir que se vuelve más barata por lo que con la misma cantidad de moneda extranjera se puede costear la compra de más cantidades de monedas nacionales o, lo que es lo mismo decir que con un dólar estadounidense podrías comprar más pesos argentinos en caso de que se devaluara esta última moneda.

No ocurre lo mismo en caso de una "revaluación" ya que este fenómeno ocurre cuando la autoridad monetaria aumenta el valor de la moneda nacional en relación con otras monedas haciendo que se vuelva más valiosa en términos relativos. De esta manera se encarecería la moneda de curso legal haciendo que con la misma cantidad de moneda extranjera se comprasen menos cantidades de moneda nacional, o lo que es lo mismo decir que con un dólar estadounidense se podrían costear menos unidades de pesos argentinos en caso de que se revaluara esta última moneda.

Depreciación y apreciación

Cuando hablamos de depreciación o apreciación tendemos a confundirnos con los términos "devaluación" y "revaluación". Mientras la devaluación o la revaluación sucede gracias a la decisión que toma la autoridad monetaria nacional, el fenómeno de la depreciación y apreciación sucede gracias a las fuerzas que se reflejan en los mercados,

²⁶ Es una empresa que intermedia en la compraventa de productos financieros a cambio del cobro de una comisión por brindar su servicio. *El diccionario | Economipedia*

por lo que podríamos decir que es un fenómeno más natural ya que no implica un control deliberado por parte de la autoridad monetaria. De esta manera, una depreciación se produce cuando el valor de una moneda disminuye debido a factores como inflación, incertidumbre cambiaria o política, contexto bélico internacional, etc. Esto genera que la moneda se debilite en términos relativos frente a otras monedas. Por otro lado, una apreciación ocurre cuando el valor de una moneda aumenta debido a factores como confianza política, estabilidad macroeconómica, equilibrio fiscal, etc. Este fenómeno genera que la moneda se vuelva más fuerte en términos relativos frente a otras monedas.

Capítulo 2. RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

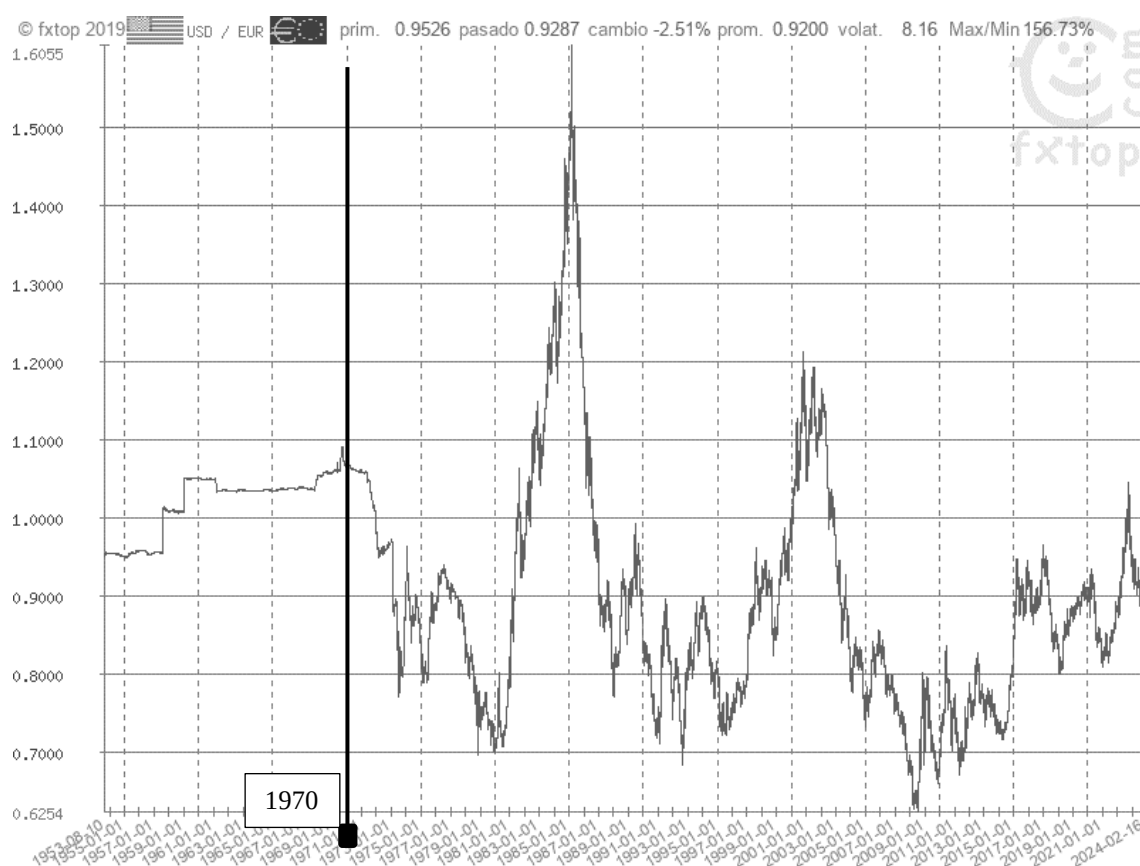
Introducción

A lo largo de la historia, las operaciones internacionales han sido un factor clave en el desarrollo económico, político y cultural de las naciones. Desde la antigüedad, las civilizaciones han participado en el intercambio de bienes, servicios, conocimientos y culturas, sentando las bases de una sociedad global interconectada. Esta relevancia se mantiene en el presente, en un entorno contemporáneo marcado por la creciente interdependencia entre los países. En este contexto, las decisiones y eventos a nivel nacional pueden tener repercusiones significativas a escala global. En virtud de su creciente relevancia, las operaciones internacionales han adquirido una importancia cada vez más destacada. Como resultado, se destaca la significativa importancia de los tipos de cambio y su correspondiente volatilidad.

Los sistemas monetarios a lo largo de la historia han variado de acuerdo con la época y la región geográfica. Desde el trueque hasta la adopción de metales preciosos como base para los sistemas monetarios dando origen primeramente al patrón plata, donde dicho metal se utilizaba para respaldar el valor de las monedas que circulaban por Europa, y luego al patrón oro del siglo XIX, donde se vinculaba el valor de la moneda al oro para proporcionar estabilidad y confianza en el sistema financiero internacional. A partir del siglo XX comienzan a aparecer los sistemas monetarios basados en la gestión del valor de los tipos de cambio dando origen al Sistema Bretton Woods. Este sistema propuso que el dólar estadounidense fuera reserva de moneda legal a nivel mundial y, a su vez, esta moneda se respaldara por el oro y se vinculara a otras monedas con tasas de tipo de cambio fijas. Sin embargo, con el colapso de este sistema en la década de 1970 se crea un punto de inflexión en la historia económica-financiera mundial. Desde entonces, las tasas de cambio comenzaron a ser determinadas por los mercados dando origen a los tipos de cambio flotantes (Cfr. Comín, 2011).

Esta breve mirada a la historia financiera y de acuerdo con los distintos análisis que se han hecho sobre la evolución de precios de las mercancías, el valor de las tasas de interés y de los tipos de cambio, se muestra cómo el mundo se ha vuelto más arriesgado con el tiempo, especialmente después del declive del Sistema Bretton Woods (Cfr. Jaffe Westerfield, R. 2000).

Gráfico 10. Evolución histórica del tipo de cambio USD/EUR



Fuente: Cotizaciones históricas | fxtop

Definición

Steven Jorge Pedrosa define al riesgo de cambio como la potencial pérdida que se puede generar como consecuencia de las fluctuaciones del valor de las divisas en un momento determinado, el cual puede arrojar una ganancia o una pérdida financiera.

La posibilidad de obtener pérdidas financieras dado a movimientos desfavorables en los tipos de cambio no solo afecta a aquellas personas, jurídicas o humanas, que se encuentran operando en los mercados, sino que afecta a cada individuo dentro de la sociedad dado el impacto directo o indirecto que produce esta variación sobre la economía global y, por ende, la vida cotidiana de los ciudadanos.

Implicaciones económicas y financieras

La fluctuación en los tipos de cambio incide directamente en los precios de los productos importados. En el contexto de Argentina, se observa que los precios de

productos esenciales, como el petróleo y algunas materias primas, están denominados en dólares estadounidenses. Por consiguiente, cualquier variación en el tipo de cambio ejerce una influencia directa sobre los precios de dichos insumos, lo que repercute en la estructura de costos de las empresas nacionales. Por lo tanto, si las empresas enfrentan mayores costos para importar materias primas o bienes de capital, pueden llevar a recortes en la producción o incluso a despidos de personal. Este conflicto, que surge inicialmente con el aumento generalizado de los insumos de las empresas nacionales y que finalmente se traslada a un aumento en los precios finales de los productos que dichas empresas fabrican, se puede transformar en inflación. El tipo de inflación de costos genera presión sindical para que los salarios aumenten, con el fin de compensar la pérdida de poder adquisitivo. De materializarse esta situación, afectaría aún más la rentabilidad de las empresas y su capacidad para mantener el mismo nivel de empleo.

En adición, en el caso de que agentes económicos se encuentren inmersos en un entorno caracterizado por una volatilidad persistente en el tipo de cambio, comienza a generarse expectativas²⁷ inflacionarias tanto en el sector empresarial como entre los consumidores. Cuando los ciudadanos internalizan una percepción donde la moneda nacional experimenta fluctuaciones recurrentes, comenzarán a anticipar aumentos en los precios de los bienes y servicios, dando lugar a un comportamiento particular donde anticiparán compras e indexarán salarios y contratos en función a la inflación esperada. Esta cadena de sucesos, sin duda, alimentaría el proceso inflacionario.

La volatilidad en el tipo de cambio genera dificultades en la planificación presupuestaria tanto a nivel gubernamental como a nivel doméstico y empresarial. Si el tipo de cambio fluctúa ampliamente, se torna difícil poder prever los ingresos y gastos futuros con precisión. Este tipo de volatilidad representa un desafío significativo para la implementación efectiva de políticas económicas a mediano y largo plazo en el sector público. Los cambios repentinos y pronunciados en el tipo de cambio pueden desencadenar una serie de efectos negativos en la economía, lo que dificulta la planificación y ejecución coherente de políticas fiscales y monetarias. En este sentido, los gobiernos se enfrentan a la necesidad de realizar ajustes rápidos y a menudo drásticos

²⁷ La teoría de las expectativas es toda aquella hipótesis que intenta explicar cómo los agentes económicos formulan sus estimados respecto a determinadas variables económicas. Las principales teorías son la adaptativa, la cual asume que los consumidores estiman la inflación futura en función de datos del pasado, y la racional, la cual asume que los individuos formulan sus estimados tomando como referencia toda la información disponible. *El diccionario | Economipedia*

para estabilizar la economía y mitigar los impactos adversos en el crecimiento económico y el empleo. A nivel fiscal, las fluctuaciones en el tipo de cambio alteran los ingresos fiscales provenientes del comercio, así como los costos de deuda externa denominada en moneda extranjera.

Cuando nos adentramos en el ámbito del sector privado empresarial, la volatilidad en el tipo de cambio no solo incide en los costos de producción, sino que también desencadena una serie de efectos que influyen en las decisiones estratégicas de las empresas. La incertidumbre generada por la volatilidad cambiaria provoca que las empresas sean más reacias a realizar inversiones a mediano y largo plazo o a expandirse hacia nuevos mercados. Esta reticencia para invertir está arraigada a la falta de certeza respecto a los costos e ingresos futuros. La imprevisibilidad asociada con los cambios bruscos en el tipo de cambio dificulta la capacidad de las empresas para proyectar con precisión sus costos de producción, precios de venta y márgenes de ganancia. Como resultado, las empresas suelen postergar decisiones de inversión estratégica hasta que exista un entorno de estabilidad económica y cambiario. Esta postergación puede tener repercusiones negativas en el crecimiento y la competitividad de la empresa a largo plazo. Además, la aversión a la pérdida²⁸ inducida por la volatilidad cambiaria puede inhibir la innovación y la adopción de nuevas tecnologías generando un posible retraso tecnológico y dando lugar al crecimiento de los competidores.

Cuando nos referimos al sector doméstico, la volatilidad en el tipo de cambio ejerce un impacto significativo sobre los ingresos y la capacidad adquisitiva de los hogares. La pérdida de poder adquisitivo resultante de la depreciación de la moneda nacional conlleva a una reducción en el nivel de vida de los hogares, dado el aumento en el costo de bienes y servicios básicos. Esta situación puede desencadenar una serie de efectos negativos en la economía doméstica, como la disminución del consumo, el ajuste en el gasto familiar y la restricción en el acceso a bienes y servicios esenciales. Además, la incertidumbre²⁹

²⁸ La teoría de las perspectivas desarrollada en 1979 por Kahneman y Tversky exponen que la aversión a la pérdida constituye un fenómeno psicológico en el cual los individuos otorgan mayor valor a la prevención de una pérdida que a la obtención de una ganancia equiparable. Este fenómeno ejerce una influencia significativa en las decisiones de naturaleza económica y financiera, induciendo a las personas a adoptar posturas más conservadoras y a eludir riesgos que potencialmente puedan desembocar en pérdidas, aun en presencia de posibilidades de ganancia.

²⁹ “La incertidumbre está vinculada inexorablemente tanto a la economía como a la vida, esta induce a los organismos a responder frente a las variaciones frecuentes de su entorno, a crear conjeturas o creencias que les permitan estimar oportunidades futuras y prever resultados desconocidos. En ocasiones el individuo debe explorar una nueva situación frente a la que no posee ningún tipo particular de información –

generada por la volatilidad cambiaria puede influir en las decisiones de ahorro e inversión. La percepción de un riesgo de depreciación de la moneda nacional puede provocar que los hogares adopten una postura más conservadora respecto a sus decisiones financieras. En lugar de ahorrar en moneda nacional, los ciudadanos pueden optar por canalizar sus ahorros hacia activos más seguros y estables, como los que se encuentran denominados por moneda extranjera. Esta preferencia por activos denominados en moneda extranjera puede desencadenar una mayor demanda de divisas y, en consecuencia, contribuir a una mayor volatilidad en el tipo de cambio.

En conclusión, la incertidumbre cambiaria puede tener un efecto paralizante en la economía limitando la capacidad de ahorro nacional y doméstico y limitando la capacidad de planificación. La falta de certeza sobre el valor futuro de la moneda nacional puede generar inseguridad y ansiedad entre los ciudadanos, lo que a su vez puede afectar negativamente su bienestar financiero y su calidad de vida en general.

Análisis del riesgo

El riesgo se define como la incertidumbre asociada con la evolución y el desenlace de un evento específico, mientras que la volatilidad describe la magnitud de los cambios que ocurren en un periodo de tiempo determinado. De esta manera, la volatilidad proporciona una indicación de la potencial incertidumbre del resultado; cuanto mayor sea la volatilidad, mayor será la incertidumbre. En síntesis, el riesgo implica la falta de certeza sobre los resultados futuros, mientras que la volatilidad señala la amplitud de los posibles cambios. La comprensión de estos conceptos es fundamental para tomar decisiones informadas, especialmente en el ámbito financiero y de inversiones (Llamas, J. 2024. Economipedia).

Para evaluar el riesgo vinculado al tipo de cambio, expertos financieros y analistas recurren a una amplia gama de métodos y modelos, cada uno con sus propias ventajas y desafíos particulares. Entre estos, destaca el análisis técnico como uno de los enfoques más frecuentes. Este método se sustenta en un meticuloso examen de los patrones y las tendencias históricas de los tipos de cambio, utilizando datos pasados para proyectar posibles movimientos futuros. Los analistas emplean gráficos y diversas herramientas estadísticas para detectar y analizar patrones, identificando puntos críticos y

incertidumbre epistemológica – o en otras ocasiones su entorno cambia frecuentemente – incertidumbre estocástica.” (Hernández Preciado, 2018, p. 6).

oportunidades potenciales de transacción de divisas. El análisis técnico busca proporcionar una comprensión más profunda de la dinámica del mercado, permitiendo la toma de decisiones fundamentadas para manejar el riesgo asociado a las fluctuaciones en los tipos de cambio. Por otro lado, los profesionales suelen utilizar al análisis fundamental, el cual es un método que se enfoca en factores macroeconómicos como tasas de interés, inflación, balanza comercial y políticas monetarias. Estos factores afectan la oferta y demanda de una moneda en el mercado de divisas, por lo que el objetivo es determinar el valor intrínseco de una moneda y predecir su evolución futura (Ruiz, R. 2024. Seguros & Finanzas).

Administración del riesgo

Existen diversas técnicas que permiten reducir el riesgo financiero que enfrenta un agente económico. A dicha actividad se la llama cobertura³⁰. Con frecuencia, cuando una persona humana o jurídica, busca mitigar un riesgo específico, se enfrenta a la dificultad de abordarlo directamente. De esta manera, se suele recurrir a la ingeniería financiera, una disciplina dedicada a la aplicación de procesos de desarrollo e innovación que conducen a la optimización, gestión y mejora de técnicas relacionadas con el ámbito financiero. Para emplear este tipo de ingeniería, el administrador financiero utiliza una variedad de instrumentos financieros disponibles en el mercado. La gestión del riesgo implica típicamente la creación de nuevos derivados financieros o la utilización de los existentes de manera conjunta, con el fin de alcanzar un objetivo específico que no podría lograrse mediante su uso individual (Jaffe Westerfield, R. 2000).

Para la gestión efectiva del riesgo, se debe realizar la elaboración de dos tipos de perfiles. Uno de estos se concentra en la caracterización del riesgo mismo, mientras que el otro se centra en el perfil del inversor.

Perfil de riesgo

Es una herramienta que facilita la identificación y cuantificación de las amenazas que confronta un agente económico. Específicamente, es empleada por las organizaciones de acuerdo con sus objetivos deseados y su capacidad de gestión de riesgos. Consiste en una descripción detallada de los tipos y niveles de riesgo a los que se expone dicho agente, lo que proporciona una visión general de los riesgos financieros que pueden impactar en

³⁰ Reducción de la exposición de una empresa a fluctuaciones en precios o tasas de interés. (Jaffe Westerfield, R. 2000)

la trayectoria y perspectivas de dicha entidad. Para llevar a cabo este proceso, es fundamental en primer lugar elaborar un listado exhaustivo de los riesgos específicos a los que la entidad podría enfrentarse, junto con su correspondiente horizonte temporal³¹. Luego se debe evaluar la probabilidad³² de que estos ocurran. Con frecuencia se recurre a la utilización de la estadística, en particular a la teoría de la probabilidad, dado que cotidianamente nos enfrentamos a la toma de decisiones cuyos resultados yacen en el ámbito de lo desconocido. Ante la incertidumbre inherente al proceso decisional, posee relevancia evaluar de manera científica todos los riesgos implicados. Esta área de la estadística es una herramienta eficiente para dicha actividad dado a que su aplicación permite a los agentes económicos, aun con información limitada, analizar los riesgos y reducirlos al mínimo (Cfr. Lind, D. & Marchal, W. & Wathen, S. 2012). Posteriormente, es importante analizar el potencial impacto financiero que cada amenaza podría conllevar en el caso de materializarse, así como la tolerancia al riesgo que la entidad esté dispuesta a asumir, en consonancia con su capacidad y objetivos (perfil del inversor). En última instancia, se hace necesario describir las estrategias que se llevarán a cabo para gestionar o mitigar los riesgos previamente identificados (Jaffe Westerfield, R. 2000).

Perfil del inversor

Se trata de una herramienta que posibilita la caracterización de los agentes económicos en función de sus objetivos, preferencias financieras y nivel de tolerancia al riesgo al momento de efectuar inversiones. La determinación del perfil del inversor es primordial en el proceso de construcción de una cartera de inversiones³³ equilibrada y adaptada a las necesidades y circunstancias particulares de cada agente económico. Al realizar dicho perfilamiento se pueden identificar ciertos rasgos característicos de la persona que permiten seleccionar un conjunto de activos financieros y armar estrategias específicas que lleven a armar y diversificar³⁴ la cartera de inversiones del mismo.

Existen varios aspectos que deben considerarse al elaborar un perfil de este tipo. En primer lugar, es necesario determinar el horizonte temporal durante el cual el inversor

³¹ Se debe considerar el período de tiempo durante el cual dichos riesgos podrían influir en la entidad, dividiéndolo en categorías que abarquen el corto, mediano y largo plazo.

³² Es la incertidumbre asociada a un evento o conjunto de ellos.

³³ Combinación de activos financieros en los cuales se invierte con el objetivo de generar una plusvalía. *El diccionario | Economipedia*

³⁴ Estrategia que consiste en distribuir el capital inicial en diferentes tipos de instrumentos financieros y sectores económicos. De esta manera, al tener un portafolio de inversión diversificado, se reduce el riesgo total de tener una cartera que esté expuesta totalmente a un solo activo o sector.

tiene la intención de mantener sus inversiones, en consonancia con sus objetivos específicos a alcanzar mediante dichas inversiones. Además, se debe evaluar el nivel de comprensión, conocimiento y experiencia en el mundo financiero. Por último, es crucial destacar la disposición del inversor para tolerar posibles pérdidas en su cartera de inversiones, ya que algunos buscan mayores rendimientos asumiendo mayores riesgos, mientras que otros prefieren proteger su patrimonio y adoptar una postura más conservadora.

En la teoría se denomina *inversor conservador* a aquel que prioriza la seguridad. Su objetivo es rentabilizar su capital sin exponerlo al riesgo. De esta manera, suele escoger activos de renta fija y aquellos que sean muy líquidos. Por otro lado, el *inversor moderado* se caracteriza por estar dispuesto a aceptar cierto nivel de incertidumbre y riesgo en concordancia con la rentabilidad buscada. Es así como diversifica su cartera de inversiones tal que la mayor parte de su capital se invierte en instrumentos de renta fija y otra pequeña-mediana parte en instrumentos de renta variable. Finalmente, se denomina *inversor agresivo* a aquel que opta por exponerse a altos niveles de incertidumbre para poder maximizar los rendimientos a largo plazo. Se caracteriza por estar dispuesto a buscar oportunidades de alto crecimiento asumiendo riesgos significativos. Busca colocar su capital en activos mayormente de renta variable.

Capítulo 3 MERCADO A TÉRMINO

Antecedente histórico

Cuando nos referimos a los contratos de futuros, su antecedente se remonta a Japón en 1697 donde los señores feudales debían residir, obligadamente, en la ciudad de Edo (actual Tokio), sede de unidad gubernamental. El problema se hallaba en el hecho de que éstos eran obligados a cumplir con ciertos gastos extraordinarios orientados a proporcionar mayor prestigio al Imperio. Con el objetivo de enfrentar esta dificultad, comenzaron a emitir tickets (certificados de depósitos). Éstos certificaban la entrega futura de la producción, ya sea de manera total o parcial, de la siguiente campaña a un precio cerrado. Como contrapartida, los comerciantes y mercaderes anticipaban dicha cantidad de dinero pactada entre ambas partes. Con el tiempo, los mercaderes comenzaron a incurrir en la venta de tickets y en el mundo del crédito, por lo que muchos comerciantes comenzaron a volverse adinerados. Uno de ellos, fue Yodoya, el cual dominó todo el comercio de arroz en Osaka. Su casa se volvió lugar de concentración para muchos comerciantes donde intercambian información y mercadería. El precio que se establecía en su casa se volvió el prevaleciente en toda la ciudad. Al acrecentarse en tamaño e importancia, su casa fue trasladada a Dojima donde se transformó en el “Mercado de arroz de Dojima” el cual permitía transacciones a futuro. En 1730 el Imperio legalizó a dicho mercado (Cfr. Fisanotti, 2014).

A medida que se expandieron las redes de transporte y comunicación esta modalidad comenzó a ser común por Europa y los Estados Unidos. Los factores principales por el cual surgen estas modalidades de negocio fueron, por un lado, el exceso de oferta en períodos de cosecha que provocaba una variabilidad elevada del precio de los productos³⁵ agrícolas y, por otro lado, los reiterados incumplimientos de acuerdos comerciales entre las partes involucradas.

Un grupo de empresarios decidió en 1848 fundar CBOT “Chicago Board Of Trade”, la primera bolsa de comercio de futuros del mundo hallada en el corazón de las tierras de cultivo del Medio Oeste de los Estados Unidos. Inicialmente se lo vinculó a operatorias sobre productos agropecuarios, pero a partir de 1975 se expandió a los

³⁵ Durante la temporada de cosecha, la abundancia de producto que se vuelca en el mercado (exceso de oferta) presiona los precios a la baja, mientras que, en temporadas bajas, la escasez de producto presiona los precios al alza.

instrumentos financieros comenzando a operar contratos de futuros sobre bonos del tesoro de los Estados Unidos. Actualmente, “Chicago Board Of Trade” forma parte de CME Group y es el mercado de mayor volumen a nivel internacional. Estos contratos fueron ganando popularidad, por lo que en 1859 fue autorizado legalmente para actuar como agente de medición, pesaje e inspección de granos. Gracias a esta autorización gubernamental, comenzaron a estandarizarse los contratos³⁶. Pocos años después “Chicago Board Of Trade” oficializó la negociación de contratos estandarizados y estableció los márgenes como requisitos para operar y garantizar el cumplimiento de las transacciones dentro de sus recintos (Cfr. Biolatto, 2001).

Las necesidades de los agentes económicos se fueron modificando año tras año y junto con ellos, se fue readaptando un mercado financiero en constante cambio para atender a dichas necesidades. Así es como a mediados del siglo XIX se empezaron a negociar opciones sobre acciones en la bolsa de valores de los Estados Unidos; sin embargo, estos tipos de contratos se negociaban *over the counter*³⁷. No fue hasta los años 70’ que se estableció “Chicago Board Options Exchange” como primera bolsa de opciones en los Estados Unidos. Actualmente, las opciones financieras son parte integral de los mercados financieros globales

La necesidad de un mercado de futuros y opciones comenzó a ser evidente en Argentina a medida que el sector agrícola experimentaba un crecimiento exponencial y, a su vez, los productores agropecuarios enfrentaban mayores riesgos ante la volatilidad de los precios de los productos. Así es como en 1907, un grupo de empresarios y representantes de dicho sector se unió para fundar Mercado a Término de Buenos Aires “MATBA”, el primer mercado establecido en América Latina que comenzó a negociar contratos de futuros sobre productos agrícolas. Dicho mercado fue pilar en el desarrollo del sector agrícola y financiero argentino al proporcionar una plataforma confiable para administrar los riesgos causados por la volatilidad de los precios, educación financiera y formación de profesionales en el área de instrumentos derivados.

³⁶ La estandarización de contratos es un proceso mediante el cual los mismos siguen un conjunto de términos o condiciones predefinidas con el objetivo de simplificar y agilizar las transacciones, especialmente en situaciones en las que las partes involucradas tienen acuerdos similares. Cuando nos referimos a los contratos de futuros, el tamaño del contrato, la fecha de vencimiento, el activo subyacente, el método de liquidación y otros detalles importantes, son las características que se encuentran preestablecidas, quedando el precio como única característica a negociar entre las partes.

³⁷ Es un mercado extrabursátil y descentralizado donde las partes se hallan para negociar con libertad cualquier acuerdo que les sea mutuamente atractivo.

Años más tardes, en 1988, se funda el mercado Rosario Futures Exchange “ROFEX”. Este se especializó en el sector agropecuario al igual que el MATBA. Su sede fundacional se halló en la ciudad de Rosario, provincia de Santa Fe, ubicación geográfica donde se halla el centro de producción y exportación de granos en Argentina. Sin embargo, a lo largo de los años, el ROFEX amplió su gama de productos al incluir productos financieros, lo que le otorgó mayor diversificación y, por ende, mayor atractivo para los inversores.

En 2019 se decide fundar el mercado “Grupo MATBA ROFEX” a partir de la fusión del “Mercado a Término de Buenos Aires” y “Rosario Futures Exchange”. Esta creación fortaleció la posición del país Argentina en el ámbito financiero y agrícola a nivel global ya que no solo fusionó dos mercados de futuros importantes creando un mercado más amplio y diversificado, sino que provocó mayor transparencia, eficiencia y otorgó mayor liquidez³⁸, lo que atrajo mayores inversores nacionales y extranjeros. Por otro lado, Argentina es uno de los países principales como exportador de productos agrícolas. La existencia de un fuerte mercado de futuros proporciona un mecanismo eficiente para que los comerciantes y las empresas relacionadas a este sector primordial de la economía puedan gestionar el riesgo de la volatilidad de los precios ayudando a consolidar la posición del país como referencia global en la comercialización de productos agrícolas y commodities.

Cuadro 2. Ranking mundial de Mercados globales respecto al volumen anual de operaciones con derivados

Puesto	Mercado	Vol. 2021	Vol. 2021
1	National Stock Exchange of India	17.255.329.463	38.113.511.047
2	B3	8.755.733.393	8.755.733.393
3	Chicago Mercantile Exchange	2.465.272.592	3.262.940.800
4	Borsa Istanbul	2.081.042.040	2.726.889.885
5	Chengzhou Commodity Exchange	2.582.227.206	2.397.600.933
6	Dalian Commodity Exchange	2.364.418.367	2.275.200.779
7	Korea Exchange	2.281.738.234	2.058.222.218
8	Eurex	1.726.343.666	1.955.730.332
9	Chicago Borad Of Trade	1.788.119.184	1.942.440.419

³⁸ La fusión resultó en una mayor liquidez en los productos financieros ofrecidos en el mercado, lo que es crucial para la atracción de inversores y comerciantes ya que asegura mayor facilidad de entrada y salida de operaciones, lo que, a su vez, hace que el mercado se vuelva atractivo a nivel global.

10	Shanghai Futures Exchange	2.370.541.568	1.823.278.251
...	...	...	...
31	Matba - Rofex	129.544.714	299.732.436

Fuente: Elaboración propia en base a Future Industry Association (FIA) | Volumen by Exchange

Contratos derivados

Cuando hablamos de contratos derivados referimos a un acuerdo realizado entre partes cuyo valor deriva del precio de un activo subyacente³⁹. Específicamente, son contratos que otorgan derechos y/u obligaciones para comprar o vender dichos activos en una fecha futura determinada y a un precio pactado. Existen distintos tipos de contratos derivados: forwards, futuros, opciones y swaps. Sin embargo, para el desarrollo de la presente investigación solo se hará hincapié en los contratos de futuros (Cfr. Westerfield, 2000).

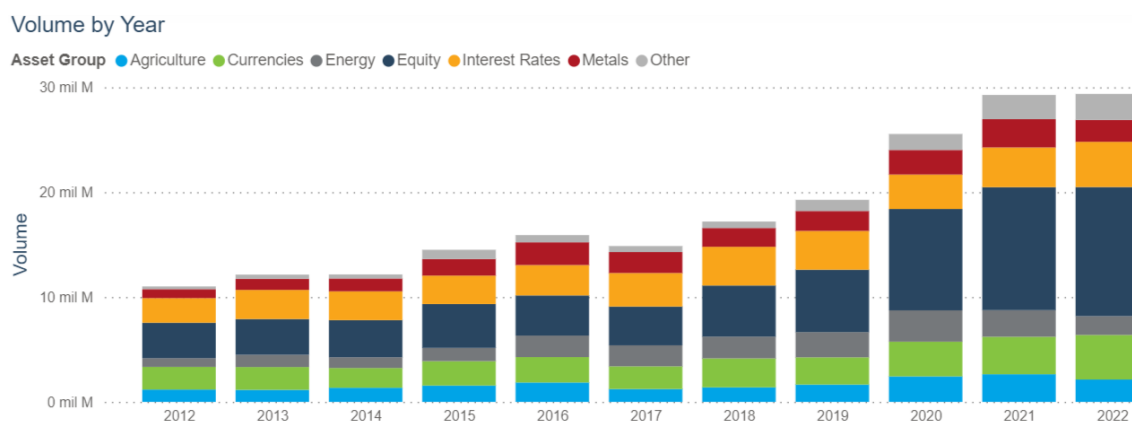
Contrato de futuros

Es un acuerdo que permite comprar o vender un activo determinado a una fecha específica en el futuro a un precio establecido entre los negociantes. Los términos del acuerdo están estandarizados a excepción del precio y las transacciones se realizan en un mercado institucionalizado denominado como Mercados a términos (Cfr. Fundación MATBA, 2017).

A lo largo de la historia, los contratos de futuros han experimentado una creciente relevancia en el mundo de las finanzas. Comenzaron siendo utilizados por agricultores como instrumentos de coberturas y prosiguieron siendo utilizados como instrumentos esenciales en la gestión de riesgo y en la especulación. Además, fueron ampliando la gama de activos a los que refiere, desde los más básicos, como los commodities, hasta tasas de interés y divisas. Por otro lado, la globalización de dichos mercados contribuyó al crecimiento de la importancia de dichos contratos. Los avances tecnológicos los han vuelto más accesibles y económicos de operar, lo que los ha vuelto más líquidos y cruciales para la toma de decisiones financieras.

³⁹ Activo financiero cuyas retribuciones dependen de un bien más primitivo.

Gráfico 11. Estadísticas a nivel mundial sobre la utilización de futuros



Fuente: Future Industry Association (FIA) | Volumen by Year

Ámbitos de negociación

Los contratos de futuros son negociados en dos ámbitos. Por un lado, tenemos a los mercados extrabursátiles a los que se suelen denominar Mercado SPOT o disponible. En ellos la negociación se realiza entre las partes intervinientes y no hay un tercero que garantice el cumplimiento de las operaciones. Además de que se caracterizan por la no existencia de restricciones horarias, todos los términos contractuales son negociados, el lugar de entrega, el precio, la modalidad, el tiempo, la cantidad, etc. Por otro lado, tenemos a los mercados institucionalizados donde todas las disposiciones contractuales se encuentran estandarizadas a excepción del precio y el horario de negociación se encuentra limitado. Las partes transaccionan con seguridad ya que se garantiza el cumplimiento del negocio por parte de una contraparte central (Cfr. Gonzalez, M. & Garay, U., 2005).

Cuadro 3. Futuros bursátiles vs Futuros extrabursátiles

Características	Futuros	Forwards
Riesgo de contraparte	Lo asume el mercado, la Cámara de Compensación (Clearing) que es garante de la operación.	Lo asume cada parte.
Relación entre partes	Relación no directa. La Cámara de Compensación actúa como comprador y vendedor.	Directa.
	Se requiere del depósito de una cantidad determinada	

<i>Depósito en garantía</i>	de dinero que asegura el cumplimiento de la operación y se reintegra al cerrarse la posición.	No usual.
<i>Seguimiento de posiciones e información y transparencia</i>	Cotizaciones públicas. Posibilidad de deshacer y rehacer posición ilimitada veces.	Inexistencia de precios públicos. Imposibilidad de deshacer posiciones tomadas.
<i>Liquidez</i>	Amplia.	Escasa.
<i>Términos del Contrato</i>	Estandarizados (Solo se negocia el precio).	Ajustado a necesidades de ambas partes.
<i>Lugar del mercado</i>	Mercado de futuros y opciones.	Cualquiera.
<i>Fijación de precios</i>	Mercado de futuros y opciones.	Negociación privada entre las partes
<i>Inversión vs Cobertura</i>	Los futuros pueden usarse como inversión (especulación).	Sólo pueden usarse como cobertura.

Fuente: Elaboración propia en base a Fundación MATba (2017)

Funciones

*Cobertura o hedge*⁴⁰: Pretende protección frente a la posible variación del precio del activo subyacente. Realizar una cobertura con futuros implica establecer una posición en el mercado que sustituya temporalmente una posterior compra o venta en el mercado disponible⁴¹ (Cfr. Hull, 2009).

Especulación: Se apuesta a la dirección futura del mercado a la suba o a la baja del precio de los activos subyacentes. El objetivo es obtener ganancia con la exposición mínima de riesgo. La especulación aporta liquidez y profundidad al mercado al incrementar los volúmenes negociados y disminuyendo los costos de búsqueda (Cfr. Hull, 2009).

Arbitraje: El arbitrajista pretende identificar imperfecciones (desarbitraje) en la formación de precios con tal de tomar ciertas posiciones en los distintos mercados existentes de tal manera que le produzca beneficio económico. Consiste en realizar

⁴⁰ Proviene del inglés que significa protección o cobertura.

⁴¹ El mercado disponible o SPOT refiere al tipo de mercado donde los activos que se transaccionan se hacen al valor actual de los mismos y en el momento inmediato a la negociación, por lo cual se liquidan y se entregan de inmediato.

transacciones simultáneas y opuestas en el Mercado a término y en el Mercado SPOT o disponible. Es el caso donde se cierra posición con la operación contraria sin necesidad de recibir o entregar la mercadería (Cfr. Hull, 2009).

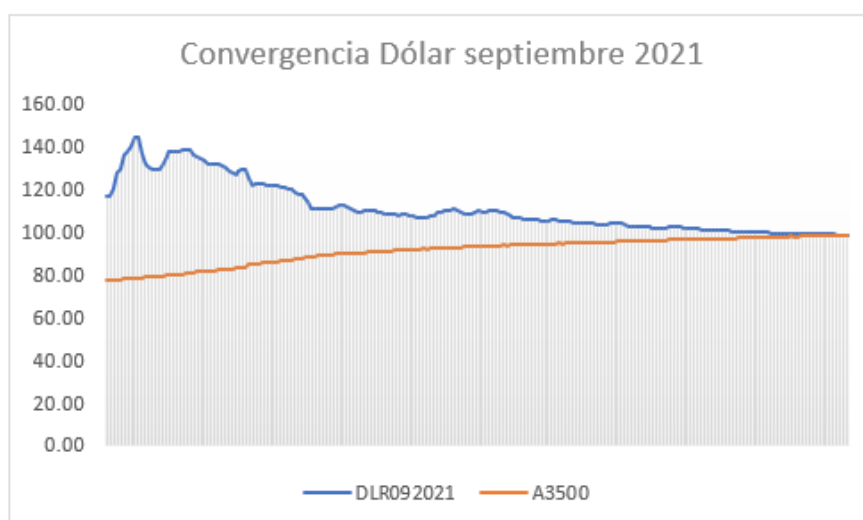
Ley de convergencia

La ley de convergencia es un principio que establece que el precio de un contrato de futuro tiende a converger hacia el precio disponible a medida que se acerca la fecha de vencimiento de dicho contrato. El mercado físico y el mercado de futuros deben comportarse naturalmente de manera comunicada de tal manera que los precios de uno de ellos afecten al otro de manera similar en cuanto a magnitud y sentido.

En presencia de los arbitrajistas que buscan aprovechar cualquier diferencia entre el precio SPOT y el precio de futuros, de existir alguna discrepancia significativa, estos agentes pueden comprar en el mercado con el precio más bajo y vender en el mercado con el precio más alto obteniendo ganancias hasta que se restablezca la paridad. De esta manera, existirá oportunidad de arbitraje en el caso de que llegue la fecha de vencimiento del contrato de futuro y los precios en ambos mercados discrepen.

En el ejemplo siguiente se analiza el comportamiento del precio del Futuro de Dólar septiembre 2021 y el valor del “A3500” en el mismo período. A simple vista se puede apreciar cómo ambos precios van convergiendo a medida que se acerca la fecha de vencimiento (30/09/2021).

Gráfico 12. Convergencia de precios



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA & MatbaRofex

Tipos de cobertura

Venta (cobertura a la baja)

La cobertura vendedora es utilizada por quienes tratan de proteger el precio de una venta de activo que realizarán con posterioridad ante la posibilidad de que el mismo baje. En palabras sencillas, se aseguran un piso para la posible variación del precio (Cfr. Hull, 2009).

Ejemplificando dicha cobertura podemos decir que, si una persona sabe que en el futuro debe vender cierta cantidad de dólares para pagar una tarjeta de crédito o costear una obra en construcción, tiene el riesgo de que el tipo de cambio baje ya que de suceder esto, al cambiar los dólares que ahorró obtendrá menos pesos. Para poder cubrirse ante este posible riesgo, decide operar una venta de futuro de dólar en el Rofex. Supongamos que es 3 de febrero de 2023 y a finales de agosto debe vender USD 8.000 para poder costear \$3.000.000 en gastos de construcción. Según la disposición de Matba Rofex S.A. cada contrato de dólar estadounidense refiere a un tamaño de USD 1.000, por lo que deberá vender 8 contratos de dólar futuro y, como se expresó anteriormente, debe vender los dólares a fines de agosto, por lo que decidirá operar dólar futuro agosto 2023 “DLR/AGO23”. El tipo de cambio debería estar en \$375 para que al vender USD 8.000 reciba \$3.000.000 y pueda realizar la transacción cómodamente. De esta manera se concluye en que la persona operará 8 contratos de dólar futuro agosto 2023 a \$375. Llegado el mes de agosto, donde vence la posición tomada por el inversor, cuando debe realizar la transacción, podemos tener dos escenarios posibles. Uno de ellos es que el tipo de cambio oficial “A3500” publicado diariamente por el Banco Central de la República Argentina sea mayor o menor al precio operado por el inversor. A continuación, se analizarán los dos posibles escenarios.

a. Supongamos que la cotización del "A3500" llegado el mes de agosto es de \$350. El inversor cancelará su posición de venta comprando en Rofex 8 contratos de dólar futuro agosto 2023 a \$350. De esta manera conseguirá un diferencial positivo entre el precio de venta y el precio de compra de los contratos a futuro: $\$375 \text{ (precio venta)} - \$350 \text{ (precio compra)} = \$25 \text{ por contrato}$. El inversor luego se dirigirá a una casa de cambio para vender sus dólares a precio oficial \$350, por lo cual, el precio final de venta serán los \$350 a los cuales vendió en la casa de cambio más la ganancia de haber operado en el

mercado de futuros \$25, es decir que el precio final de venta es \$375 por contrato, es decir, que consigue los \$3.000.000 que le permitirán costear sus gastos.

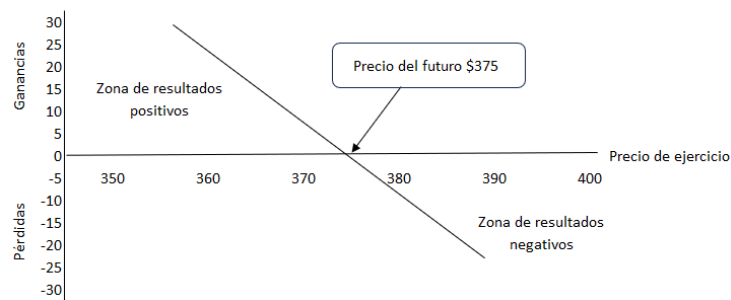
b. Supongamos que la cotización del "A3500" llegado el mes de agosto es de \$400. El inversor cancelará su posición de venta comprando en Rofex 8 contratos de dólar futuro agosto 2023 a \$400. De esta manera conseguirá un diferencial negativo entre el precio de venta y el precio de compra de los contratos a futuro: \$375 (precio venta) - \$400 (precio compra) = - \$25 por contrato. El inversor luego se dirigirá a una casa de cambio para vender sus dólares a precio oficial \$400, por lo cual, el precio final de venta serán los \$400 a los cuales vendió en la casa de cambio menos la pérdida de haber operado en el mercado de futuros \$25, es decir que el precio final de venta es \$375 por contrato, es decir, que consigue los \$3.000.000 que le permitirán costear sus gastos.

Cuadro 4. Ejemplo de cobertura hacia la baja. Venta

<u>"A3500" cotiza \$350 (bajó)</u>	<u>"A3500" cotiza \$390 (subió)</u>
<i>La venta se realizó a \$375</i>	<i>La venta se realizó a \$375</i>
Cancela posición en el Rofex comprando dólar futuro agosto a \$350	Cancela posición en el Rofex comprando dólar futuro agosto a \$390
Diferencial positivo: $\$375 - \$350 = \$25$	Diferencial negativo: $\$375 - \$390 = - \$15$
El inversor se dirige a una casa de cambio a vender sus dólares a precio oficial \$350	El inversor se dirige a una casa de cambio a vender sus dólares a precio oficial \$390
Precio final de venta: $\$350 + \$25 = \$375$	Precio final de venta: $\$390 - \$15 = \$ 375$

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 13. Venta de futuro



Fuente: Elaboración propia en base a Gonzalez M. & Garay, U. (2005)

Compra (Cobertura al alza)

La cobertura compradora es realizada por quienes tienen expectativa alcista en el activo subyacente. Generalmente, es realizada por quienes quieren proteger el precio de una compra futura ante la posibilidad de que este aumente. En palabras sencillas, se aseguran un techo para la posible variación del precio (Cfr. Hull, 2009).

Ejemplificando dicha cobertura podemos decir que, si una empresa sabe que en el futuro debe comprar cierta cantidad de dólares para pagar la compra de algún activo, tiene el riesgo de que el tipo de cambio suba ya que de suceder esto, al cambiar los pesos que ahorró obtendrá menos dólares. Para poder cubrirse ante este posible riesgo, decide operar una compra de futuro de dólar en el Rofex. Supongamos que es 4 de septiembre de 2023 y a finales de diciembre la empresa debe costear la compra de una máquina de empaquetado por un valor de USD 4.000. Sin embargo, en el país se prevé para entonces un cambio de gobierno y una nueva política cambiaria. Ante dicha incertidumbre, la empresa decide operar futuro de dólar a una cotización de \$380, lo que le da un resultado de \$1.520.000 que va a requerir cambiar para conseguir los dólares necesarios que le permitirán comprar dicha máquina. Según la disposición de Matba Rofex S.A. cada contrato futuro de dólar estadounidense refiere a un tamaño de USD 1.000, por lo que deberá comprar 4 contratos de dólar futuro referidos al mes de diciembre “DLR/DIC23”. Llegado al mes de vencimiento del contrato, el tipo de cambio oficial “A3500” publicado diariamente por el Banco Central de la República Argentina podría aumentar o disminuir en relación con el precio operado por el inversor. A continuación, se analizarán los dos posibles escenarios.

a. Supongamos que la cotización del "A3500" llegado el mes de diciembre es de \$280. La empresa cancelará su posición de compra operando en Rofex 4 contratos

de dólar futuro diciembre 2023 a \$280. De esta manera conseguirá un diferencial negativo entre el precio de compra y el precio de venta de los contratos a futuro: \$280 (precio venta) - \$380 (precio compra) = - \$100 por contrato. La empresa se dirigirá a una casa de cambio para comprar los dólares a precio oficial \$280, por lo cual, el precio final de compra serán los \$280 a los cuales compró en la casa de cambio más la pérdida por haber operado en el mercado de futuros \$100, es decir que el precio final de compra es \$380 por contrato.

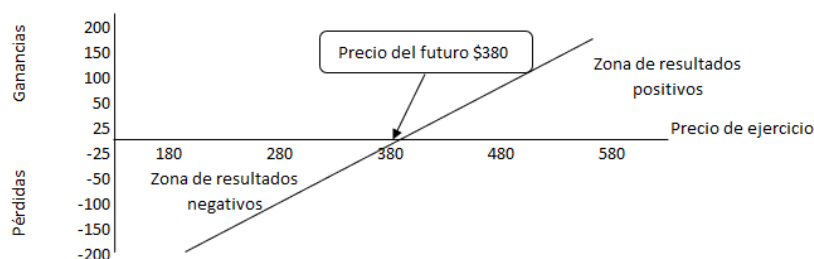
b. Supongamos que la cotización del “A3500” llegado el mes de diciembre es de \$480. La empresa cancelará su posición de compra vendiendo 8 contratos de dólar futuro diciembre 2023 a \$480 en Rofex. De esta manera conseguirá un diferencial positivo entre el precio de compra y el precio de venta de los contratos a futuro: - \$380 + \$480 = \$100 por contrato. La empresa luego se dirigirá a una casa de cambio para comprar los dólares a precio oficial \$480, por lo cual, el precio final de compra serán los \$480 a los cuales compró en la casa de cambio más la ganancia por haber operado en el mercado de futuros \$100, es decir que el precio final compra es \$380 por contrato, es decir que consigue los \$1.520.000 que le permitirán costear la compra de dólares.

Cuadro 5. Ejemplo de cobertura hacia el alza. Compra

<u>"A3500" cotiza \$280 (bajó)</u>	<u>"A3500" cotiza \$480 (subió)</u>
<i>La compra se realizó a \$380</i>	<i>La compra se realizó a \$380</i>
Cancela posición en el Rofex vendiendo dólar futuro diciembre a \$280	Cancela posición en el Rofex vendiendo dólar futuro diciembre a \$480
Diferencial negativo: $\$280 - \$380 = -\$100$	Diferencial positivo: $\$480 - \$380 = \$100$
El inversor se dirige a una casa de cambio a comprar dólares a precio oficial \$280	El inversor se dirige a una casa de cambio a comprar dólares a precio oficial \$480
Precio final de compra: $-\$280 - \$100 = \$380$	Precio final de compra: $-\$480 + \$100 = \$380$

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 14. Compra de futuro



Fuente: Elaboración propia en base a Gonzalez M. & Garay, U. (2005)

Especificación

Las especificaciones son un elemento esencial que establece los términos y las condiciones bajo las cuales se llevará a cabo la operatoria en el mercado. Éstas garantizan claridad y uniformidad de las transacciones.

Activo subyacente

En el mercado de futuros tenemos dos tipos de activos: commodities por un lado y financieros por otro. Respecto a los primeros, el factor calidad es esencial para que el mismo sea aceptado por la contraparte y es un elemento que afecta al precio percibido. De esta manera, el mercado establece ciertas características específicas para los bienes básicos o mercancías. Por ejemplo, según la Resolución CNV N° RESFC-2021-21339-APN-DIR#CNV del 12 de agosto de 2021, el activo subyacente de los contratos de futuros de soja en dólares comercializados en el Mercado Matba Rofex, debe cumplir la Norma de Calidad para la Comercialización, dictada por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de la Nación. Por otro lado, los contratos de futuros sobre activos financieros se definen de manera adecuada y clara, pero sin la necesidad de especificar su calidad como los activos anteriores. Por ejemplo, un futuro sobre dólar posee como activo subyacente al dólar estadounidense A3500 según la comunicación del Banco Central de la República Argentina⁴² (Cfr. Matba Rofex S.A., 2023).

⁴² El Tipo de Cambio de Referencia es calculado y publicado diariamente por el Banco Central de la República Argentina, conforme a lo dispuesto por la Comunicación “A” 3500 del día de vencimiento del contrato. *Contrato de futuros y opciones sobre dólar* | Guía de productos Matba Rofex

Tamaño del contrato

Especifica la cantidad del activo que se entregará con un solo contrato. Es una decisión importante que debe tomar la autoridad del mercado ya que, si el tamaño del contrato es demasiado grande, pequeños y medianos inversionistas no podrán costear la operatoria y no podrán cubrir posiciones relativamente pequeñas. Si, por el contrario, el tamaño del contrato es demasiado pequeño, la transacción se vuelve costosa para poder cubrir posiciones relativamente grandes. Por ejemplo, en el Matba Rofex un contrato de futuro sobre soja en dólares tiene un tamaño de 100 toneladas. Si consideramos a los activos financieros, un contrato minorista de futuro sobre dólar estadounidense tiene un tamaño de U\$S 1.000 mientras que un contrato mayorista tiene un tamaño de U\$S 10.000 (Cfr. Matba Rofex S.A., 2023).

Moneda de cotización y unidad de negocio

Cada contrato tiene una moneda de cotización específica. Por ejemplo, en el Matba Rofex un contrato de futuro sobre dólar estadounidense especifica que cada contrato será denominado, negociado, registrado, ajustado y compensado en pesos argentinos por dólar. La cotización se realizará en pesos, cada un dólar, con 3 dígitos decimales. En el ejemplo del contrato de futuros de soja en dólares, el mercado especifica que cada contrato será denominado, cotizado y negociado en dólares estadounidenses y la cotización se realizará en dólares por tonelada (Cfr. Matba Rofex S.A., 2023).

Series disponibles

Esta característica especifica el momento mediante el cual se podrá empezar a ser negociado cada contrato, es decir, la disponibilidad de oferta por parte del mercado. Por ejemplo, en el caso de los contratos de futuros en dólares en el Matba Rofex se especifica que el contrato podrá ser negociado para cada uno de los doce meses del año. En el caso del contrato de futuro sobre soja en dólares, la serie disponible se halla cada uno de los meses del año (Cfr. Matba Rofex S.A., 2023).

Fecha de vencimiento y último día de negociación

Cada contrato tiene una fecha específica de vencimiento y último día habilitado para ser negociado. Por ejemplo, para el ejemplo de los contratos de futuros sobre dólares será el último día hábil del mes del contrato para las posiciones mensuales y viernes (o hábil siguiente) para las posiciones semanales. Y, para los contratos de futuros sobre soja

en dólares, se especifica en el mercado de futuros argentino que será la última rueda previa a las últimas cinco ruedas del mes pactado para la entrega (Cfr. Matba Rofex S.A., 2023).

Forma de liquidación

Existen dos formas en las que se pueden liquidar los contratos en caso de que quede abierta la posición al vencimiento y no se haya cerrado anteriormente con la operatoria contraria. Por un lado, tenemos el *delivery settlement* que refiere a la entrega física del activo subyacente. Dichos destinos de entrega son determinados por el Directorio del Mercado mediante Circular. Por otro lado, tenemos al *cash settlement* que refiere a la liquidación de efectivo donde no se realizan entregas físicas, sino depósitos o débitos de dinero según corresponda. Esta modalidad se aplica a los futuros financieros, mientras que la primera se aplica a futuros sobre commodities u otros bienes (Cfr. Matba Rofex S.A., 2023).

Horario de rueda

Existen períodos de tiempo específicos mediante los cuales los mercados financieros se encuentran abiertos y disponibles para operar activos. En el caso de los futuros financieros, el Matba Rofex establece un horario que coincide con el mercado subyacente: de 10:00Hs a 15:00Hs. En el caso de los futuros sobre materias primas o commodities el mercado establece un horario de 10:30Hs a 17:00Hs (Fuente: Matba Rofex. Documentos legales, 2023).

Terminologías

Existen un conjunto de términos específicos que son utilizados en los mercados financieros. Éstos son esenciales para la comunicación efectiva entre las partes intervinientes y para quienes deban tomar la decisión de invertir en dicho ámbito.

Volumen

Representa la cantidad de contratos transados en dicha rueda de negociación. Puede medirse en cantidad de contratos, toneladas, dólares, onzas, etc.

Interés abierto

Es la sumatoria de todos aquellos contratos abiertos y disponibles para operar, es decir, aquellos que aún no han cerrado su posición con la operatoria inversa. Esta terminología actúa como un fiel indicador de la liquidez del mercado ya que, a mayor interés abierto, mayor disponibilidad de contratos hay para operar.

Precio operado

Refiere al valor sobre el cual se concertó la operatoria.

Precio de vencimiento

Refiere al valor sobre el cual vencen todas las posiciones abiertas a la fecha de vencimiento. Este, coincide con el valor del activo en el mercado SPOT o disponible.

Precio de ajuste

Refiere a un precio que determina la Mesa de Operaciones del mercado el cual permite reflejar la dinámica del mismo en dicha jornada. Este se utiliza como referencia para el cálculo de diferencias diarias para aquellas posiciones abiertas.

Cierre de la posición

Dicha terminología refiere a la cancelación de un contrato mediante la operatoria inversa a la inicial o refiere al vencimiento del mismo sin haber realizado la cancelación.

Profundidad

Se utiliza este término para medir la cantidad de ofertas y demandas que tienen lugar en un momento determinado. A mayor liquidez de un activo o de un mercado, mayor facilidad de operar habrá ya que existen múltiples órdenes de compras y ventas.

Cámara compensadora

Definición

Las cámaras de compensación de valores son entidades financieras que actúan como intermediario⁴³ cuando se realizan transacciones en mercados institucionalizados.

⁴³ Un intermediario es un agente que vincula o comunica a dos o más partes interesadas en hacer una transacción o negociación. La existencia de intermediarios se explica principalmente por la existencia de costes en el proceso de búsqueda y negociación. Ante el desempeño de dicha función, usualmente cobran un cargo o comisión por dicha labor. *El diccionario | Economipedia*

La misma interviene con el objetivo de evitar el riesgo de incumplimiento y asegurar que la operación se complete de manera eficiente y segura. El motivo de su creación es separar la función de compensación de la función negociación en el mercado (Cfr. Burguillo Vázquez, R., 2015).

Específicamente existe una cámara de compensación para lo que es el mercado Matba Rofex S.A. en Argentina y es *Argentina Clearing y Registro S.A.*

Argentina Clearing fue autorizada en 2002 por la Comisión Nacional de Valores para desempeñarse como cámara compensadora de futuros y opciones. Comenzó siendo contraparte central y garante de todas las operaciones que se generaban en el Rofex que más tarde se fusionaría con el Matba y se constituiría oficialmente Argentina Clearing y Registro S.A. (ACyRSA) para ser la contraparte central de los productos negociados en Matba Rofex S.A. (Cfr. Argentina Clearing y Registro S.A., 2001).

Funciones

Registra, compensa y liquida todas las operaciones concertadas en Matba Rofex. La cámara verifica las transacciones y garantiza que las partes cumplan con sus compromisos (Cfr. Argentina Clearing y Registro S.A., 2001).

Por otro lado, se encarga de administrar las garantías, es decir que, al convertirse en la contraparte central de las partes intervinientes, la entidad solicita la inmovilización de cierta cantidad de dinero o de ciertos activos⁴⁴ valuados en unidades monetarias para actuar como un fondo de garantía en caso de incumplimiento (Cfr. Argentina Clearing y Registro S.A., 2001).

Determina parámetros de riesgo. Se encarga de definir los márgenes de cada futuro que se opera. Establece límites de contratos abiertos que puede tener cada participante, es decir que cada participante no puede tener más de cierto porcentaje de participación en interés abierto de cada contrato. Además, establece límites operativos diarios y variaciones máximas intradiarias de precios (Cfr. Argentina Clearing y Registro S.A., 2001).

⁴⁴ ACyRSA presenta un listado específico de activos aceptados en concepto de garantía. Visitar para más información <https://argentinaclearing.com.ar/docs/activos-aceptados-en-garantia/>

Monitorea y supervisa el riesgo de mercado, la solvencia y liquidez de sus miembros compensadores. Esto quiere decir que se fiscaliza a cada miembro del mercado para demostrar que pueden cumplir con las obligaciones y, a su vez, supervisa que cada miembro haya integrado los márgenes iniciales y las diferencias diarias correspondientes (Cfr. Argentina Clearing y Registro S.A., 2001).

Sistema de garantías

Por cada posición que se quiera abrir en el mercado, se deben depositar dos cuestiones: Por un lado, los márgenes y por otro las diferencias diarias. Los márgenes son un importe, fijado por la Cámara de Compensación, a depositar previo a la apertura de una posición en el mercado. Este depósito se devuelve una vez finalizada la operatoria, es decir, cerrada la posición. Esto permite originar lo que conocemos como “Leverage o Apalancamiento” que es la facilidad que da el mercado para poder operar varios contratos de ejecución diferida a la vez con poco dinero. Por otro lado, las diferencias diarias refieren a montos a cobrar o a depositar toda vez que exista una diferencia entre el precio original del contrato y el precio de ajuste del día. Consisten en acreditar o debitar los beneficios y las pérdidas que se originan cada día por los cambios en los precios. Al ser un Mercado a Futuro y no haberse ejecutado la operatoria al contado todos los días, hay que liquidar las ganancias o las pérdidas diarias de acuerdo con las posiciones tomadas. Se hace, aunque el cliente no haya operado el día anterior ya que su portafolio ha sufrido cambios por la variación en los precios (Cfr. Argentina Clearing y Registro S.A., 2023).

Cuadro 6. Derechos de registro de negociación y Clearing

PRODUCTOS FINANCIEROS: FUTUROS DÓLAR / YUAN		
OPERACIONES GENERADAS POR:	Derecho de Registro de Negociación (USD x contrato)	Derecho de Registro de Clearing (USD x Contrato) (1)
Prioridad precio tiempo. Cancelación al vencimiento. Ejercicio de opciones (3)	0,14	0,06
Negociación previa (2)	0,105	0,06
Operaciones combinadas (2)	0,07	0,03

Fuente: Matba Rofex S.A. & Argentina Clearing S.A.

Cuadro 7. Márgenes de contratos (enero 2024)

Posición	DÓLAR		
	Rango Fijo \$/U\$S	Cargo temporal \$/U\$S	Total \$ por contrato
1º mes	127	0	127.000
2º mes	127	5	132.000
3º mes	127	20	147.000
4º mes	127	38	165.000
5º mes	127	57	184.000
6º mes	127	76	203.000
7º mes	127	94	221.000
8º mes	127	111	238.000
9º mes	127	129	256.000
10º mes	127	143	270.000
11º mes	127	155	282.000
12º mes	127	168	295.000

Fuente: Argentina Clearing S.A.

Desarrollo

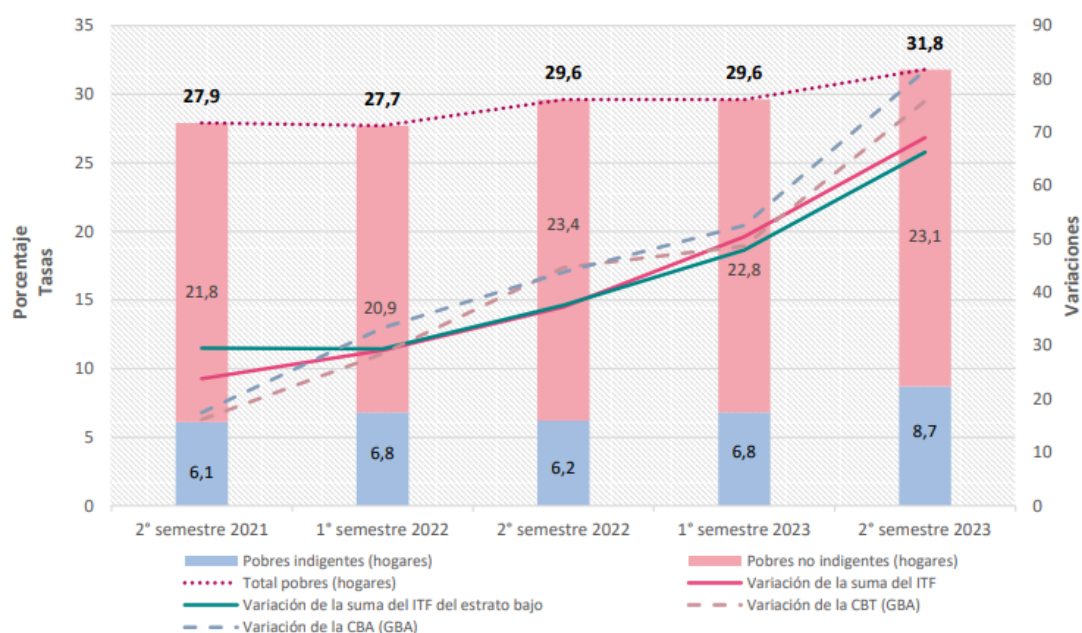
- CARACTERIZACIÓN ARGENTINA 2023

En 2023, Argentina enfrentó una compleja interacción de factores económicos y sociales que profundizaron la vulnerable situación de amplios sectores de la población.

La pobreza y la indigencia⁴⁵ alcanzaron niveles preocupantes, afectando directamente a los ingresos familiares y el bienestar general. Durante el primer semestre, el 29,6% de los hogares, equivalente al 40,1% de la población, se encontraba por debajo de la línea de pobreza. De ese grupo, un 6,8% de los hogares y un 9,3% de las personas se hallaban en situación de indigencia. La situación se deterioró aún más en el segundo semestre, donde el porcentaje de hogares en pobreza ascendió al 31,8% y el de personas al 41,7%, con un 8,7% de los hogares y un 11,9% de las personas en condición de indigencia. Aunque los ingresos familiares registraron incrementos significativos, UN 50,4% en el primer semestre y un 69.0% en el segundo, estos no fueron suficientes para mitigar el fuerte aumento en los precios de las canastas básicas. Durante el primer semestre, la canasta básica alimentaria subió un 52,6% y la canasta básica total un 48,8%, mientras que en el segundo semestre los aumentos fueron del 81,6% y 75,8%, respectivamente. Esta situación amplió la brecha de pobreza y profundizó la distancia entre los ingresos de los hogares más vulnerables y el umbral necesario para acceder a los bienes esenciales. (Cfr. INDEC, 2023).

⁴⁵ La medición de la pobreza con el método de Línea de Pobreza (LP) consiste en establecer, a partir de los ingresos de los hogares, si éstos tienen capacidad de satisfacer por medio de la compra de bienes y servicios un conjunto de necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales. El procedimiento parte de utilizar una Canasta Básica de Alimentos (CBA) y ampliarla con la inclusión de bienes y servicios no alimentarios (vestimenta, transporte, educación, salud, etcétera) con el fin de obtener la Canasta Básica Total (CBT). Para determinar la incidencia de la pobreza, se analiza la proporción de hogares cuyo ingreso no supera el valor de la CBT; para la indigencia, se calcula la proporción de los que no superan la CBA. *Canasta básica alimentaria y Canasta básica total | INDEC*

Gráfico 15. Incidencia de la pobreza y de la indigencia en los hogares y variaciones del ingreso total familiar (ITF), la canasta básica alimentaria (CBA) y la canasta básica total (CBT). (Segundo semestre 2021-segundo semestre 2023)



Fuente: INDEC, Dirección de Encuesta Permanente de Hogares

El contexto laboral añadió presión a la economía doméstica. Durante el primer trimestre, la tasa de actividad⁴⁶ se situó en 48.3%, con una tasa de empleo de 45.0% y una tasa de desocupación de 6.9%. A su vez, la subocupación⁴⁷ alcanzó un 9.4%, mientras que el porcentaje de ocupados demandantes y no demandantes⁴⁸ disponibles llegó al 10.6% de la población económicamente activa⁴⁹. Este escenario evidenció una presión total sobre el mercado laboral del 26.9%, compuesta por desocupados⁵⁰, subocupados, y ocupados demandantes y no demandantes. En el segundo trimestre, las cifras presentaron

⁴⁶ Se define como el porcentaje que resulta de la relación entre la población económicamente activa y la población total de referencia. *Mercado de trabajo | INDEC*

⁴⁷ La población subocupada se refiere a la subocupación por insuficiencia de horas, ya sea visible u horaria, e incluye a aquellas personas ocupadas que trabajan menos de 35 horas semanales de manera involuntaria y que están dispuestas a incrementar su carga horaria. *Mercado de trabajo | INDEC*

⁴⁸ La población ocupada no demandante refiere a la población ocupada que no está buscando activamente un nuevo empleo, pero se encuentra disponible para trabajar más horas mientras que la población ocupada demandante es aquella parte de la población ocupada que está buscando activamente otra ocupación. *Mercado de trabajo | INDEC*

⁴⁹ Comprende a las personas que tienen una ocupación o que, sin estar empleadas, están buscando activamente trabajo. Está constituida por la suma de la población ocupada y la población desocupada. *Mercado de trabajo | INDEC*

⁵⁰ Son aquellas personas que, sin tener empleo, buscan activamente trabajo y están disponibles para hacerlo. Este concepto no incluye otras formas de precariedad laboral. *Mercado de trabajo | INDEC*

un leve deterioro. La tasa de actividad disminuyó a 47.6% y la tasa de empleo bajó a 44.6%, mientras que la desocupación se redujo a 6.2%. Sin embargo, la subocupación aumentó al 10.6%, y los ocupados demandantes y no demandantes disponibles alcanzaron el 11.0% de la PEA, resultando en una presión sobre la población económicamente activa del 27.9%. Durante el tercer trimestre trajo consigo un ligero repunte, con una tasa de actividad del 48.2% y una tasa de empleo de 45.5%. La desocupación disminuyó a 5.7%, mientras que la subocupación se mantuvo en un 10.3%. Los ocupados demandantes y no demandantes alcanzaron un 10.7% de la población económicamente activa, lo que resultó en una presión total sobre el mercado laboral del 26.8%. Finalmente, en el cuarto trimestre, la tasa de actividad se incrementó a 48.6% y la tasa de empleo a 45.8%, con la desocupación estabilizada en 5.7%. La subocupación experimentó un leve descenso a 10.5%, mientras que los ocupados demandantes y no demandantes disponibles se elevaron a 11.3% de la población económicamente activa. Esto resultó en una presión sobre el mercado laboral del 27.4%. (Cfr. INDEC, 2023). A pesar de registrar cierta estabilidad en la desocupación y empleo, la subocupación, así como el número de ocupados que buscan empleo y aquellos que no lo hacen, continuaron constituyendo un desafío importante. La presión acumulativa sobre el mercado laboral se mantuvo en niveles alarmantes, evidenciando las dificultades económicas y sociales que acontecían en el país.

Cuadro 8. Principales tasas del mercado de trabajo. (Cuarto trimestre 2022 - cuarto trimestres 2023)

Tasas	Total 31 aglomerados urbanos				
	Año 2022	Año 2023			
	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
Actividad	47,6	48,3	47,6	48,2	48,6
Empleo	44,6	45,0	44,6	45,5	45,8
Desocupación abierta	6,3	6,9	6,2	5,7	5,7
Ocupados demandantes de empleo	15,4	14,8	16,2	15,2	15,5
Subocupación	10,9	9,4	10,6	10,3	10,5
Subocupación demandante	7,1	6,3	7,4	6,8	6,8
Subocupación no demandante	3,8	3,1	3,2	3,5	3,7

Fuente: INDEC, Encuesta Permanente de Hogares

En el complejo contexto económico y social de 2023, la interacción entre el ahorro, el consumo y los costos de producción puso de manifiesto las tensiones estructurales de la economía argentina. El aumento generalizado de los costos de

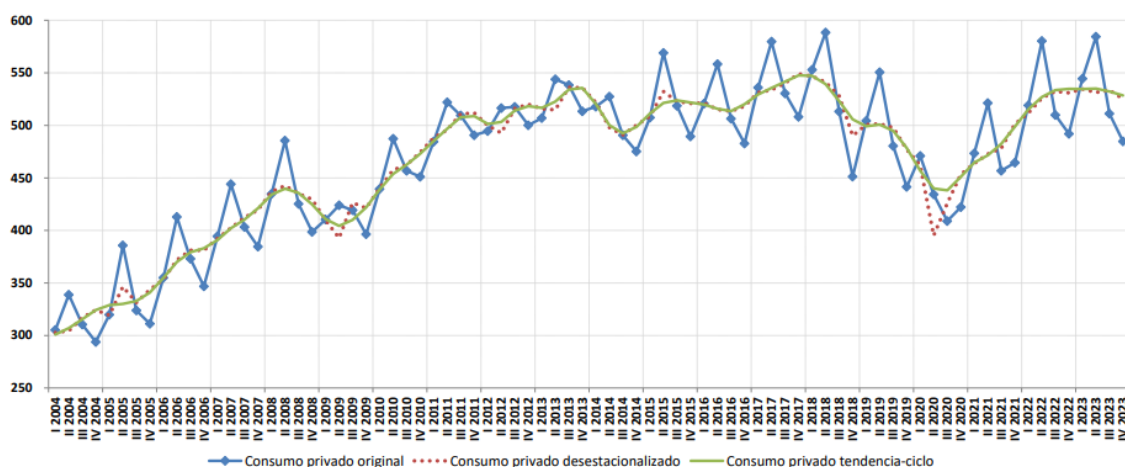
producción, impulsado por la alta inflación, las restricciones cambiarias, las restricciones a las importaciones⁵¹ y la creciente volatilidad del tipo de cambio, impactó significativamente a las empresas, especialmente aquellas que dependen de insumos importados. Estos incrementos no solo encarecieron los bienes finales, reduciendo el poder adquisitivo de los hogares, sino que también afectaron el consumo privado, un pilar clave de la demanda agregada.

Particularmente, el consumo privado, uno de los principales impulsores de la demanda agregada⁵², en el primer trimestre de 2023, tuvo un incremento tanto en términos trimestrales (2.1%) como interanuales (6.0%). Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2023, la tendencia comenzó a revertirse. Durante este período, la variable registró una caída del 1.3% en términos trimestrales, y aunque se mantuvo un leve crecimiento interanual del 0.8%, se evidenció un enfriamiento del consumo. La recuperación observada en el tercer trimestre de 2023, con un aumento de 0.7% trimestral y 0.3% interanual, fue moderada y de corta duración ya que, finalmente, el cuarto trimestre de 2023 cerró con una nueva caída del consumo privado, tanto en términos trimestrales (-1.5%) como interanuales (-1.5%). (Cfr. INDEC, 2023).

⁵¹ La escasez de divisas llevó al gobierno a implementar un control más riguroso sobre las importaciones con el objetivo de preservar las reservas internacionales y evitar una mayor devaluación del peso. Estas medidas incluyeron la restricción del acceso a dólares para las empresas importadoras y la priorización de productos esenciales, como alimentos y medicamentos, y la limitación de importaciones de bienes no esenciales y de lujo. Las empresas que dependían de insumos importados enfrentaron dificultades para obtener dólares al tipo de cambio oficial debido al "cepo cambiario", por lo que comenzaron a operar en el mercado paralelo a un tipo de cambio más elevado que el oficial. Esto incrementó los costos de producción, especialmente en sectores que dependen de insumos extranjeros. A su vez, la creciente inflación y las expectativas de una devaluación futura incentivaron a las empresas a adelantar compras, aumentando así la demanda de divisas. Este entorno de restricciones, sumado a la incertidumbre política y económica, generó un círculo vicioso en el que las empresas, ante costos crecientes y una menor disponibilidad de productos, incrementaron los precios, contribuyendo a la aceleración de la inflación y al deterioro del poder adquisitivo de los hogares.

⁵² La demanda agregada es el total de bienes y servicios finales que los consumidores, las empresas y el gobierno compran efectivamente a un nivel de precios determinado durante un periodo de tiempo específico. Esta posee cuatro componentes: Consumo, Inversión, Gasto del Gobierno y Exportaciones Netas. *El diccionario | Economipedia*

Gráfico 16. Consumo privado, en miles de millones de pesos (2004 – 2023)



Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Las dificultades en el consumo estuvieron estrechamente ligadas al deterioro de los costos de producción. El Índice de Producción Industrial Manufacturero reflejó esta situación con una tendencia mayormente de caídas en los sectores claves a lo largo del año. Los datos indican que sectores como alimentos, bebidas, textiles y muebles registraron caídas significativas en algunos meses, especialmente entre los meses de junio y diciembre. Por otro lado, algunos sectores como automotores y refinación de petróleo mostraron una cierta estabilidad, en parte gracias a la demanda externa y su relativa menor dependencia del mercado interno. Sin embargo, incluso estos sectores experimentaron caídas en la parte final del año.

Cuadro 9. Índice de producción industrial manufacturero. Resumen de variaciones
(Año 2023 - Variación interanual)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
IPI (Índice de Producción Industrial Manufacturero)	6.30	-1.4	3.10	1.70	1.10	-2.3
Alimentos, bebidas y tabaco	9.00	-6.3	-0.8	-1.7	0.10	-4.0
Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado	10.20	6.10	4.90	-2.0	5.40	-0.6
Madera, papel, edición e impresión	0.10	-4.8	-4.2	-2.4	-4.8	-2.6
Refinación de petróleo, químicos, productos de caucho y plástico	0.40	-1.2	0.20	0.70	2.60	0.20
Minerales no metálicos y metálicas básicas	8.30	1.60	7.30	15.70	2.70	0.20
Producción de metal, maquinaria y equipo	10.20	0.40	7.00	-1.6	-2.1	-2.6

Otros equipos, aparatos e instrumentos	0.30	-0.5	17.20	13.10	-4.0	-20.3
Automotores y otros equipos de transportes	20.40	8.50	16.70	4.50	4.90	1.80
Muebles y otras industrias manufactureras	10.50	5.50	7.80	5.10	10.70	-0.0

	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
IPI (Índice de Producción Industrial Manufacturero)	-3.9	-3.1	-3.6	-0.8	-4.9	-12.8
Alimentos, bebidas y tabaco	-6.0	7.2	-10.3	-2.3	-6.7	-7.8
Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado	11.90	1.00	3.00	10.50	1.40	-10.6
Madera, papel, edición e impresión	-3.1	-1.2	-2.2	-1.4	-0.3	-7.8
Refinación de petróleo, químicos, productos de caucho y plástico	1.50	-3.4	3.60	-2.4	-3.4	-6.1
Minerales no metálicos y metálicas básicas	-7.3	-4.6	-2.6	-2.1	-6.4	-18.7
Producción de metal, maquinaria y equipo	-10.1	-0.9	-8.4	2.50	-6.6	-28.6
Otros equipos, aparatos e instrumentos	-20.7	10.60	1.70	-2.2	-16.9	-42.2
Automotores y otros equipos de transportes	-2.9	3.30	0.20	-2.3	0.00	-0.7
Muebles y otras industrias manufactureras	-0.4	-2.8	-7.1	2.90	-6.4	-26.6

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el INDEC

El Índice de Costos Argentinos de la Producción (ICAP) también reflejó fluctuaciones significativas. Dicho índice, en pesos corrientes, muestra picos significativos en ciertos meses del año como en agosto (12.23%) y diciembre (19.54%) y una cierta estabilización parcial con aumentos relativamente moderados en marzo (1.36%) y julio (3.67%). Sin embargo, en dólares, muestra fluctuaciones más marcadas reflejadas por la presión del tipo de cambio en los costos productivos. Las caídas más notorias fueron en junio (-9.59%) y diciembre (-29.58%), mientras que los incrementos más significativos ocurrieron en los meses de octubre (8.81%) y noviembre (8.51%). En términos reales, el índice ajustado por inflación, que permite evaluar la evolución del costo de producción en función del poder adquisitivo local, reveló que los meses con las caídas más pronunciadas fueron agosto (-2,95%) y diciembre (-13,65%), mientras que los meses con los mayores aumentos correspondieron a mayo (1,20%) y octubre (1,60%). Las caídas del ICAP en términos reales en los meses de agosto y diciembre se deben a las devaluaciones del peso argentino. Cuando el peso perdió valor abruptamente frente al

dólar, los costos en pesos aumentaron, pero el poder adquisitivo del peso disminuyó rápidamente. Como resultado, aunque los costos nominales aumentaron, la devaluación del peso redujo su valor en mayor magnitud, lo que hizo que el costo real de producción fuera más bajo.

Cuadro 10. Índice de Costo Argentino de la Producción, expresado mensualmente en porcentaje (Año 2023)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
ICAP en pesos corrientes	4.73	6.72	1.36	5.04	7.61	7.04
ICAP en dólares	-0.06	0.76	-1.42	0.38	1.62	-9.59
ICAP en términos reales	-0.73	0.10	-1.25	0.46	1.20	-0.59
ICAP en pesos corrientes:						
Materias Primas	8.40	4.60	1.50	6.00	0.30	10.00
Energía Eléctrica	9.90	-1.0	6.90	0.10	31.30	22.80
Bienes de Capital	5.20	11.10	1.10	4.00	11.90	5.40
Presión Tributaria Nacional	6.10	2.50	3.00	2.60	5.60	6.00
Costo logístico	5.40	10.40	3.30	7.50	12.00	5.20
Costos de la construcción	5.60	5.10	5.50	7.10	7.80	7.20

	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
ICAP en pesos corrientes	3.67	12.23	7.38	8.99	8.87	19.54
ICAP en dólares	-3.13	-4.28	0.68	8.81	8.51	-29.58
ICAP en términos reales	-2.00	-2.95	0.51	1.60	-0.3	-13.65
ICAP en pesos corrientes:						
Materias Primas	10.90	16.80	6.30	-2.6	2.60	82.10
Energía Eléctrica	-8.1	-8.7	4.60	-22.5	15.30	72.10
Bienes de Capital	3.50	12.40	17.70	4.70	17.10	57.60
Presión Tributaria Nacional	2.70	-1.8	-1.2	7.80	2.20	-15.6
Costo logístico	4.90	20.20	11.30	9.90	15.00	28.10
Costos de la construcción	7.20	22.20	9.60	9.60	12.80	48.30

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por UADE

En resumen, la contracción del consumo y las dificultades para generar ahorro fueron, en parte, consecuencia de las dinámicas productivas adversas del país. Los hogares destinaron una mayor proporción de sus ingresos a cubrir costos básicos, lo que limitó su capacidad de ahorro. Por su parte, las empresas enfrentaron restricciones cambiarias y problemas para acceder a insumos importados, lo que redujo su capacidad de producción y, por consiguiente, aumentaron los precios. Esta incertidumbre económica, junto con las expectativas de devaluación y la creciente tensión social, afectó

a confianza empresarial y, de este modo, a la inversión y al consumo. Además, la reducción de subsidios que elevó las tarifas de servicios públicos, como gas y electricidad, erosionó aún más el poder adquisitivo de las familias. En conjunto, el bajo nivel de ahorro, destinado principalmente al consumo inmediato debido al alza constante de precios, sumado al incremento de los costos productivos, afectó de manera significativa el crecimiento económico del país.

En línea con las variables productivas y comerciales, la agricultura desempeña un papel fundamental para la economía y el desarrollo social del país. Con su extenso territorio y tecnología agrícola avanzada, Argentina lidera en la producción de diversos cultivos y bienes agroindustriales, actividad que no solo contribuye significativamente al Producto Bruto Interno⁵³ (PBI), sino que también genera empleo para millones de personas en cada etapa de la cadena agrícola, desde la siembra hasta la distribución.

Cuadro 11. Rankin de exportaciones argentinas a nivel mundial

DESTACANDO EN EL MUNDO: ARGENTINA EN EL RANKING DE EXPORTADORES AGRO 2023/24
@BICRmercados en base a USDA y estimaciones propias
 *vs promedio 2017/18 - 2021/22

RANKING MUNDIAL*	PRODUCTO	PROYECCIÓN 2023/24
= 1°	ACEITE DE SOJA	4,7 MT
= 1°	HARINA DE SOJA	27,2 MT
▼ 3°	SORGO	0,95 MT
= 2°	MAÍZ	40 MT
= 3°	POROTO DE SOJA	7,6 MT
= 3°	HARINA DE GIRASOL	1,1 MT
▼ 4°	ACEITE DE GIRASOL	1,0 MT
▼ 9°	BIODIESEL	0,9 MT
= 7°	TRIGO	9,5 MT

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

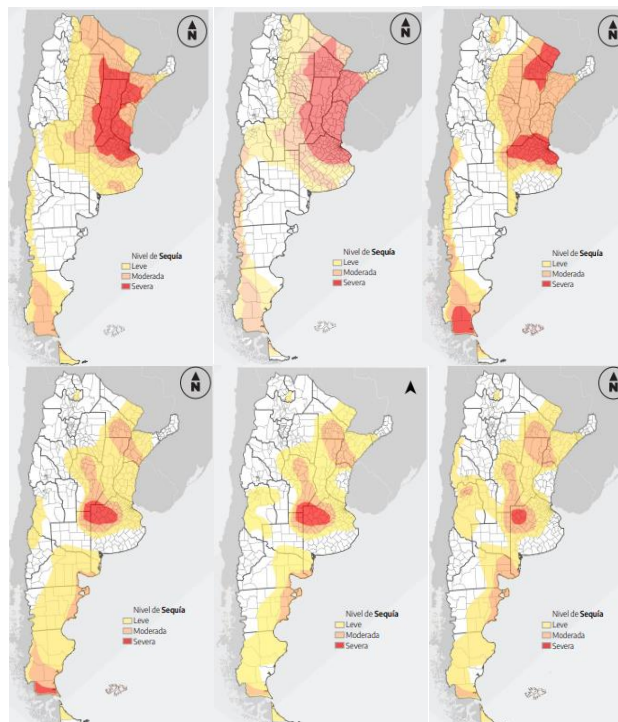
Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario

Sin embargo, la economía agrícola argentina es vulnerable a las condiciones climáticas. En el año 2023, el país enfrentó una crisis debido al Fenómeno Climatológico

⁵³ El Producto Bruto Interno (PBI) es el valor total de mercado de los bienes y servicios finales producidos dentro de un país en un período específico, como un trimestre o un año. Incluye solo bienes y servicios finales para evitar la doble contabilización y se mide sin descontar la depreciación del capital, reflejando así el valor total de la producción en su estado original. Este indicador es clave para evaluar el desempeño económico de un país. (Cfr. Blanchard, O. & Amighini, A. & Giavazzi, F. 2012).

La Niña⁵⁴, que trajo sequías extremas a varias regiones de producción agrícola. La falta de precipitaciones y las olas de calor afectaron severamente los cultivos, especialmente la soja y el maíz. Se estima que se perdió más del 50% de la producción esperada de soja y cerca del 40% de la producción esperada de maíz (Cfr. BCR, 2023).

Cuadro 12. Estado de Sequía en el primer semestre del año 2023



Fuente: Dirección Nacional de Riesgo y Emergencia Agropecuaria

Estas pérdidas tuvieron impactos económicos significativos. La disminución en la producción agrícola afectó los ingresos de los agricultores, redujo las exportaciones y afectó negativamente la recaudación nacional a través de derechos de exportación⁵⁵. La

⁵⁴ La Niña es un fenómeno climático relacionado con el enfriamiento de las aguas superficiales en la parte central y oriental del océano Pacífico ecuatorial. Este cambio en las temperaturas oceánicas afecta la circulación atmosférica tropical, lo cual tiene repercusiones en los patrones de temperatura y precipitaciones en varias regiones del mundo, incluyendo América del Sur. *Datos, Índices | Servicio Meteorológico Nacional*

⁵⁵ Son una carga fiscal aplicable sobre los ingresos brutos obtenidos de productos exportados sin discriminar volumen de venta ni costos u otros gastos. Se los suele llamar *retenciones a las exportaciones*. Este mecanismo legal se establece en pos de proteger al mercado interno, especialmente cuando se refiere a alimentos ya que se corre con un elevado riesgo de que la producción de este tipo de rubros sea destinada por completo al exterior, desatendiendo las necesidades de consumo interno. Además, permite al Sector Público aumentar su capacidad de recaudación fiscal. *Exportación | Cómo importar en Argentina*

actividad agrícola sufrió reducciones drásticas en su contribución al PBI⁵⁶, lo que a su vez afectó a otros sectores económicos. Según datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, el sector agrícola experimentó una fuerte contracción en los primeros tres trimestres del año 2023, convirtiéndose en el sector con mayores pérdidas, con descensos del 11.9%, 40.2% y 7.6% respectivamente (Cfr. INDEC, 2023).

Cuadro 13. Cuentas Nacionales 2023 (Variación % interanual)

Variable	Subvariable	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre
Oferta Global		↑ 1,7%	↓ 2,9%	0.0%
	PBI	↑ 1,3%	↓ 4,9%	↓ 0,8%
	Importaciones	↑ 2,9%	↑ 4,3%	↑ 2,6%
Demanda Global		↓ 0,6%	↓ 1,1%	0.0%
	Exportaciones	↓ 6,0%	↓ 10,9%	↓ 4,8%
	Consumo Público	↑ 1,6%	↑ 2,6%	↑ 1,8%
	Consumo Privado	↑ 6,0%	↑ 0,8%	↑ 0,3%
	Formación Bruta de Capital	↓ 0,6%	↓ 1,1%	↑ 0,8%

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

Cuadro 14. Estimaciones de intercambio comercial período enero - agosto 2023
(millones de dólares)

Variables	Subvariables	Enero	Febrero	Marzo	Abril
Exportaciones		USD 4.900 M	USD 5.230 M	USD 5.723 M	USD 5.891 M
	Productos primarios	↓ 42.5%	↓ 33.6%	↓ 33.5%	↓ 55.6%
	Combustibles y energías	↓ 5.2%	↓ 0.1%	↓ 6.6%	↓ 15.6%
	Man. de origen industrial	↑ 12.5%	↓ 14.4 %	↓ 5.3 %	↓ 4.5%
	Man. de origen agropecuario	↑ 1.0%	↓ 16.4%	↓ 29.4%	↓ 29.5%
Importaciones		USD 5.384 M	USD 5.048 M	USD 6.782 M	USD 6.017 M
Balanza Comercial		- USD 484 M	USD 182 M	- USD 1.059 M	- USD 126 M

⁵⁶ El sector agrícola representa más del 50% de las exportaciones nacionales. Según el INDEC, la participación porcentual de Exportaciones 2023 se distribuyó de la siguiente manera: Manufacturas de Origen Agropecuario 35.7%; Manufacturas de Origen Industrial 30.9%; Productos Primarios 21.6%; Combustibles y Energía 11.8%. *Intercambio Comercial Argentino. Resumen | INDEC*

Variables	Subvariables	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Exportaciones		USD 6.203 M	USD 5.450 M	USD 6.060 M	USD 5.854 M
	Productos primarios	↓ 37.2%	↓ 36.7%	↓ 41.3%	↓ 26.1%
	Combustibles y energías	↓ 5.5%	↓ 37.7%	↑ 17.6%	↓ 15.3%
	Man. De origen industrial	↓ 9.1%	↓ 32.1%	↓ 3.3%	↓ 13.2%
	Man. De origen agropecuario	↓ 29.0%	↓ 36.1%	↓ 26.1%	↓ 28.0%
Importaciones		USD 7.357 M	USD 7.177 M	USD 6.709 M	USD 6.865 M
Balanza Comercial		- USD 1.154 M	- USD 1.727 M	- USD 649 M	- USD 1.011 M

Variables	Subvariables	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
Exportaciones		USD 5.751 M	USD 5.385 M	USD 4.872 M	USD 5.273 M
	Productos primarios	↓ 31.0%	↓ 51.3%	↓ 54.2%	↓ 16.9%
	Combustibles y energías	↓ 33.8%	↓ 7.3%	↓ 9.5%	↓ 12.7%
	Man. De origen industrial	↓ 5.3%	↓ 21.8%	↓ 15.0%	↑ 3.6%
	Man. De origen agropecuario	↓ 28.7%	↓ 32.6%	↓ 37.5%	↓ 25.1%
Importaciones		USD 6.544 M	USD 5.839 M	USD 5.487 M	USD 4.255 M
Balanza Comercial		- USD 793 M	- USD 454 M	- USD 615 M	USD 1.018 M

Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados de Intercambio Comercial Argentino - INDEC

Cuadro 15. Resultados del Balance de Pagos 2023

Variable	Subvariable	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV
Balanza de Pagos					
	Cuenta Corriente	-USD 5.641 M	-USD 6.351 M	-USD 6.103 M	-USD 3.420 M
	Cuenta Financiera	USD 6.720 M	USD 7.602 M	USD 5.262 M	USD 4.426 M
	Reservas Internacionales	-USD 6.004 M	-USD 10.058 M	-USD 889 M	-USD 4.724 M
Posición de inversión internacional a valor de mercado		USD 116.200 M (Acreedora)	USD 92.928 M (Acreedora)	USD 90.921 M (Acreedora)	USD 108.971 M (Acreedora)
	Activos financieros	USD 428.635 M	USD 424.535 M	USD 429.795 M	USD 437.398 M
	Pasivos	USD 312.435	USD 331.607 M	USD 338.874 M	USD 328.426 M

Deuda externa a valor nominal		USD 275.093	USD 276.201 M	USD 283.517 M	USD 285.951 M
--	--	------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el INDEC

Como se puede observar, la reducción en la producción agrícola, consecuencia de la sequía, provocó una fuerte disminución en las exportaciones provenientes de dicho sector económico⁵⁷, así como importaciones récord de sectores que fueron afectados por la sequía⁵⁸. De acuerdo con datos de CIARA-CEC⁵⁹, en 2023 se registró una baja en la liquidación de divisas del 51.179%⁶⁰, el valor más bajo en los últimos quince años. Asimismo, la Bolsa de Comercio de Rosario reportó una caída en la recaudación por derechos de exportación de más del 60% respecto al año anterior⁶¹.

En los *Cuadros N°11 y N°12*, se observa que Argentina presentó un déficit comercial de 6.926 millones de dólares en el año 2023, de acuerdo con datos proporcionados por la Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. Esto no solo se lo puede atribuir a la escasez de oferta local a nivel productivo, sino también a las burocracias⁶² a las cuales se tenían que someter las industrias para gestionar la importación de cereales dada la situación de escasez de divisas del Banco Central.

⁵⁷ En el último año, los complejos más afectados por la sequía fueron el trigo (-69,4%), soja (-43,9%), maicero (-32,7%) y girasol (-25,2%). Las ventas disminuyeron principalmente debido a una caída en las cantidades despachadas. Por ejemplo, la reducción en trigo y morcajo fue del 78,6%; en harina y pellets de la extracción del aceite de soja, del 35,2%; en aceite de soja en bruto, del 17,4%; en biodiésel y sus mezclas, del 77,2%; en maíz en grano excluido para siembra, del 32,5%; y en semillas de girasol, del 29,1%. *Complejos exportadores | INDEC*

⁵⁸ En 2023 se importaron 10.36 millones de toneladas de poroto de soja en pos de abastecer a las fábricas de aceite y biodiesel, que son esenciales para la industria alimentaria y energética del país. Por otro lado, a pesar del potencial de Vaca Muerta, la producción de gas y petróleo en Argentina no fue suficiente para cubrir la demanda interna, especialmente en invierno. Esto llevó al país a importar gas natural licuado (GNL) y otros combustibles. La crisis energética se agravó por la sequía ya que redujo la generación hidroeléctrica, y el aumento de las importaciones energéticas contribuyó al déficit comercial, presionando aún más las reservas del Banco Central (Cfr. INDEC, 2023).

⁵⁹ CIARA-CEC es una entidad empresarial que reúne al Centro de Exportadores de Cereales (CEC) y a la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina (CIARA). El Centro Exportador de Cereales reúne a las empresas exportadoras de granos de la Argentina. CIARA es la Cámara de la Industria Aceitera Argentina. Reúne a las empresas que elaboran aceites vegetales y harinas proteicas. *Institucional | CIARA*

⁶⁰ Liquidación de divisas 2022 USD 40.438.170.941 y 2023 USD 19.742.137.675. *Comunicados | CIARA*

⁶¹ En 2022 se logró recaudar USD 9.773 millones en concepto de Derecho de Exportación, mientras que en 2023 USD 3.687. *Investigación y Desarrollo | BCR*

⁶² El Régimen de Admisión Temporal permitía la importación de soja para su procesamiento industrial con la obligación de exportar los productos derivados, generando divisas. En situaciones normales, las empresas acceden al mercado de divisas para pagar estas importaciones, pero debido a la falta de dólares en el Banco Central, las industrias debían financiar la compra de soja con capital propio o créditos. Al exportar la harina y el aceite de soja, el gobierno restituía las divisas utilizadas para la importación, mientras que el saldo restante se liquidaba como una exportación habitual en el mercado cambiario argentino.

En el mismo período de tiempo, se registró un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 21.494 millones de dólares en el mismo año. Este déficit implica que, en términos netos, el país gastó más en sus transacciones internacionales (incluyendo bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes) de lo que ingresó. La cifra representa un deterioro de 17.204 millones de dólares con respecto al saldo de la cuenta corriente registrado en 2022, lo que indica un empeoramiento significativo en las transacciones internacionales del país y, por ende, en las reservas internacionales del Banco Central.

Al analizar la Cuenta Financiera de la Balanza de Pago en 2023, se observa un complejo panorama caracterizado por la interacción entre los activos y pasivos financieros. Este escenario estuvo marcado por un alto déficit financiero y una dependencia sostenida de capitales externos. El incremento en la demanda de fondos reflejó la presión para cubrir compromisos financieros, tales como el pago de deudas, la financiación del déficit fiscal y las necesidades de inversión, en un contexto de recursos internos insuficientes, como ingresos fiscales robustos o un nivel adecuado de ahorro doméstico.

Cuadro 16. Apertura de Cuenta Financiera 2023 (Millones de dólares)

	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre
Necesidad de financiamiento externo	U\$S 5.620 M	U\$S 6.316 M	U\$S 6.067 M	U\$S 3.381 M
Cuenta financiera	- U\$S 6.720 M	-U\$S 7.602 M	-U\$S 5.262 M	-U\$S 4.426 M
Adquisición neta de activos financieros	-U\$S 4.672 M	-U\$S 5.166 M	-U\$S 5.605 M	U\$S 856 M
I. Inversión directa (en el exterior)	U\$S 607 M	U\$S 686 M	U\$S 535 M	U\$S 624 M
II. Inversión de cartera	U\$S 1.222 M	U\$S 280 M	U\$S 380 M	-U\$S 1.985 M
III. Derivados financieros (distintos de reserva)	U\$S 0	U\$S 0	U\$S 0	U\$S 12 M
IV. Otras inversiones	-U\$S 498 M	U\$S 3.926 M	U\$S 5.579 M	U\$S 6.928 M
V. Activos de reserva	-U\$S 6.004 M	- U\$S10.058 M	-U\$S 889 M	-U\$S 4.724 M
Emisión neta de pasivos financieros	U\$S 2.048 M	U\$S 2.436 M	U\$S 10.867 M	U\$S 5.281 M
I. Inversión directa (en el país)	U\$S 3.914 M	U\$S 4.821 M	U\$S 6.090 M	U\$S 6.816 M
II. Inversión de cartera	- U\$S 1.667 M	U\$S 127 M	-U\$S 1.523 M	-U\$S 365 M
III. Derivados financieros (distintos de reserva)	-U\$S 3 M	U\$S 2 M	U\$S 2 M	U\$S 2 M
IV. Otras inversiones	-U\$S 196 M	-U\$S 2.514 M	U\$S 6.298 M	-U\$S 1.171 M

Errores y omisiones	-US\$ 1.100 M	-US\$ 1.286 M	US\$ 806 M	-US\$ 1.044 M
----------------------------	--------------------------	--------------------------	-------------------	--------------------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por INDEC, Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales

La evolución de los pasivos financieros en Argentina durante el año 2023 presentó dinámicas contrastantes que reflejan las tensiones y oportunidades del contexto económico. En particular, se observó que la Inversión Directa desempeñó un papel central como principal fuente de emisión neta de pasivos financieros. Durante el primer trimestre, la entrada de capital extranjero alcanzó los US\$ 3.914 millones, impulsada por un interés sostenido en sectores estratégicos de la economía argentina. Esta tendencia se intensificó en los trimestres subsiguientes, logrando un máximo de US\$ 6.816 millones en el cuarto trimestre, lo que evidencia una percepción de oportunidades a largo plazo por parte de los inversores extranjeros. En contraste, los pasivos financieros asociados a la Inversión de Cartera mostraron una trayectoria descendente. Este fenómeno estuvo vinculado, por un lado, a operaciones de compra y venta de deuda entre residentes y no residentes, y, por otro, a cancelaciones de títulos de deuda por parte del Gobierno, reflejando que el sector público tomó menos deuda (colocaciones) y pagó más de lo que debía (amortizaciones). Por su parte, la categoría de Otra Inversión registró una notable volatilidad a lo largo del año. En el tercer trimestre, se destacó un aumento en los pasivos financieros debido al financiamiento otorgado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, este incremento fue contrarrestado por un descenso en el cuarto trimestre, a medida que se priorizaron las amortizaciones de préstamos existentes.

En resumen, la estructura de los pasivos financieros en 2023 revela un panorama mixto: mientras que la Inversión Directa actuó como un pilar sólido para la atracción de capital extranjero, las categorías de Inversión de Cartera y Otra Inversión reflejaron los desafíos inherentes a las políticas de gestión de deuda pública. Estas dinámicas destacan el complejo equilibrio entre la necesidad de financiamiento externo, las restricciones fiscales y las estrategias gubernamentales para preservar la estabilidad económica en un contexto de crisis prolongada.

En términos de activos financieros, la categoría "Otra Inversión" experimentó fluctuaciones significativas en los flujos de capital durante 2023. Tras una contracción de US\$ 498 millones en el primer trimestre, se produjo un notable repunte en los períodos

siguientes, alcanzando US\$ 3.926 millones en el segundo trimestre, US\$ 5.579 millones en el tercero y US\$ 6.928 millones en el cuarto. Este crecimiento estuvo impulsado principalmente por el aumento en activos financieros en forma de moneda y depósitos de otros sectores, con incrementos destacables de US\$ 3.005 millones en el segundo trimestre, seguido de US\$ 5.689 millones y US\$ 5.478 millones en los trimestres posteriores.

Aunque las sociedades captadoras de depósitos enfrentaron una contracción en sus activos financieros externos durante el primer trimestre, estas mostraron un crecimiento moderado en los períodos subsiguientes. Paralelamente, el gobierno contribuyó al aumento de activos financieros, principalmente mediante la recuperación de bonos embargados, lo que, si bien mejoró las cifras globales, también introdujo elementos de riesgo jurídico en el panorama financiero.

Las categorías de Inversión de Cartera e Inversión Directa en el exterior también mostraron variaciones positivas durante el año, reflejando una tendencia sostenida hacia la diversificación de activos financieros de los residentes en el extranjero. Este comportamiento responde a una preferencia creciente por activos que ofrezcan mayor seguridad y estabilidad frente a la volatilidad económica local.

En conjunto, estos resultados evidencian una recuperación en la formación de activos financieros externos, impulsada por otros sectores y acompañada de desafíos importantes, como los riesgos legales que pueden impactar la confianza y estabilidad del sistema financiero. La dinámica observada subraya tanto la importancia de la diversificación de activos como la necesidad de mitigar factores de incertidumbre que afecten a los mercados locales e internacionales.

Cuadro 17. Deuda externa del Gobierno Central con organismos internacionales, a valor nominal. Año 2023. (Millones de dólares)

	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre
Total de deuda con organismos internacionales	U\$S 77.357	U\$S 72.196M	U\$S76.110 M	U\$S75.234 M
Fondo Monetario Internacional	U\$S 46.041 M	U\$S 40.220 M	U\$S 43.491M	U\$S 40.899
Banco Interamericano de Desarrollo	U\$S 15.507 M	U\$S 15.897	U\$S 16.232M	U\$S 16.511 M
Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	U\$S 9.386 M	U\$S 9.256 M	U\$S 9.481 M	U\$S 9.889 M

Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe	U\$S 4.166 M	U\$S 4.105 M	U\$S 4.385 M	U\$S 5.435 M
International Fund for Agricultural Development	U\$S 34 M	U\$S 36 M	U\$S 48 M	U\$S 48 M
FONPLATA - Banco de Desarrollo	U\$S 479 M	U\$S 487 M	U\$S 469 M	U\$S 461 M
Otros organismos⁶³	U\$S 925 M	U\$S 910 M	U\$S 961 M	U\$S 972 M
Resto de los organismos	U\$S 1.014 M	U\$S 1.088 M	U\$S 1.044 M	U\$S 1.019 M

Fuente: Creación propia en base a datos proporcionados por INDEC, Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales.

Cuadro 18. Deuda externa bruta por tipo de moneda y sector institucional, a valor nominal. Año 2023.

Sector Económico	Moneda	1° Trimestre	2° Trimestre	3° Trimestre	4° Trimestre
Gobierno General	Dólar	101.404	104.259	103.093	103.093
	DEG	46.045	40.224	43.395	40.902
	Yuan	0	0	0	0
	Euro	8.367	8.059	8.233	8.13
	Peso	1.911	1.608	961	1.291
	Yen	607	554	536	532
	Otras	304	413	309	307
Banco Central	Dólar	3000	3000	3000	2.15
	DEG	6.827	6.750	6.675	6.809
	Yuan	18.917	17.922	17.813	18.307
	Euro	0	0	0	0
	Peso	0	0	0	0
	Yen	0	0	0	0
	Otras	0	0	0	0
Sociedades Captadoras de Depósito	Dólar	2.198	2.232	2.153	1.992
	DEG	0	0	0	0
	Yuan	1	2	78	19
	Euro	128	92	95	106
	Peso	761	590	687	355
	Yen	0	0	0	0
	Otras	0	2	2	0
Otras Sociedades Financieras	Dólar	1.515	1.572	1.596	1.648
	DEG	0	0	0	0
	Yuan	0	9	0	0
	Euro	11	14	13	17
	Peso	53	61	64	48
	Yen	0	0	0	0
	Otras	3	3	4	5
	Dólar	74.567	78.808	83.483	88.443

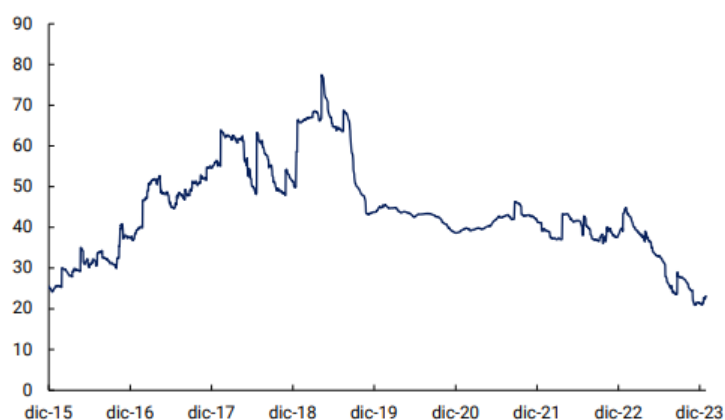
⁶³ Banco Europeo de Inversiones (BEI); OPEC Fund for International Development (OFID); Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

Sociedades no Financieras, hogares e ISFLSH	DEG	0	0	0	0
	Yuan	481	1.774	3.067	3.585
	Euro	3.951	4.021	4.304	5.237
	Peso	3.164	3.313	2.833	1.666
	Yen	53	48	61	77
	Otras	824	881	963	1.231

Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por INDEC, Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales; ONCP y BCRA

En 2023, la situación crítica de las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina quedó reflejada por las fuertes caídas registradas en los primeros dos trimestres del año. En el primer trimestre, las reservas se redujeron en U\$S 6.004 millones, mientras que en el segundo trimestre la caída fue aún más pronunciada, alcanzando los U\$S 10.058 millones. Esta pérdida de reservas fue el resultado de un complejo círculo vicioso de factores internos y externos, entre los que se destacan la histórica sequía que afectó la producción y debilitó la balanza comercial, así como la fuga de capitales y el aumento de las importaciones energéticas, lo que presionó aún más las reservas del Banco Central.

Gráfico 17. Saldo de Reservas Internacionales. (miles de millones de dólares)



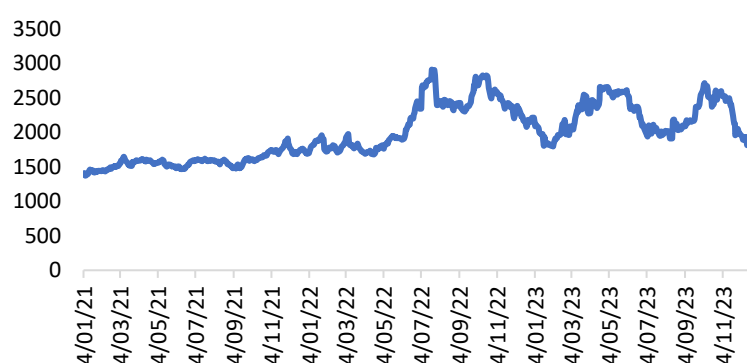
Fuente: Banco Central de la República Argentina | Informe Monetario Mensual |
Diciembre 2023

El pago de compromisos de deuda externa también jugó un rol fundamental en la caída de las reservas. A lo largo del año, el stock de deuda externa bruta experimentó un aumento en términos nominales, pasando de U\$S 275.093 millones en marzo a U\$S 285.951 millones en diciembre. Este crecimiento se debió en parte al endeudamiento significativo del sector privado, mientras que el Gobierno y el Banco Central redujeron

su deuda externa en algunos trimestres, buscando gestionar el riesgo de deuda y aliviar la presión sobre las reservas internacionales.

En este escenario, el riesgo país⁶⁴ se mantuvo en niveles elevados, superando en algunos momentos los 2.000 puntos básicos. reflejaba la creciente percepción de los mercados internacionales sobre la alta probabilidad de un incumplimiento de los compromisos de deuda. Factores como la incertidumbre política derivada de las elecciones, la baja disponibilidad de reservas internacionales, la elevada inflación y el déficit en la balanza comercial contribuyeron a mantener este riesgo país en niveles tan altos.

Gráfico 18. Riesgo País Argentina (2021-2023)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por JP Morgan

Ante la creciente presión sobre las reservas internacionales y la falta de divisas, el gobierno argentino implementó, el 18 de enero de 2023, el gobierno anunció un programa de recompra de deuda soberana externa⁶⁵ por USD 1.000 millones centrándose en bonos denominados en dólares con vencimientos en 2029 y 2030 (Cfr. Resolución Conjunta 1/2023 RESFC-2023-1-APN-SF#MEC, Ministerio de Economía, Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas). El objetivo principal de este programa era reducir la presión

⁶⁴ Es un indicador que mide la probabilidad de que un país no pueda cumplir con sus obligaciones financieras, como el pago de deuda externa. Se refleja en una prima de riesgo que los inversores exigen para compensar el riesgo percibido de invertir en ese país, y suele estar determinado por factores económicos, políticos y sociales que afectan la estabilidad financiera. Un aumento en el riesgo país indica una mayor percepción de inestabilidad y, por lo general, se traduce en tasas de interés más altas en los mercados internacionales. *El Diccionario | Economipedia*

⁶⁵ Es una operación financiera en la que el gobierno adquiere sus propios bonos en circulación antes de su vencimiento en el mercado. El objetivo es reducir la carga de la deuda, mejorar el perfil de vencimientos y disminuir el riesgo país. Idealmente, los bonos se recompran cuando cotizan por debajo de su valor nominal para generar un ahorro en el servicio de deuda. No obstante, si el gobierno financia la recompra con reservas limitadas, esto puede aumentar la desconfianza en los mercados y agravar las tensiones cambiarias e inflacionarias.

sobre el tipo de cambio, mejorar el perfil de deuda y disminuir el riesgo país. Sin embargo, el contexto económico dificultaba esta estrategia, ya que el Banco Central enfrentaba reservas netas líquidas negativas, limitando la capacidad del gobierno para destinar dólares a la recompra de deuda. La desconfianza de los mercados se agudizó tras el anuncio, lo que provocó la depreciación de los bonos y amplió la brecha cambiaria, exacerbando la crisis de confianza y acelerando la inflación, que alcanzó alrededor del 140% anual.

Además, durante el año 2023 el gobierno argentino llevó a cabo diversas operaciones de canje de deuda⁶⁶ con el propósito de gestionar sus compromisos financieros y aliviar la presión sobre las reservas del Banco Central. Estos canjes consistieron en extender plazos y ajustar condiciones, pero no lograron restaurar la confianza de los inversores. La desconfianza persistió debido a la inflación, la caída de las reservas y la incertidumbre política por las elecciones presidenciales. Aunque los canjes evitaron un default inmediato, no resolvieron los problemas estructurales de la economía, como el alto déficit fiscal y el riesgo país.

Este contexto de incertidumbre económica y elevada inflación hizo que el gobierno, frente a la escasez de dólares y la necesidad de refinanciar sus compromisos, recurriese a alternativas como la emisión de deuda en pesos. Ante la falta de acceso a los mercados internacionales de crédito debido a la desconfianza y al alto riesgo país, el gobierno optó por emitir instrumentos financieros "dólar linked"⁶⁷ y ajustables por Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)⁶⁸ como mecanismos alternativos para obtener financiamiento en pesos sin recurrir directamente al mercado de deuda en dólares. La estrategia de financiamiento en pesos, aunque destinada a aliviar la presión sobre las reservas internacionales, incrementó significativamente los riesgos fiscales al generar una mayor exposición del gobierno a una posible devaluación abrupta del peso o a un aumento descontrolado de la inflación. En particular, los instrumentos financieros 'dólar linked' y

⁶⁶ Un canje de deuda es un proceso mediante el cual un país o entidad reestructura su deuda, ofreciendo a los acreedores intercambiar los bonos existentes por nuevos instrumentos con condiciones modificadas, como plazos más largos o tasas de interés diferentes, con el fin de aliviar la presión financiera y evitar el default.

⁶⁷ Son bonos denominados en pesos, cuyo capital está atado a la evolución del tipo de cambio oficial. Esto significa que el monto se ajusta según la variación del tipo de cambio oficial, brindando protección contra una posible devaluación del peso. iProfesional | Finanzas | Inversiones en pesos

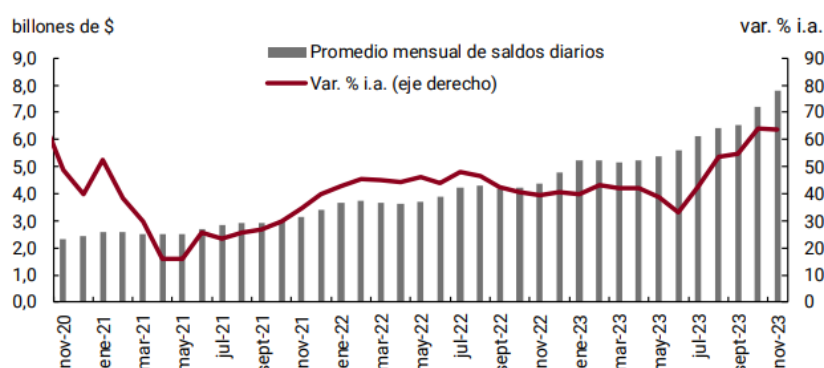
⁶⁸ Los bonos ajustables por CER siguen la evolución de la inflación, por lo que se ajustan por el índice de precios al consumidor, ofreciendo a los inversores cobertura contra la pérdida de poder adquisitivo, haciéndolos atractivos en un contexto de alta inflación. Central de Fondos | Glosario Financiero | CER

ajustables por CER, si bien ofrecían protección contra devaluaciones, también implicaban un riesgo creciente de deuda, ya que cualquier aumento de la inflación o un ajuste cambiario imprevisto podía disparar los costos de repago, exacerbando el ya elevado déficit fiscal.

Pese a los esfuerzos por captar financiamiento interno, la persistente escasez de dólares y el acceso limitado a financiamiento externo obligaron al gobierno a recurrir a la emisión monetaria como principal herramienta para cubrir las crecientes necesidades fiscales. En este contexto, la falta de confianza en el gobierno llevó a una mayor dependencia del Banco Central, que incrementó la base monetaria⁶⁹ a través de la emisión de pesos para financiar el déficit público. Este mecanismo permitió al gobierno afrontar gastos significativos en subsidios, programas sociales y otras erogaciones, particularmente en un año electoral. Sin embargo, la emisión monetaria, utilizada como solución de corto plazo, tuvo un impacto inflacionario severo. Al expandir la base monetaria sin el respaldo adecuado en reservas internacionales, se generaron expectativas inflacionarias crecientes, lo que profundizó la desconfianza en el peso argentino. Esto derivó en un círculo vicioso: la inflación, al erosionar el poder adquisitivo de la población, impulsó una mayor dolarización de ahorros y transacciones, presionando aún más el tipo de cambio y debilitando la competitividad económica.

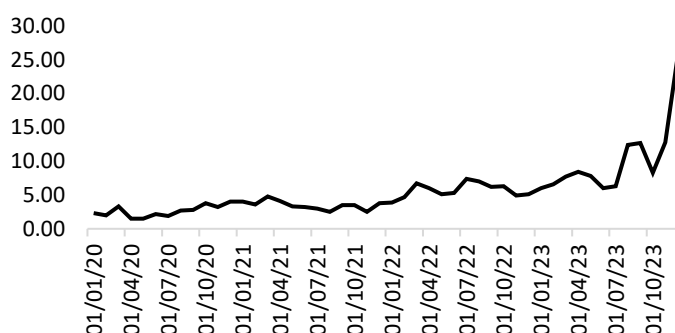
⁶⁹ La teoría cuantitativa del dinero explica que, en una economía cerrada y en equilibrio, la cantidad de dinero en circulación multiplicada por la velocidad del dinero es igual al nivel de precios multiplicado por la cantidad de bienes y servicios producidos en la economía. Esto explica que, si la oferta de dinero aumenta sin un aumento correspondiente en la producción, los precios de la economía deben ajustarse al alza para restablecer el equilibrio, lo que resulta en inflación. Cuando los agentes económicos observan que la emisión monetaria comienza a aumentar y la producción se mantiene sin cambios, comienzan a anticipar que los precios subirán. De esta manera, tanto las empresas como los consumidores ajustan sus comportamientos aumentando los precios o adelantando compras, lo que contribuye a la inflación real. La percepción de que el dinero perderá valor en el futuro lleva a decisiones que agravan la inflación en la actualidad. Ante la incertidumbre sobre el valor futuro del dinero, los agentes económicos tienden a buscar refugios de valor, como bienes físicos o monedas fuertes. Esta fuga hacia activos más seguros reduce la demanda de moneda local intensificando la depreciación de la misma. (Cfr. Parkin & Loría, 2010).

Gráfico 19. Base Monetaria



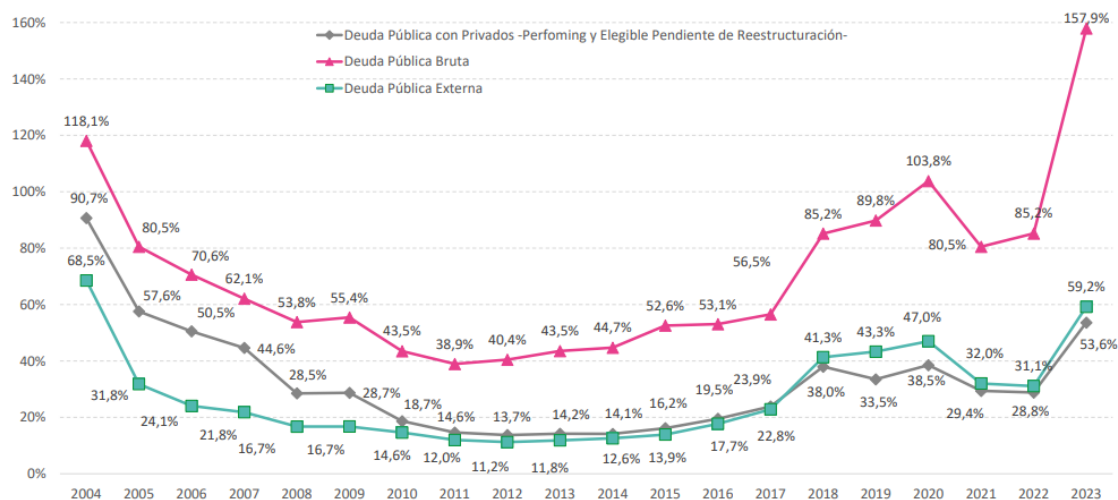
Fuente: Banco Central de la República Argentina | Boletín Estadístico | Diciembre de 2023

Gráfico 20. Inflación mensual. 2020-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Banco Central de la República Argentina | Publicaciones y Estadísticas

Gráfico 21. Deuda Bruta de la Administración Central en % del PBI



Fuente: Ministerio de Economía Argentina / Finanzas / Datos trimestrales de la deuda / Informe IV trimestre 2023

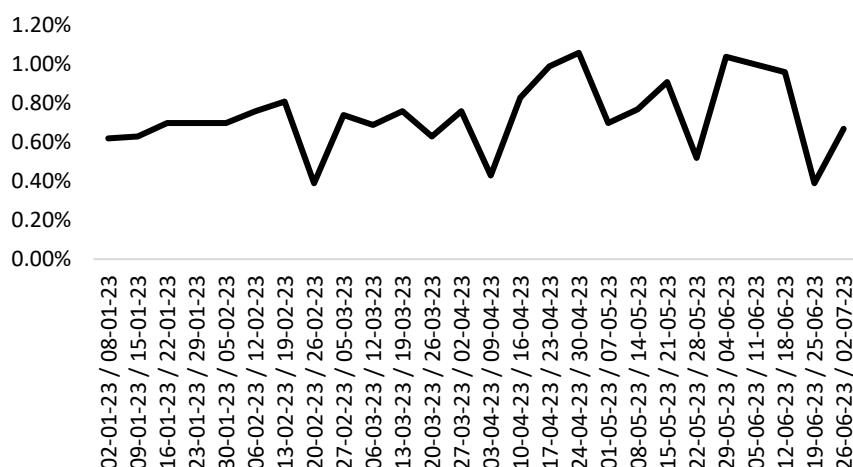
Durante 2023, el Banco Central de la República Argentina tuvo que intervenir activamente en el mercado cambiario como respuesta a una serie de factores técnicos y estructurales que amenazaban la estabilidad económica. La intervención no solo apuntaba a frenar la devaluación del peso y estabilizar las reservas internacionales, sino también a gestionar las percepciones y expectativas de los agentes económicos para evitar una crisis de confianza. En este contexto, la incertidumbre sobre el tipo de cambio y la inflación generó un clima donde los actores económicos, alimentados por experiencias pasadas, comenzaron a anticipar una devaluación inminente, un fenómeno ampliamente influenciado por sesgos conductuales como el sesgo de disponibilidad y el sesgo de anclaje, que llevaron a la población a sobreestimar el riesgo de crisis debido a referencias históricas como el colapso de 2001⁷⁰.

Una de las principales estrategias del gobierno fue el régimen de crawling peg⁷¹, un mecanismo mediante el cual la cotización del peso frente al dólar se ajustaba gradualmente. Este enfoque pretendía evitar devaluaciones abruptas y controlar el traspaso del aumento del dólar a los precios internos. Sin embargo, la persistente brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo reflejaba la desconfianza generalizada en la capacidad del gobierno para estabilizar la moneda. La demanda creciente de dólares en el mercado paralelo evidenciaba que los agentes económicos no creían en la estabilidad del peso, lo que incrementaba aún más la presión sobre las reservas internacionales del Banco Central.

⁷⁰ La crisis de 2001 en Argentina fue un colapso económico, político y social marcado por una severa recesión, altísima inflación, devaluación del peso, un masivo aumento de la pobreza, endeudamiento externo insostenible, sistema de convertibilidad que ataba el peso al dólar, fuga masiva de capitales, corralito bancario, disturbios sociales, default de deuda externa y una sucesión de cinco presidentes en tan solo diez días.

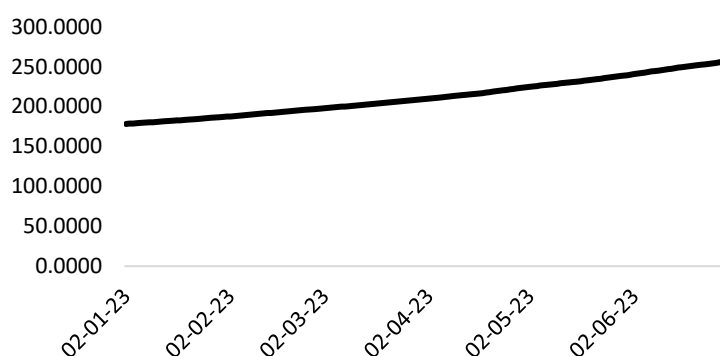
⁷¹ Es un sistema de tipo de cambio en el cual una moneda se ajusta gradualmente frente a otra, siguiendo una tasa preestablecida o vinculada a la inflación u otro indicador económico. Este mecanismo tiene como objetivo evitar una devaluación abrupta del tipo de cambio. En 2023, la tasa de crawling peg en Argentina no fue una cifra fija, sino un ajuste gradual y variable del tipo de cambio oficial. Esto significa que el valor del peso se devaluaba frente al dólar en intervalos regulares (semanales o diarios) en porcentajes pequeños, menores a la tasa de inflación.

Gráfico 22. Tasa semanal de Crawling Peg (Enero 2023 - Junio 2023)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por el BCRA sobre variaciones diarias del Tipo de Cambio A 3500

Gráfico 23. Tipo de Cambio A 3500 (Enero 2023 – Junio 2023)



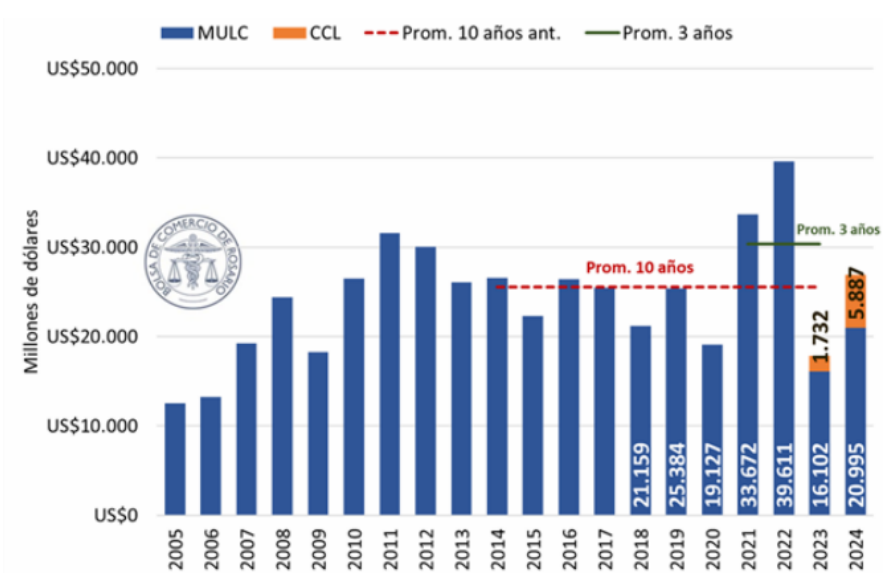
Fuente: Elaboración propia según datos proporcionados por el BCRA

Otras de las medidas que el Central llevó a cabo, fue la intervención en el mercado de bonos⁷² y la implementación de programas de incentivos para exportadores. Entre

⁷² En 2023, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) intervino en el mercado de bonos para controlar la volatilidad de los tipos de cambio paralelos, como el dólar MEP y el dólar contado con liquidación (CCL). Mediante la compra y venta de bonos denominados en pesos y dólares y a través de las operaciones coordinadas entre el central y organismos públicos como la ANSES (a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad) para sostener los precios de los bonos en momentos de alta especulación, El Banco Central intentó moderar las fluctuaciones de estos tipos de cambio y frenar la fuga de capitales. Esta intervención buscó reducir la volatilidad cambiaria, proteger las reservas internacionales y contener las expectativas de una devaluación. Sin embargo, las operaciones generaron un costo en reservas y no resolvieron los desequilibrios estructurales de la economía, dejando en evidencia las limitaciones de las políticas de corto plazo frente a problemas económicos más profundos. *Sector Público Nacional | DECNU-2023-164-APN-PTE-Disposiciones*

estos, se destacaron principalmente el "dólar soja" y el "dólar agro". El dólar soja fue un tipo de cambio diferencial dirigido a los exportadores de soja y sus derivados. Este programa ofrecía un tipo de cambio más alto que el oficial, incentivando la liquidación de divisas por parte del sector agrícola. Sin embargo, la implementación de un dólar diferencial para la soja en Argentina durante 2023 generó importantes distorsiones en el mercado agrícola, impactando tanto los precios internos como las dinámicas productivas y comerciales. Al ofrecer un tipo de cambio más alto para la liquidación de exportaciones, se incentivó la exportación de soja sobre su venta en el mercado interno, lo que provocó un aumento en los precios locales de la soja y sus derivados. Por otro lado, la reiterada aplicación de programas de dólar diferencial creó incertidumbre entre los productores, quienes postergaron la venta de su producción a la espera de mejores condiciones cambiarias. Esto redujo la oferta en el mercado interno y limitó el flujo de divisas hacia el Banco Central. Además, la coexistencia del dólar oficial, el dólar soja y los tipos de cambio paralelos fomentó comportamientos especulativos, como la conversión de divisas obtenidas mediante el dólar soja en dólares paralelos, ampliando la brecha cambiaria. Por otro lado, los insumos agrícolas, mayormente importados, siguieron el dólar paralelo, encareciendo los costos de producción. En resumen, el dólar diferencial, aunque útil para captar divisas en el corto plazo, profundizó desequilibrios estructurales al alterar las decisiones productivas, encarecer los costos internos y agravar la incertidumbre económica.

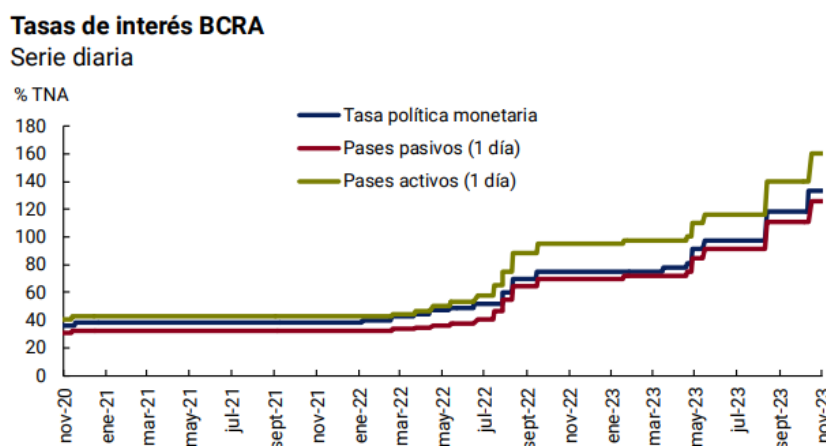
Gráfico 24. Liquidación anual de divisas del agro



Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario | Mercados

Por otro lado, las altas tasas de interés implementadas por el BCRA para reducir la brecha cambiaria y frenar la inflación intentando ofrecer un rendimiento real positivo buscando que los inversores prefieran mantener sus ahorros en pesos en lugar de dolarizar sus carteras, tuvieron efectos negativos sobre la economía ya que encareció los costos de endeudamiento, lo que redujo el crédito, el gasto/consumo y la inversión. Dicha política buscaba frenar la expansión de la demanda agregada, pero tuvo efectos negativos en el empleo y la inversión, especialmente en sectores clave como la construcción, la industria manufacturera y las PyMEs⁷³ que comenzaron a ver su capacidad de financiamiento cada vez más reducida, lo que provocó recortes de personal, cese de actividades y una menor creación de empleo. Además, el aumento del costo del crédito redujo la capacidad de inversión, innovación y expansión empresarial, desacelerando la economía y alimentando las expectativas de devaluación. La contracción del crédito también limitó la capacidad de consumo de los hogares. Las familias, al enfrentar tasas de interés más altas, vieron encarecerse no solo los préstamos personales y los créditos para la compra de bienes duraderos, sino también las tarjetas de crédito, lo que redujo su poder adquisitivo y capacidad de consumo. Este descenso en la demanda afectó la producción y, en consecuencia, la generación de empleo en el sector privado. La caída en el consumo amplificó aún más la desaceleración económica, ya que las empresas, enfrentando una menor demanda de bienes y servicios, redujeron su producción, lo que agravó la crisis económica. Esta estrategia, que buscaba combatir la inflación y desalentar la dolarización, no solo fracasó en sus objetivos, sino que también profundizó las tensiones económicas, alimentando las expectativas de una devaluación y empeorando la situación.

Gráfico 25. Tasa de Política Monetaria (2020 – 2023)



⁷³ Pequeñas y medianas empresas.

En paralelo, el Banco Central recurrió a acuerdos internacionales, como el swap⁷⁴ con China y los desembolsos del Fondo Monetario Internacional (FMI), para reforzar las reservas y aliviar la presión cambiaria. Si bien estas medidas proporcionaron un alivio temporal, no resolvieron los problemas estructurales de la economía, como el déficit fiscal, la inflación y la desconfianza en el peso, que continuaban siendo los principales desafíos a largo plazo.

Este complejo contexto de crisis estuvo marcado por el comportamiento de los agentes económicos. Con las elecciones presidenciales en curso, la incertidumbre y la polarización política generaron un clima en el que muchos, ante la posibilidad de un cambio de gobierno, anticiparon reformas económicas y políticas que podrían impactar sus vidas de formas inciertas, percibiendo este posible cambio más como una amenaza que como una oportunidad. Esta percepción se vio alimentada por la incapacidad del gobierno para abordar problemas como la alta inflación, la devaluación de la moneda y el aumento del desempleo, lo que incrementó la desconfianza y el desencanto. Como resultado, los ciudadanos adoptaron un comportamiento económico más cauteloso, aumentando el ahorro y disminuyendo el consumo, además de optar por refugiarse en monedas más estables. La falta de confianza en las instituciones dificultó la implementación de reformas necesarias y creó un clima de tensión social que complicó aún más el panorama político y económico, reflejando la compleja interacción entre la economía y la política en ese momento crítico y formando un ciclo vicioso que obstaculizó la recuperación del país.

La aversión a la pérdida, otro sesgo conductual determinante, desempeñó un papel esencial en la búsqueda de refugio en activos dolarizados. Este sesgo implica que las

⁷⁴ Un swap de divisas es un acuerdo entre dos partes para intercambiar flujos de pagos en diferentes monedas durante un período de tiempo determinado. Usualmente, incluye un intercambio inicial de capital en distintas monedas y pagos periódicos de intereses (calculados sobre el monto principal intercambiado), seguidos de la devolución del capital al final del contrato. Se utiliza para gestionar riesgos cambiarios, obtener financiamiento en una moneda específica o reducir costos en operaciones internacionales. Este acuerdo bilateral permitió al BCRA acceder a yuanes para fortalecer sus reservas internacionales y facilitar el comercio bilateral. El acuerdo total ascendía a unos 130.000 millones de yuanes. Sin embargo, Argentina solo pudo utilizar una porción de este swap para pagos comerciales con China, reduciendo la demanda de dólares en el mercado cambiario. Esto fue crucial para el gobierno argentino, dada la escasez de dólares por la crisis de reservas. *El diccionario | Economipedia*

personas tienden a evitar las pérdidas más que a buscar ganancias, lo que explica la decisión de muchos individuos de proteger su poder adquisitivo frente a la expectativa de devaluación. Ante la incertidumbre económica y las expectativas de una devaluación inminente, los ciudadanos, tanto en el sector formal como en el informal, optaron por acumular activos dolarizados, ya que percibían que este era el único modo de evitar la pérdida de valor de sus ahorros. La motivación detrás de esta acumulación no era tanto una búsqueda de ganancia, sino una defensa contra el riesgo percibido de pérdida futura, lo que amplificó aún más la presión sobre los mercados cambiarios. Este comportamiento, aunque racional desde el punto de vista de la protección del valor de sus ahorros, profundizó la distorsión de los mercados cambiarios al incrementar la demanda de dólares de manera desproporcionada.

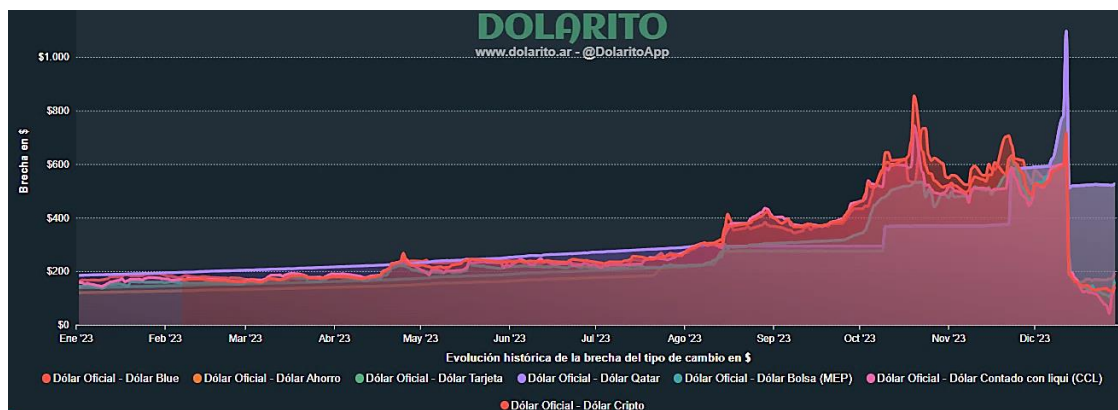
En la economía formal, los inversores y los ahorristas recurrieron a instrumentos financieros como bonos acciones de empresas que cotizan en dólares y, sobre todo, a el uso de instrumentos financieros como el dólar contado con liquidación (CCL) y el dólar mercado electrónico de pagos (MEP)⁷⁵. Estos dos mecanismos permitieron a los inversores acceder a divisas sin las restricciones del mercado oficial. En paralelo, en la economía informal, la demanda del dólar blue⁷⁶ aumentó considerablemente, dado que muchas personas no podían acceder al mercado oficial debido a las restricciones cambiarias impuestas. La convergencia de estas demandas, tanto en el sector formal como informal, resultó en una ampliación significativa de la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y los tipos de cambio alternativos. Este aumento en la demanda de dólares generó distorsiones notables en los mercados cambiarios. La creciente disparidad entre los tipos de cambio oficiales y el paralelo reflejó una desalineación en los precios relativos

⁷⁵ El dólar MEP es una forma de obtener dólares en el mercado financiero argentino a través de la compra de bonos en pesos y su posterior venta en su variante en dólares, obteniendo un tipo de cambio "implícito". El dólar CCL es una operación financiera que permite adquirir dólares en el mercado financiero a través de la compra de acciones o bonos en pesos y su posterior venta en dólares en mercados internacionales. Esta operación es similar al dólar MEP, pero con la diferencia de que el CCL implica una transferencia de divisas fuera del país, es decir, la liquidación de los fondos en el exterior. *iProfesional | Finanzas | Moneda extranjera*

⁷⁶ El dólar blue es una cotización informal del dólar estadounidense que se negocia fuera de los canales oficiales en Argentina. Su origen es debido a las continuas restricciones cambiarias impuestas por el gobierno nacional. Este tipo de cambio paralelo refleja la desconfianza en la moneda nacional ya que muchos ciudadanos prefieren ahorrar en dólares ante la continua inflación y micro devaluaciones periódicas y, como al mercado oficial no pueden acceder porque existen restricciones, recurren al mercado ilegal. Además, se ha convertido en un indicador de la tensión macroeconómica del país ya que la brecha cambiaria entre el dólar blue y el oficial señala las expectativas de devaluación y la falta de confianza en la política económica.

de la economía, lo que incentivó un comportamiento especulativo tanto en el mercado formal como en el informal.

Gráfico 26. Evolución histórica de la brecha cambiaria del dólar (2023)



Fuente: Dolarito | Brecha Cambiaria

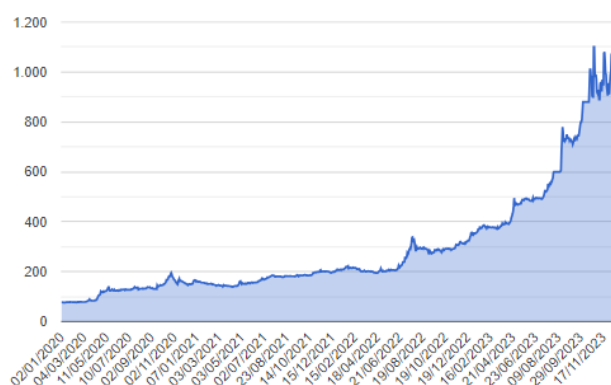
Cuando la brecha cambiaria es significativa, los precios de la economía tienden a ajustarse en función de la cotización de los dólares paralelos, aunque las transacciones se realicen en pesos. Esto se debe a que los costos de los insumos importados están vinculados a la cotización del dólar y, si el tipo de cambio paralelo es mucho más alto que el oficial, los comerciantes se ven tentados a ajustar sus precios internos en función de la cotización paralela, generando así inflación importada. Esto quiere decir que muchos comerciantes aumentan los precios por precaución, ante la posibilidad de que los costos de reposición de productos aumenten rápidamente debido a la fluctuación de los tipos de cambio. Este fenómeno, conocido como ajuste por precaución, se da cuando los empresarios suben los precios de manera preventiva para proteger sus márgenes de ganancia ante la volatilidad del mercado cambiario, incluso si no han experimentado aún un aumento real en los costos. Sin embargo, este ajuste preventivo no solo refleja la preocupación de los comerciantes por futuros aumentos en los costos de reposición de productos, sino que también genera un ciclo inflacionario que retroalimenta las expectativas de devaluación. A medida que los precios suben por precaución, los consumidores perciben un aumento generalizado de la inflación, lo que a su vez fortalece la creencia de que una devaluación del peso es inminente. Este comportamiento inflacionario alimenta la demanda de dólares como refugio, lo que a su vez aumenta la presión sobre el tipo de cambio paralelo, ampliando aún más la brecha cambiaria. La dinámica se vuelve autoreforzada, ya que los comerciantes, temiendo mayores aumentos

de costos debido a la devaluación anticipada, continúan ajustando los precios al alza, lo que genera una inflación importada adicional. De este modo, el ajuste por precaución no solo es una respuesta defensiva de los empresarios, sino que también se convierte en un factor clave que impulsa la inflación, alimentando la inestabilidad económica y aumentando la presión sobre los hogares, que ven deteriorado su poder adquisitivo.

El acceso limitado al dólar oficial para los importadores contribuye aún más a esta dinámica, ya que obliga a muchas empresas a recurrir al mercado paralelo para obtener divisas, lo que incrementa el costo de los productos importados. Esta situación impacta directamente en el consumo de los hogares, ya que los precios de bienes importados aumentan, lo que deteriora el poder adquisitivo de los ciudadanos y alimenta la presión inflacionaria en la economía local.

El crecimiento del mercado sumergido de divisas refleja las fallas del sistema financiero oficial y la incapacidad del gobierno de controlar la demanda de divisas. La expansión de mercados paralelos genera un desajuste entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, lo que dificulta la efectividad de las políticas cambiarias y monetarias. Los flujos de dinero que no pasan por el sistema bancario formal dificultan la capacidad del Banco Central de gestionar la política monetaria, ya que el dólar paralelo no se encuentra bajo su control, y las transacciones en estos mercados no son reflejadas en las estadísticas oficiales de la economía. Esto genera incertidumbre económica, ya que la falta de control sobre el mercado cambiario paralelo impide al gobierno tener una visión clara de la oferta y demanda de divisas, complicando la toma de decisiones y la implementación de políticas efectivas para controlar la inflación y garantizar el equilibrio económico.

Gráfico 27. Cotización tipo de cambio paralelo (2020 - 2023)



Fuente: Ámbito | Dólar Blue Histórico

En resumen, en 2023, la economía argentina atravesó una serie de desafíos económicos profundos, con una crisis cambiaria, inflación elevada y un déficit fiscal persistente. Las políticas implementadas por el gobierno, como el régimen de crawling peg, el dólar diferencial y las altas tasas de interés, intentaron estabilizar el mercado cambiario y frenar la devaluación, pero resultaron en distorsiones económicas que agudizaron la brecha cambiaria y fomentaron el comportamiento especulativo tanto en el mercado formal como en el paralelo. Los sesgos conductuales de los agentes económicos provocaron que se anticiparan a una devaluación inminente, lo que incrementó la demanda de dólares y alimentó la inflación. Las políticas monetarias, centradas en aumentar las tasas de interés para desalentar la dolarización, tuvieron efectos negativos sobre el crédito, reduciendo la inversión y el consumo. Además, el ajuste preventivo de precios por parte de los comerciantes, ante la incertidumbre cambiaria, generó inflación importada, lo que amplificó aún más las expectativas de devaluación. Si bien los acuerdos internacionales, como el swap con China y el FMI, ofrecieron un alivio temporal, no resolvieron los problemas estructurales de la economía, como el déficit fiscal y la desconfianza en las instituciones. Es por esto que las medidas del gobierno, aunque se encontraban orientadas a estabilizar la economía, fracasaron no solo en modificar las expectativas de los agentes económicos, sino también en abordar los problemas estructurales que impulsaron la crisis económica.

Con base en el contexto de crisis que afectó al país durante el año 2023, los agentes económicos comenzaron a adoptar diversas estrategias para protegerse ante la volatilidad del mercado. Una parte significativa de ellos optó por refugiarse en dólares físicos, adquiriéndolos en el mercado paralelo según sus posibilidades económicas. No obstante, una proporción considerable de la población recurrió al uso de contratos de futuros sobre el tipo de cambio como una herramienta de cobertura, en respuesta a la incertidumbre económica y las expectativas de una devaluación del peso.

De este modo, los contratos de futuros se consolidaron como un instrumento esencial para aquellos que buscaban proteger sus portafolios ante la potencial devaluación del peso, sin necesidad de recurrir directamente al mercado cambiario informal, en el cual la cotización del dólar alcanzaba niveles significativamente más elevados en relación con el tipo de cambio oficial. El uso de los contratos de futuros sobre tipo de cambio ofreció a los agentes económicos la posibilidad de "fijar" el valor del dólar en el futuro, lo que les permitió gestionar el riesgo cambiario y reducir la exposición a la fluctuación del

mercado. Esto resultó particularmente atractivo dado que los contratos de futuros pueden ser utilizados tanto por quienes necesitan dólares para importaciones o para cubrir pasivos en moneda extranjera, como por aquellos que desean especular sobre la evolución del tipo de cambio. Estos contratos también contribuyeron a aumentar la presión sobre las expectativas de los agentes ya que no solo ayudaban a los agentes económicos a protegerse contra una posible devaluación, sino que también servían como un termómetro del miedo colectivo. Cuando una gran cantidad de personas operaba dichos instrumentos, la señal que enviaban al mercado era que todos esperaban una devaluación. Esto hacía que los agentes no solo se protegieran, sino que también actuaran por anticipación, comprando dólares a través de estos contratos o en el mercado paralelo.

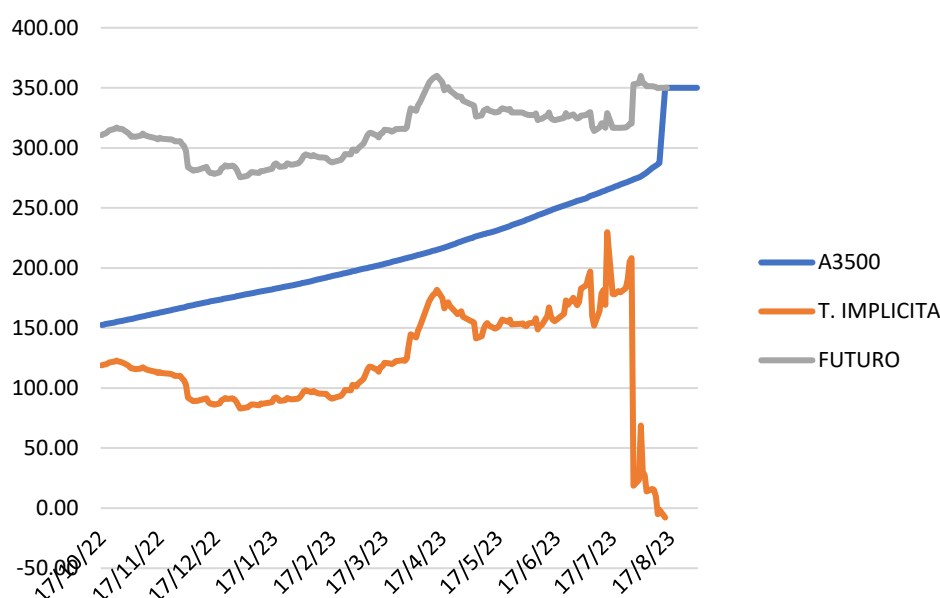
El análisis de la evolución del tipo de cambio oficial (A3500) y de los contratos futuros de dólar en el mercado MATBA Rofex para la posición de agosto, negociado desde el inicio de su operatoria el 15 de septiembre de 2022 hasta su vencimiento el 31 de agosto de 2023, se mantuvo consistentemente por encima del tipo de cambio oficial A3500, publicado por el Banco Central de la República Argentina. La creciente discrepancia entre el tipo de cambio oficial y los precios del futuro, junto con el aumento de la tasa implícita de devaluación⁷⁷ en los últimos meses, señala que los especuladores anticipaban un ajuste inevitable. Este comportamiento se explicó por la percepción generalizada⁷⁸ entre los actores económicos de que el tipo de cambio oficial no podría mantenerse en los mismos niveles durante un período prolongado, dado que se encontraba subestimado y, en algún momento, tendría que ajustarse a la realidad del mercado. En este contexto, los especuladores comenzaron a anticipar que el gobierno se vería obligado a devaluar el peso, probablemente en torno al mes de agosto de 2023, como consecuencia de los factores previamente analizados. El 14 de agosto de 2023, la devaluación del peso argentino validó esas previsiones. Este ajuste, que representó una corrección del tipo de

⁷⁷ La tasa implícita se calcula a partir de la diferencia entre el precio futuro del dólar y el precio spot o disponible, es decir, el valor del tipo de cambio A3500. Esta tasa refleja la expectativa de una depreciación o apreciación del peso en el futuro respecto del dólar estadounidense. Tasa implícita = $[(\text{Valor futuro de dólar} - \text{Valor tipo de cambio a 3500}) / \text{Valor tipo de cambio a 3500}] * (360 / \text{tiempo en días hasta el vencimiento del contrato})$

⁷⁸ La teoría de las expectativas racionales desarrollada principalmente por el economista Robert Lucas, explica que los agentes económicos no se limitan a realizar predicciones basadas en información pasada de forma sistemática e incorrecta, sino que utilizan toda la información disponible de manera eficiente para formar expectativas sobre el futuro, lo que implica que sus expectativas, en promedio, son correctas. Esto nos sugiere que los mercados financieros tienden a anticipar eventos económicos importantes como cambios en la política cambiaria o devaluaciones.

cambio oficial hacia su valor de mercado, fue la respuesta a la presión acumulada por meses de expectativas de una devaluación inminente. La sincronización de los mercados de futuros con la realidad del tipo de cambio oficial evidencia que los actores económicos habían correctamente anticipado la necesidad de un ajuste y que el gobierno no podía sostener el tipo de cambio en esos niveles artificiales. En resumen, la cotización del contrato futuro de dólar en el MATBA Rofex sirvió como un barómetro clave de las expectativas del mercado, y la devaluación de agosto de 2023 no solo fue el resultado de un ajuste técnico, sino también de las expectativas previamente formadas por los actores económicos frente a una situación macroeconómica insostenible.

Gráfico 28. Tipo de Cambio A3500 vs Futuro de Dólar Agosto 2023 vs Tasa Implícita de devaluación Matba Rofex

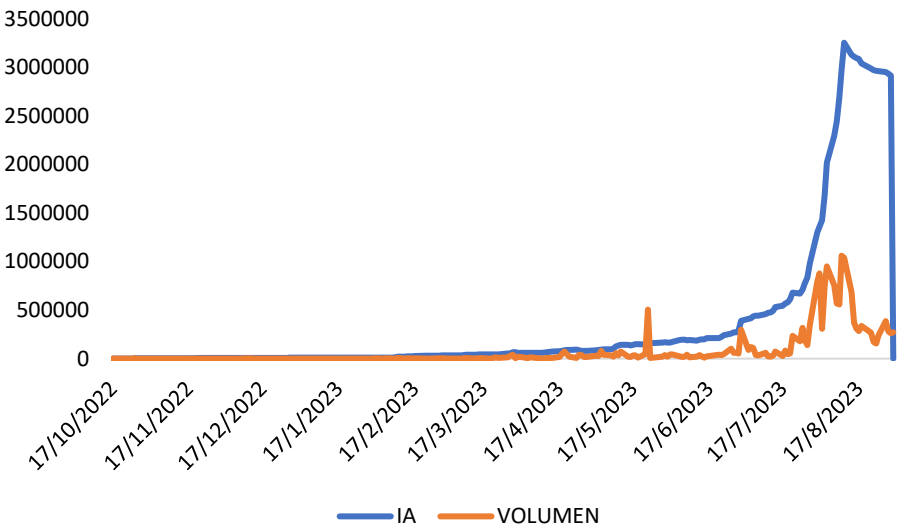


Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por BCRA y MatbaRofex S.A.

Desde principios de 2023 se comenzó a observar un aumento significativo en el volumen y en el interés abierto de la posición Futuro de Dólar Agosto 2023. Sin embargo, la tendencia comenzó a ser muy significativa a partir de junio 2023 en adelante. Esto demostró que los inversores estaban anticipándose a movimientos importantes en el mercado cambiario. El 31 de julio de 2023, el volumen alcanzó 1,300,677 contratos y el interés abierto 792,401 contratos, lo cual marcó un pico muy alto comparado con los valores de meses anteriores. Esto indicó que los agentes económicos estaban

posicionándose activamente en anticipación de un cambio importante en el valor del tipo de cambio oficial. El incremento del volumen y el interés abierto, especialmente en los meses previos a agosto, sugirió que el mercado estaba altamente líquido y con alta especulación sobre el tipo de cambio futuro. Especialmente durante los primeros días del mes de agosto se dan los picos de volumen e interés abierto ya que se percibía un escenario de devaluación inminente en pocos días o semanas.

Gráfico 29. Interés abierto vs Volumen (Futuro de Dólar Agosto 2023)



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por Matba Rofex S.A.

Casos estratégicos

CASO A: EXPORTADOR

a) Introducción:

i. Objetivo del caso: Demostrar cómo el uso de futuros sobre el tipo de cambio permite a un exportador en Argentina mitigar el riesgo de volatilidad cambiaria, asegurando un ingreso en moneda local predecible y estable, independientemente de las fluctuaciones del mercado de cambios.

b) Descripción del caso:

i. Situación inicial: Una compañía argentina dedicada a la producción y exportación de poroto de soja, fundada hace aproximadamente 100 años, se ha consolidado como uno de los principales exportadores de oleaginosas del país, enviando sus productos a mercados internacionales, principalmente a China y la Unión Europea. Dicha empresa genera la mayor parte de sus ingresos en dólares estadounidenses ya que sus exportaciones son pagadas en dicha moneda. Sin embargo, la mayoría de sus costos operativos, incluidos salarios, insumos agrícolas y servicios, están denominados en pesos argentinos. Esta dualidad en las monedas crea un desajuste financiero cuando el tipo de cambio es volátil.

ii. Problema para resolver: En 2023, el tipo de cambio del peso argentino frente al dólar estadounidense experimentó una depreciación acelerada, lo que generó incertidumbre sobre los ingresos en pesos argentinos derivados de las exportaciones. A pesar de la depreciación, el gobierno implementó el **Decreto N° 194/2023**⁷⁹ el cual obligó a los exportadores a liquidar las divisas obtenidas por sus exportaciones al tipo de cambio oficial, introduciendo un riesgo adicional. Si el tipo de cambio oficial no reflejaba la depreciación real del peso, los exportadores podían recibir una conversión menos favorable para sus ingresos. En caso de que el tipo de cambio oficial fuera inferior al tipo de cambio paralelo o del mercado libre, los exportadores obtenían una menor cantidad de pesos argentinos por cada dólar estadounidense, lo que reducía sus ingresos en términos reales. Esta conversión forzada disminuía la rentabilidad de la actividad exportadora y afectaba negativamente la capacidad de compra y la cobertura de costos.

⁷⁹ Programa de Incremento Exportador (PIE) | Decreto 194/2023 | DECNU-2023-194-APN-PTE - Disposiciones | Ciudad de Buenos Aires, 09/04/2023

c) Análisis de cobertura:

i. Elección de instrumento financiero: Con el fin de mitigar dicho riesgo financiero, se consideró el uso de contratos de futuros sobre el tipo de cambio como una herramienta de cobertura, con el objetivo de asegurar un tipo de cambio fijo y predecible. De este modo, se procuró proteger los ingresos de la empresa frente a las fluctuaciones del mercado cambiario, reduciendo la incertidumbre y facilitando la planificación financiera.

iii. Estrategia de cobertura:

- Exportación estimada: 20.000tn de poroto soja
- Fecha de exportación: 08 de agosto de 2023
- Precio de la soja en el mercado internacional: 524.89 USD/TN⁸⁰
- Valor total estimado de la exportación: 524.89 USD/TN X 20.000TN = USD 10.497.800
- El exportador decidió cubrir el 60% del total de la exportación mediante contratos de futuros → 12.000tn de poroto de soja → 524.89 USD/TN X 12.000TN = USD 6.298.680
- Con contratos estandarizados según MatbaRofex de USD 1.000 por contrato → $\frac{USD\ 6.298.680}{USD\ 1.000} = 6.298,68$ contratos → Como no se pueden negociar fracciones de contratos, se redondean a 6.299 contratos para cubrir los 6,298,680 USD
- El área de análisis financiero, con base en estimaciones, datos y reportes disponibles, proyectó una devaluación del 49.50% para el período comprendido hasta agosto. En base a dicha proyección, el 05 de abril de 2023 decidieron operar dicha estrategia financiera. La posición elegida para operar fue agosto 2023 → DLR/AGO23/VENTA. Dicho día el precio de ejercicio al cual se operaron dichos contratos fue de 315.8⁸¹. Aunque el peso argentino se devalúe y suba el tipo de cambio, el exportar se aseguró el tipo de cambio a 315.8 ARS/USD, lo que lo protege de recibir menos pesos de lo esperado.

⁸⁰ Bolsa de Comercio de Rosario | Cotizaciones internacionales | Precios Chicago/Kansas | Cierre 04/04/2023 | Soja Chicago/4 | Ago-23

⁸¹ Devaluación esperada = $\left(\frac{315.8-211.235}{211.235}\right) * 100 = 49.50\%$

- Desarrollo del caso:

Cuadro 19. Datos numéricos de la posición – Caso práctico "a"

Fecha	Ajuste	Precio de Ejercicio	A3500	Tasa de devaluación real diaria	Tasa de dev. Real diaria Acum
5/04/23	\$314.50	\$ 315.80	\$211.24	0.00%	0.00%
10/04/23	\$313.50	\$ 315.80	\$213.33	0.99%	0.99%
11/04/23	\$314.20	\$ 315.80	\$213.80	0.22%	1.21%
12/04/23	\$315.60	\$ 315.80	\$214.25	0.21%	1.43%
13/04/23	\$316.00	\$ 315.80	\$214.67	0.19%	1.62%
14/04/23	\$315.60	\$ 315.80	\$215.10	0.20%	1.83%
17/04/23	\$316.90	\$ 315.80	\$216.36	0.59%	2.43%
18/04/23	\$326.00	\$ 315.80	\$216.89	0.24%	2.68%
19/04/23	\$333.00	\$ 315.80	\$217.47	0.27%	2.95%
20/04/23	\$330.90	\$ 315.80	\$218.03	0.26%	3.21%
21/04/23	\$335.50	\$ 315.80	\$218.51	0.22%	3.44%
24/04/23	\$338.00	\$ 315.80	\$220.24	0.79%	4.26%
25/04/23	\$354.50	\$ 315.80	\$220.87	0.29%	4.56%
26/04/23	\$356.50	\$ 315.80	\$221.55	0.31%	4.88%
27/04/23	\$358.00	\$ 315.80	\$222.02	0.21%	5.11%
28/04/23	\$359.00	\$ 315.80	\$222.58	0.25%	5.37%
2/05/23	\$360.00	\$ 315.80	\$224.63	0.92%	6.34%
3/05/23	\$354.50	\$ 315.80	\$225.09	0.21%	6.56%
4/05/23	\$348.00	\$ 315.80	\$225.66	0.25%	6.83%
5/05/23	\$350.00	\$ 315.80	\$226.19	0.24%	7.08%
8/05/23	\$350.50	\$ 315.80	\$227.58	0.61%	7.74%
9/05/23	\$348.00	\$ 315.80	\$228.06	0.21%	7.96%
10/05/23	\$344.10	\$ 315.80	\$228.51	0.20%	8.18%
11/05/23	\$342.50	\$ 315.80	\$228.99	0.21%	8.41%
12/05/23	\$342.80	\$ 315.80	\$229.33	0.15%	8.57%
15/05/23	\$342.50	\$ 315.80	\$ 230.64	0.57%	9.19%
16/05/23	\$339.25	\$ 315.80	\$231.18	0.23%	9.44%
17/05/23	\$336.50	\$ 315.80	\$231.65	0.21%	9.66%
18/05/23	\$336.00	\$ 315.80	\$232.24	0.26%	9.94%
19/05/23	\$335.10	\$ 315.80	\$232.74	0.22%	10.18%
22/05/23	\$326.00	\$ 315.80	\$234.41	0.72%	10.97%
23/05/23	\$327.00	\$ 315.80	\$234.92	0.22%	11.21%
24/05/23	\$331.00	\$ 315.80	\$235.63	0.31%	11.55%
29/05/23	\$332.00	\$ 315.80	\$238.26	1.11%	12.79%
30/05/23	\$332.60	\$ 315.80	\$238.79	0.22%	13.05%
31/05/23	\$331.00	\$ 315.80	\$239.33	0.22%	13.30%
1/06/23	\$329.50	\$ 315.80	\$240.07	0.31%	13.65%
2/06/23	\$329.85	\$ 315.80	\$240.74	0.28%	13.97%

5/06/23	\$330.05	\$ 315.80	\$ 242.55	0.75%	14.82%
6/06/23	\$331.50	\$ 315.80	\$243.18	0.26%	15.12%
7/06/23	\$333.00	\$ 315.80	\$243.81	0.26%	15.42%
8/06/23	\$331.50	\$ 315.80	\$244.33	0.22%	15.67%
9/06/23	\$332.50	\$ 315.80	\$244.97	0.26%	15.97%
12/06/23	\$329.55	\$ 315.80	\$246.78	0.74%	16.83%
13/06/23	\$329.50	\$ 315.80	\$247.29	0.21%	17.07%
14/06/23	\$329.25	\$ 315.80	\$247.80	0.21%	17.31%
15/06/23	\$328.30	\$ 315.80	\$248.58	0.32%	17.68%
16/06/23	\$327.80	\$ 315.80	\$249.16	0.23%	17.95%
21/06/23	\$327.35	\$ 315.80	\$252.01	1.14%	19.30%
22/06/23	\$327.40	\$ 315.80	\$252.51	0.20%	19.54%
23/06/23	\$328.60	\$ 315.80	\$252.99	0.19%	19.77%
26/06/23	\$323.00	\$ 315.80	\$254.54	0.61%	20.50%
27/06/23	\$324.10	\$ 315.80	\$255.17	0.25%	20.80%
28/06/23	\$324.15	\$ 315.80	\$255.84	0.26%	21.12%
29/06/23	\$327.00	\$ 315.80	\$256.24	0.16%	21.31%
30/06/23	\$329.50	\$ 315.80	\$256.68	0.17%	21.51%
3/07/23	\$324.70	\$ 315.80	\$257.98	0.51%	22.13%
4/07/23	\$323.70	\$ 315.80	\$259.15	0.46%	22.68%
5/07/23	\$323.00	\$ 315.80	\$259.80	0.25%	22.99%
6/07/23	\$325.00	\$ 315.80	\$260.33	0.20%	23.24%
7/07/23	\$329.00	\$ 315.80	\$260.98	0.25%	23.55%
10/07/23	\$326.00	\$ 315.80	\$262.65	0.64%	24.34%
11/07/23	\$327.80	\$ 315.80	\$263.32	0.25%	24.66%
12/07/23	\$326.00	\$ 315.80	\$263.93	0.23%	24.95%
13/07/23	\$324.50	\$ 315.80	\$264.52	0.22%	25.22%
14/07/23	\$325.00	\$ 315.80	\$265.14	0.24%	25.52%
17/07/23	\$326.90	\$ 315.80	\$266.79	0.62%	26.30%
18/07/23	\$327.40	\$ 315.80	\$267.58	0.30%	26.68%
19/07/23	\$329.00	\$ 315.80	\$268.23	0.24%	26.98%
20/07/23	\$329.70	\$ 315.80	\$268.78	0.21%	27.24%
21/07/23	\$317.80	\$ 315.80	\$269.42	0.24%	27.54%
24/07/23	\$314.10	\$ 315.80	\$271.19	0.66%	28.38%
25/07/23	\$316.90	\$ 315.80	\$271.67	0.18%	28.61%
26/07/23	\$320.40	\$ 315.80	\$272.40	0.27%	28.96%
27/07/23	\$320.50	\$ 315.80	\$273.00	0.22%	29.24%
28/07/23	\$316.80	\$ 315.80	\$273.63	0.23%	29.54%
31/07/23	\$329.00	\$ 315.80	\$275.28	0.60%	30.32%
1/08/23	\$316.60	\$ 315.80	\$276.14	0.31%	30.73%
2/08/23	\$316.60	\$ 315.80	\$277.34	0.43%	31.30%
3/08/23	\$316.60	\$ 315.80	\$278.28	0.34%	31.74%
4/08/23	\$316.65	\$ 315.80	\$279.32	0.37%	32.23%
7/08/23	\$316.60	\$ 315.80	\$283.15	1.37%	34.05%

8/08/23	\$317.00	\$ 315.80	\$284.19	0.37%	34.54%
---------	----------	-----------	----------	-------	--------

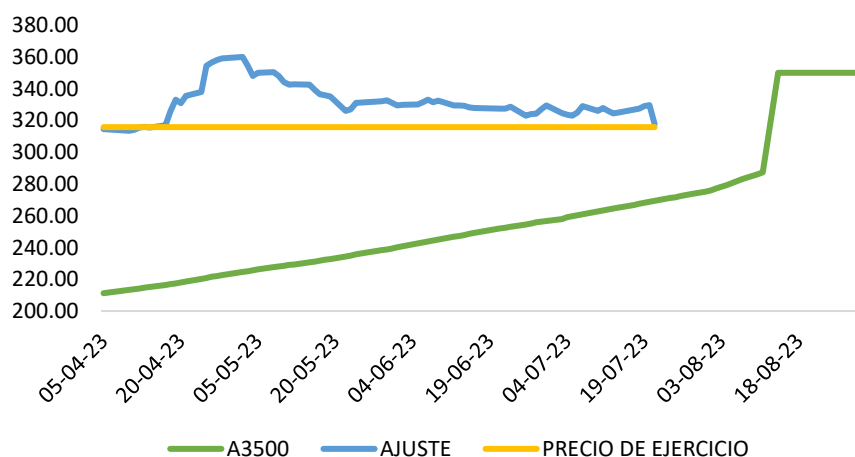
La estrategia de la empresa se basó en la adopción de una posición vendida en contratos de futuros sobre el tipo de cambio, con el propósito de mitigar el riesgo asociado a una posible devaluación. Sin embargo, ante el incremento de la incertidumbre económica y las expectativas de una corrección abrupta en el tipo de cambio oficial proyectada para mediados de agosto, la gerencia reevaluó los riesgos inherentes a la mantención de dicha posición hasta el vencimiento de los contratos.

Al detectarse un cambio en las expectativas del mercado y con el objetivo de prevenir posibles pérdidas financieras derivadas de un ajuste repentino en el mercado, la empresa decidió cancelar anticipadamente su posición vendida. Esta decisión estratégica implicó el cierre de los contratos mediante la compra de futuros equivalentes en el mismo mercado, lo que permitió garantizar una mayor protección frente a las fluctuaciones previstas.

Cuadro 20. Operatoria de cancelación - Caso práctico "a"

Fecha	Cantidad de contratos	Precio de ejercicio
24/7/2023	3250	\$ 315.50
24/7/2023	480	\$ 314.80
24/7/2023	238	\$ 313.40
24/7/2023	2331	\$ 312.60
TOTAL:	6299 contratos	

Gráfico 30. Comparativa de evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "A"



Cuadro 21. Resultados numéricos - Caso práctico "A"

Concepto	Cálculo	Resultado
Cobro esperado en dólares 28/08/2023	USD 524.89 X 20.000Tn	USD 10,497,800
Cobertura en futuros	6.299 contratos X USD 1,000	USD 6,299,000
Precio de ejercicio de cobertura		\$ 315,80
Operatoria de cancelación por compra	(\$ 315,80 - \$ 315,50) X 1,000 X 3250	\$ 975,000.00
	(\$ 315,80 - \$ 314,80) X 1,000 X 480	\$ 480,000.00
	(\$ 315,80 - \$ 313,40) X 1,000 X 238	\$ 571,200.00
	(\$ 315,80 - \$ 312,60) X 1,000 X 2331	\$ 7,459,200.00
Ganancia por cobertura	\$975,000 + \$480,000 + \$571.200 + \$7.459.200	\$ 9,485,400.00
Tipo de cambio oficial 08/08/2023		\$ 284,20
Ingreso sin cobertura	USD 10,497,800 X \$ 284,20	\$ 2,983,474,760.00

Ingreso con cobertura		
Parte de la cobertura (60% de la exportación)	USD 6,299,000 X \$ 315,80	\$ 1,989,224,200.00
	\$ 1,989,224,200 + \$9,485,400	\$ 1,998,709,600.00
Parte sin la cobertura (40% de la exportación)	USD 4,198,800 X \$ 284,20	\$ 1,193,298,960.00
Total de ingresos en pesos con cobertura	\$ 1,998,709,600.00 + \$ 1,193,298,960.00	\$ 3,192,008,560.00

Escenarios	
Sin cobertura (100% a T.C. Oficial)	\$ 2,983,474,760
Con cobertura (60% con futuros, 40% a T.C. Oficial)	\$ 3.192.008.560
Diferencia a favor de la cobertura	\$ 208.533.800

d) Conclusiones:

La estrategia de cobertura mediante futuros sobre tipo de cambio utilizada por el exportador fue una herramienta efectiva para mitigar el riesgo cambiario ya que pudo asegurarse un tipo de cambio de \$ 315.80 en un contexto donde el tipo de cambio oficial era volátil y terminó subiendo a \$350 en agosto. Sin dicha cobertura, la compañía estaría expuesto a la volatilidad del tipo de cambio, lo que habría afectado significativamente sus ingresos en pesos. Gracias a esta estrategia, la compañía generó ingresos totales de \$ 3.192.008.560, en comparación con los \$ 2.983.474.760 que habría obtenido sin

cobertura, lo que representa una ganancia adicional de \$ 208.533.800. Esto demuestra que el uso de instrumentos financieros adecuados permite optimizar la conversión de divisas y mejorar la previsibilidad de los ingresos en un entorno económico inestable.

CASO B: IMPORTADOR

a) Introducción:

i. Objetivo del caso: Demostrar de qué manera una importadora de tecnología pudo mitigar el impacto de las restricciones gubernamentales sobre el acceso al mercado único y libre de cambios y la volatilidad del tipo de cambio a través de la utilización de futuros sobre tipo de cambio.

b) Descripción del caso:

i. Situación inicial: Una empresa dedicada a la importación de dispositivos electrónicos incluyendo teléfonos inteligentes, laptops, y otros equipos de consumo masivo de marcas reconocidas a nivel internacional es alcanzada por las restricciones cambiarias impuestas por el gobierno nacional. Con la implementación de nuevas regulaciones por parte del Banco Central de la República Argentina hacia las importaciones de productos suntuarios, las empresas se veían obligadas a esperar 90 días corridos desde el registro de ingreso aduanero para poder comprar dólares en el mercado oficial.

ii. Problema para resolver: La compañía debe enfrentar el riesgo de fluctuaciones del tipo de cambio durante los 90 días de espera para acceder al MULC y adquirir los dólares necesarios para sus importaciones de tecnología. Durante este tiempo de espera, el tipo de cambio puede experimentar fluctuaciones, lo que podría generar un aumento en el costo en pesos argentinos de la importación de tecnología de lujo, ya que se necesitarían más pesos para adquirir los dólares necesarios que costean la importación. La empresa necesita una estrategia financiera que la proteja de una posible apreciación del dólar, asegurando que el costo en pesos de la importación no aumente debido a la volatilidad cambiaria.

c) Análisis de cobertura:

i. Elección de instrumento financiero: Los contratos de futuros sobre tipo de cambio permitieron a la compañía fijar el precio del dólar a futuro, protegiéndola de la volatilidad cambiaria durante el período de espera ya que son líquidos, accesibles y ofrecen costos predecibles, asegurando estabilidad en los costos de importación y facilitando la planificación financiera.

ii. Estrategia de cobertura:

- Valor total de la importación: USD 500.000
- Fecha de importación: 13 de agosto de 2023
- El importador decidió cubrir el 80% del total de la importación mediante contratos de futuros → USD 400.000
- Con contratos estandarizados según MatbaRofex de USD 1.000 por contrato → 400 contratos
- El 15 de mayo de 2023 decidió operar dicha estrategia financiera. La posición elegida para operar fue mayo 2023 → DLR/AGO23/COMPRA. Dicho día el precio de ejercicio al cual se operaron dichos contratos fue de 343. Aunque el tipo de cambio aumente, la empresa no vería un aumento en sus costos en pesos ya que se aseguró el tipo de cambio a 343 ARS/USD, lo que la protege de tener que entregar más pesos por la misma cantidad de dólares.

d) Desarrollo del caso:

Cuadro 22. Datos numéricos de la posición - Caso práctico "b"

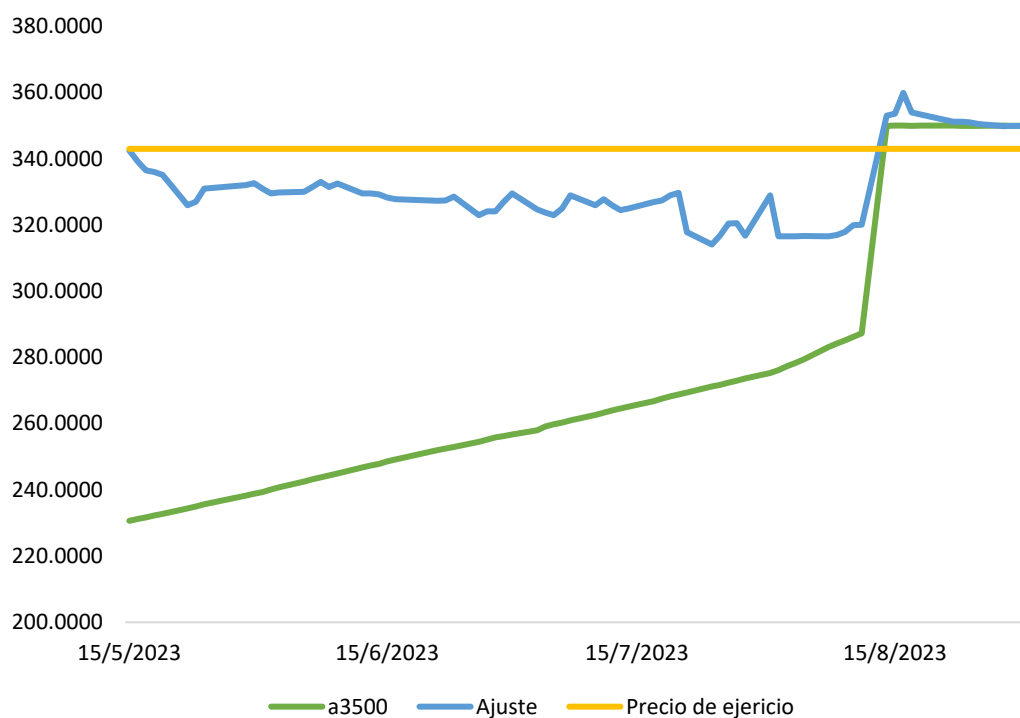
FECHA	AJUSTE	PRECIO DE EJERCICIO	DIFERENCIAS DIARIAS	TOTAL DIFERENCIAS DIARIAS	OPERACIÓN
15/5/2023	\$ 342.50	\$ 343.00	\$ 0.00	\$ 0.00	-
16/5/2023	\$ 339.25	\$ 343.00	-\$ 3.75	-\$ 1,500.00	Pérdida
17/5/2023	\$ 336.50	\$ 343.00	-\$ 6.50	-\$ 2,600.00	Pérdida
18/5/2023	\$ 336.00	\$ 343.00	-\$ 7.00	-\$ 2,800.00	Pérdida
19/5/2023	\$ 335.10	\$ 343.00	-\$ 7.90	-\$ 3,160.00	Pérdida
22/5/2023	\$ 326.00	\$ 343.00	-\$ 17.00	-\$ 6,800.00	Pérdida
23/5/2023	\$ 327.00	\$ 343.00	-\$ 16.00	-\$ 6,400.00	Pérdida
24/5/2023	\$ 331.00	\$ 343.00	-\$ 12.00	-\$ 4,800.00	Pérdida
29/5/2023	\$ 332.00	\$ 343.00	-\$ 11.00	-\$ 4,400.00	Pérdida
30/5/2023	\$ 332.60	\$ 343.00	-\$ 10.40	-\$ 4,160.00	Pérdida
31/5/2023	\$ 331.00	\$ 343.00	-\$ 12.00	-\$ 4,800.00	Pérdida
1/6/2023	\$ 329.50	\$ 343.00	-\$ 13.50	-\$ 5,400.00	Pérdida
2/6/2023	\$ 329.85	\$ 343.00	-\$ 13.15	-\$ 5,260.00	Pérdida
5/6/2023	\$ 330.05	\$ 343.00	-\$ 12.95	-\$ 5,180.00	Pérdida
6/6/2023	\$ 331.50	\$ 343.00	-\$ 11.50	-\$ 4,600.00	Pérdida
7/6/2023	\$ 333.00	\$ 343.00	-\$ 10.00	-\$ 4,000.00	Pérdida
8/6/2023	\$ 331.50	\$ 343.00	-\$ 11.50	-\$ 4,600.00	Pérdida

9/6/2023	\$ 332.50	\$ 343.00	-\$ 10.50	-\$ 4,200.00	Pérdida
12/6/2023	\$ 329.55	\$ 343.00	-\$ 13.45	-\$ 5,380.00	Pérdida
13/6/2023	\$ 329.50	\$ 343.00	-\$ 13.50	-\$ 5,400.00	Pérdida
14/6/2023	\$ 329.25	\$ 343.00	-\$ 13.75	-\$ 5,500.00	Pérdida
15/6/2023	\$ 328.30	\$ 343.00	-\$ 14.70	-\$ 5,880.00	Pérdida
16/6/2023	\$ 327.80	\$ 343.00	-\$ 15.20	-\$ 6,080.00	Pérdida
21/6/2023	\$ 327.35	\$ 343.00	-\$ 15.65	-\$ 6,260.00	Pérdida
22/6/2023	\$ 327.40	\$ 343.00	-\$ 15.60	-\$ 6,240.00	Pérdida
23/6/2023	\$ 328.60	\$ 343.00	-\$ 14.40	-\$ 5,760.00	Pérdida
26/6/2023	\$ 323.00	\$ 343.00	-\$ 20.00	-\$ 8,000.00	Pérdida
27/6/2023	\$ 324.10	\$ 343.00	-\$ 18.90	-\$ 7,560.00	Pérdida
28/6/2023	\$ 324.15	\$ 343.00	-\$ 18.85	-\$ 7,540.00	Pérdida
29/6/2023	\$ 327.00	\$ 343.00	-\$ 16.00	-\$ 6,400.00	Pérdida
30/6/2023	\$ 329.50	\$ 343.00	-\$ 13.50	-\$ 5,400.00	Pérdida
3/7/2023	\$ 324.70	\$ 343.00	-\$ 18.30	-\$ 7,320.00	Pérdida
4/7/2023	\$ 323.70	\$ 343.00	-\$ 19.30	-\$ 7,720.00	Pérdida
5/7/2023	\$ 323.00	\$ 343.00	-\$ 20.00	-\$ 8,000.00	Pérdida
6/7/2023	\$ 325.00	\$ 343.00	-\$ 18.00	-\$ 7,200.00	Pérdida
7/7/2023	\$ 329.00	\$ 343.00	-\$ 14.00	-\$ 5,600.00	Pérdida
10/7/2023	\$ 326.00	\$ 343.00	-\$ 17.00	-\$ 6,800.00	Pérdida
11/7/2023	\$ 327.80	\$ 343.00	-\$ 15.20	-\$ 6,080.00	Pérdida

12/7/2023	\$ 326.00	\$ 343.00	-\$ 17.00	-\$ 6,800.00	Pérdida
13/7/2023	\$ 324.50	\$ 343.00	-\$ 18.50	-\$ 7,400.00	Pérdida
14/7/2023	\$ 325.00	\$ 343.00	-\$ 18.00	-\$ 7,200.00	Pérdida
17/7/2023	\$ 326.90	\$ 343.00	-\$ 16.10	-\$ 6,440.00	Pérdida
18/7/2023	\$ 327.40	\$ 343.00	-\$ 15.60	-\$ 6,240.00	Pérdida
19/7/2023	\$ 329.00	\$ 343.00	-\$ 14.00	-\$ 5,600.00	Pérdida
20/7/2023	\$ 329.70	\$ 343.00	-\$ 13.30	-\$ 5,320.00	Pérdida
21/7/2023	\$ 317.80	\$ 343.00	-\$ 25.20	-\$ 10,080.00	Pérdida
24/7/2023	\$ 314.10	\$ 343.00	-\$ 28.90	-\$ 11,560.00	Pérdida
25/7/2023	\$ 316.90	\$ 343.00	-\$ 26.10	-\$ 10,440.00	Pérdida
26/7/2023	\$ 320.40	\$ 343.00	-\$ 22.60	-\$ 9,040.00	Pérdida
27/7/2023	\$ 320.50	\$ 343.00	-\$ 22.50	-\$ 9,000.00	Pérdida
28/7/2023	\$ 316.80	\$ 343.00	-\$ 26.20	-\$ 10,480.00	Pérdida
31/7/2023	\$ 329.00	\$ 343.00	-\$ 14.00	-\$ 5,600.00	Pérdida
1/8/2023	\$ 316.60	\$ 343.00	-\$ 26.40	-\$ 10,560.00	Pérdida
2/8/2023	\$ 316.60	\$ 343.00	-\$ 26.40	-\$ 10,560.00	Pérdida
3/8/2023	\$ 316.60	\$ 343.00	-\$ 26.40	-\$ 10,560.00	Pérdida
4/8/2023	\$ 316.65	\$ 343.00	-\$ 26.35	-\$ 10,540.00	Pérdida
7/8/2023	\$ 316.60	\$ 343.00	-\$ 26.40	-\$ 10,560.00	Pérdida
8/8/2023	\$ 317.00	\$ 343.00	-\$ 26.00	-\$ 10,400.00	Pérdida
9/8/2023	\$ 317.95	\$ 343.00	-\$ 25.05	-\$ 10,020.00	Pérdida

10/8/2023	\$ 320.00	\$ 343.00	-\$ 23.00	-\$ 9,200.00	Pérdida
11/8/2023	\$ 320.05	\$ 343.00	-\$ 22.95	-\$ 9,180.00	Pérdida
14/8/2023	\$ 353.00	\$ 343.00	\$ 10.00	\$ 4,000.00	Ganancia
15/8/2023	\$ 353.60	\$ 343.00	\$ 10.60	\$ 4,240.00	Ganancia
16/8/2023	\$ 359.90	\$ 343.00	\$ 16.90	\$ 6,760.00	Ganancia
17/8/2023	\$ 354.00	\$ 343.00	\$ 11.00	\$ 4,400.00	Ganancia
18/8/2023	\$ 353.45	\$ 343.00	\$ 10.45	\$ 4,180.00	Ganancia
22/8/2023	\$ 351.20	\$ 343.00	\$ 8.20	\$ 3,280.00	Ganancia
23/8/2023	\$ 351.20	\$ 343.00	\$ 8.20	\$ 3,280.00	Ganancia
24/8/2023	\$ 351.00	\$ 343.00	\$ 8.00	\$ 3,200.00	Ganancia
25/8/2023	\$ 350.55	\$ 343.00	\$ 7.55	\$ 3,020.00	Ganancia
28/8/2023	\$ 349.85	\$ 343.00	\$ 6.85	\$ 2,740.00	Ganancia
29/8/2023	\$ 349.95	\$ 343.00	\$ 6.95	\$ 2,780.00	Ganancia
30/8/2023	\$ 349.90	\$ 343.00	\$ 6.90	\$ 2,760.00	Ganancia
31/8/2023	\$ 350.02	\$ 343.00	\$ 7.02	\$ 2,806.68	Ganancia

Gráfico 31. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio -
Caso práctico "b"



Cuadro 23. Resultados numéricos - Caso práctico "b"

Concepto	Cálculo	Resultado
Pago en dólares 14/08/2023		USD 500,000
Cobertura en futuros	400 ctos X USD 1,000	USD 400,000
Precio de ejercicio de cobertura		\$ 343,00
Tipo de cambio oficial 14/08/2023		\$ 349,975
Ganancia por contrato de futuro	\$ 349,975 - \$ 343,000	\$ 6.975
Ganancia total de la estrategia	USD 400,000 X \$ 6.975	\$ 2,790,000

Pago de la importación sin cobertura	USD 500,000	\$ 174,987,500
	X \$ 349,975	
Pago de la Importación con cobertura	\$ 174,987,500	\$ 172,197,500
	- \$2,790,000	

a) Conclusiones:

La estrategia de cobertura mediante futuros sobre tipo de cambio fue efectiva para la empresa importadora de tecnología ya que le permitió protegerse de la volatilidad del mercado cambiario durante el período de espera de 90 días antes de acceder al mercado oficial de cambios. A través de la compra de contratos de futuros, la empresa aseguró un tipo de cambio favorable de 343 ARS/USD en un momento en que el tipo de cambio oficial era más bajo, lo que evitó que tuviera que hacer frente a un aumento inesperado en el costo de la importación.

La cobertura fue aún más efectiva cuando, al final del período, el tipo de cambio oficial aumentó a 349.975 ARS/USD, lo que implicó un incremento en el costo en pesos de la importación. Sin embargo, gracias a la cobertura, la empresa no experimentó un aumento proporcional en sus costos, ya que pudo compensar parte del incremento con la ganancia obtenida por la diferencia entre el precio de ejercicio (343 ARS/USD) y el tipo de cambio oficial al momento de la importación. Esta diferencia resultó en una ganancia de 2,790,000 ARS que amortiguó el impacto de la devaluación del peso. Finalmente, aunque la estrategia no eliminó el pago en pesos por la importación de los USD 500,000, permitió a la empresa gestionar con mayor previsibilidad y estabilidad financiera el costo de su operación.

En resumen, la cobertura fue efectiva porque permitió minimizar el riesgo cambiario, fijando un precio de adquisición de dólares que resultó en un beneficio económico para la empresa, protegiéndola de fluctuaciones excesivas que podrían haber incrementado sus costos operativos.

CASO C: DEUDA EN DÓLARES

a) Introducción:

i. Objetivo del caso: Analizar la estrategia de cobertura cambiaria de una empresa argentina con deuda en dólares, utilizando contratos de futuros para mitigar el impacto de la volatilidad del tipo de cambio y proteger su estabilidad financiera.

b) Descripción del caso:

i. Situación inicial: Los flujos de ingresos estaban denominados en una moneda de alta volatilidad, el peso. Cualquier depreciación de esta moneda frente al dólar, incrementará el costo de sus compromisos. Esto podía ocurrir debido a que una devaluación repentina generará un descalce entre sus ingresos y sus pasivos, lo que afectaba su rentabilidad y capacidad de pago.

ii. Problema para resolver: A medida que se acercaba el vencimiento de sus obligaciones en dólares, la volatilidad cambiaria introducía un alto grado de incertidumbre respecto al costo en pesos de dichas deudas. En un escenario de depreciación del peso, la compañía debía destinar una mayor cantidad de moneda local para cumplir con sus compromisos en divisas extranjeras, lo que podía afectar su estructura de costos y su estabilidad financiera. Para mitigar este riesgo, debía implementar una estrategia que le permitiera fijar un tipo de cambio predecible y protegerse de las potenciales fluctuaciones abruptas en el mercado cambiario.

c) Análisis de cobertura:

i. Elección de instrumento financiero: La empresa optó por contratos de futuros sobre el tipo de cambio debido a su liquidez, facilidad de acceso y capacidad para fijar un precio previsible del dólar en el futuro. Esto le permitió mitigar el riesgo de devaluación sin comprometer de manera inmediata su flujo de caja, asegurando que los pagos de su deuda en dólares no se encarecieran significativamente.

ii. Estrategia de cobertura:

- Fecha a la cual tomó el préstamo: 28 de noviembre de 2022
- Deuda en dólares: USD 6.000.000
- Tasa de interés: 6.00% anual
- Fechas de pagos trimestrales: 28/02/2023 – 31/05/2023 – 31/08/2023
- Pagos trimestrales con amortización de capital más intereses:

Fecha	Saldo	Pago en capital	Intereses	Pago total
28/2/2023	USD 6,000,000.00	USD 2,000,000.00	USD 90,000.00	USD 2,090,000.00

31/5/2023	USD 4,000,000.00	USD 2,000,000.00	USD 60,000.00	USD 2,060,000.00
31/8/2023	USD 2,000,000.00	USD 2,000,000.00	USD 30,000.00	USD 2,030,000.00

- La entidad decidió operar la cobertura de los USD 6.000.000, es decir, el 100% de la deuda en dólares
- Con contratos estandarizados según MatbaRofex de USD 1.000 por contrato → $(\text{USD } 6.180.000) / (\text{USD } 1.000) = 6.180$ contratos

d) Desarrollo del caso:

La empresa al conocer su deuda en dólares y sus respectivos vencimientos, decidió el 29 de noviembre de 2022 operar contrato de futuros sobre tipo de cambio. Cada lote de contratos se ajusta a la necesidad de cubrir el pago en dólares en cada fecha.

Cuadro 24. Operatorias - Caso práctico "c"

Fecha	Operación	Posición	Cantidad de contratos	Precio de ejercicio
29/11/2022	Compra	DLR022023	725	\$ 210.60
29/11/2022	Compra	DLR022023	880	\$ 211.40
29/11/2022	Compra	DLR022023	485	\$ 211.20
29/11/2022	Compra	DLR052023	930	\$ 256.30
29/11/2022	Compra	DLR052023	740	\$ 256.70
29/11/2022	Compra	DLR052023	320	\$ 255.80
29/11/2022	Compra	DLR052023	70	\$ 256.90
29/11/2022	Compra	DLR082023	15	\$ 304.40
30/11/2022	Compra	DLR082023	18	\$ 305.50
1/12/2022	Compra	DLR082023	12	\$ 303.10
7/12/2022	Compra	DLR082023	980	\$ 286.70
12/12/2022	Compra	DLR082023	980	\$ 281.40
13/12/2022	Compra	DLR082023	25	\$ 279.90

Gráfico 32. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "C" - Posición Febrero

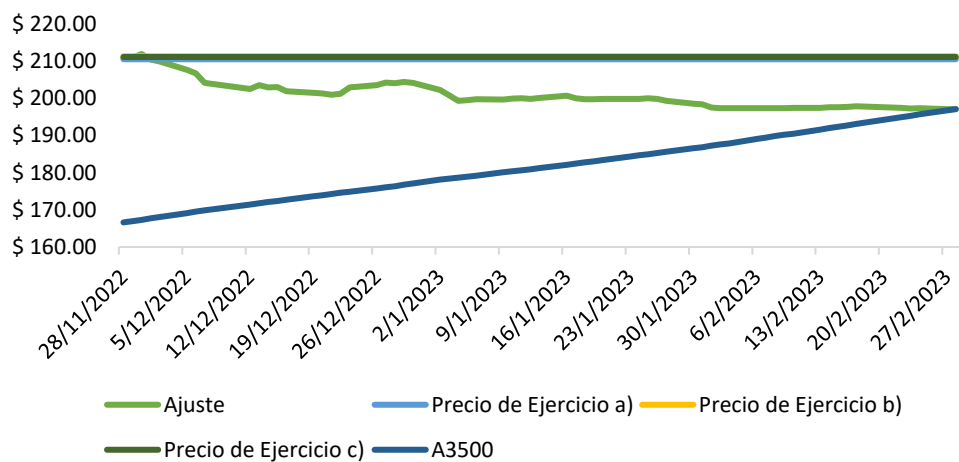


Gráfico 33. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "C" - Posición Mayo

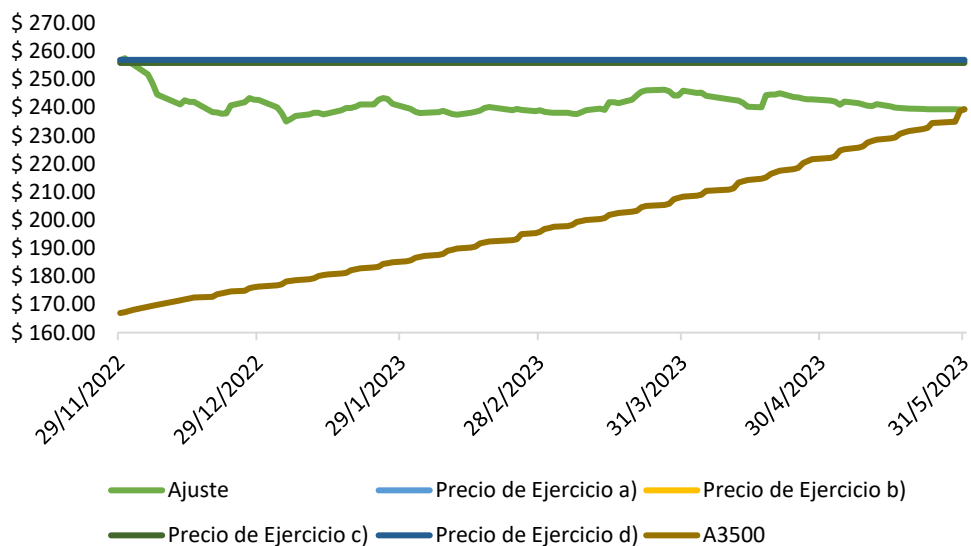
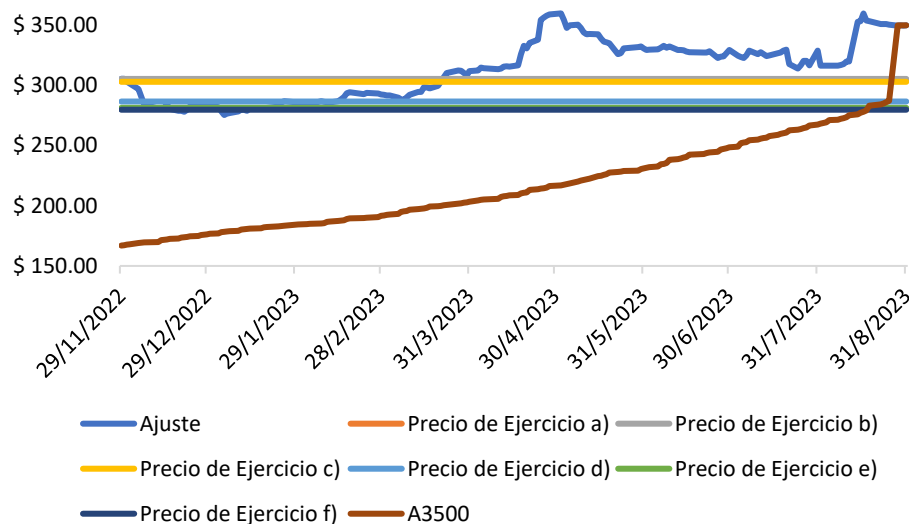


Gráfico 34. Comparativa de la evolución del tipo de cambio oficial, futuro y precio de ejercicio - Caso práctico "C" - Posición Agosto



e) Conclusiones:

A lo largo del año 2023, la empresa implementó una estrategia de cobertura efectiva mediante la adquisición de contratos de futuros sobre el tipo de cambio para mitigar los riesgos derivados de la volatilidad del mercado cambiario y cumplir con sus obligaciones en dólares. A través de la compra de estos contratos, la empresa logró reducir la incertidumbre sobre los pagos futuros de su deuda, asegurando tipos de cambio específicos para cada fecha de vencimiento.

En el primer vencimiento de deuda, correspondiente al 28 de febrero de 2023, la empresa adquirió 2.090 contratos de futuros, fijando un tipo de cambio promedio de \$211.09/USD⁸². La estrategia le permitió mitigar el impacto de una posible devaluación abrupta del peso antes del 28/02/2023. La empresa compró contratos a precios de \$210.60, \$211.40 y \$211.20, mientras que el ajuste final quedó por debajo de estos niveles. Si bien el tipo de cambio al cierre del contrato se situó por debajo de este valor, lo que implicó una pérdida en los contratos de futuros, la cobertura resultó beneficiosa al permitir a la empresa anticiparse a la volatilidad cambiaria. La estrategia, aunque no rentable en esta instancia, proporcionó certeza respecto al costo de la deuda y permitió un mejor control de los flujos de caja y la planificación financiera.

⁸² $\text{Precio}_{\text{Promedio}} = \frac{(725 \times 210,60) + (880 \times 211,40) + (485 \times 211,20)}{2090} \cong 211,09$

En el segundo vencimiento, el 31 de mayo de 2023, la empresa adquirió 2.060 contratos de futuros, fijando un tipo de cambio promedio de \$256.38/USD⁸³. Esta estrategia de cobertura fue exitosa en mitigar los riesgos asociados con una posible devaluación abrupta del peso antes del 31/05/2023. La empresa compró contratos a precios de \$256.30, \$256.70, \$255.80 y \$256.90, mientras que el ajuste final quedó por debajo de estos niveles. A pesar de que el tipo de cambio al cierre del contrato fue inferior al de la compra de los contratos, la cobertura permitió asegurar los pagos sin exponerse a movimientos impredecibles del mercado cambiario. De esta forma, la empresa pudo protegerse contra fluctuaciones adversas y mantener la estabilidad financiera. La cobertura resultó efectiva al proporcionar certeza sobre los costos en pesos, aunque no se capitalizaron beneficios significativos en caso de una apreciación del peso.

En el tercer vencimiento, el 31 de agosto de 2023, la empresa implementó una cobertura similar mediante la compra de 2.060 contratos de futuros, asegurando un tipo de cambio promedio de \$284.45/USD⁸⁴. La estrategia le permitió mitigar el impacto de una posible devaluación abrupta del peso antes del 31/08/2023. Durante este período, los ajustes del tipo de cambio fluctuaron, pero no generaron incrementos drásticos. A medida que se acercaba el final del mes, el tipo de cambio alcanzó niveles cercanos a los \$350, con una leve tendencia al alza en los últimos días. La estrategia de cobertura permitió a la empresa evitar la exposición a picos elevados en el tipo de cambio y, al cierre del contrato, el ajuste final fue de \$349.98, lo que evidenció una protección efectiva contra las presiones cambiarias. Aunque no se obtuvo un beneficio significativo debido a la estabilización del tipo de cambio, la cobertura cumplió su objetivo de evitar mayores costos en pesos.

⁸³ $\text{Precio}_{\text{Promedio}} = \frac{(930 \times 256.30) + (740 \times 256.70) + (320 \times 255.80) + (70 \times 256.90)}{2060} \cong 256.38$

⁸⁴ $\text{Precio}_{\text{Promedio}} = \frac{(15 \times 304.40) + (18 \times 305.50) + (12 \times 303.10) + (980 \times 286.70) + (980 \times 281.40) + (25 \times 279.90)}{2030} \cong 284.45$

Conclusión

La volatilidad cambiaria experimentada por Argentina durante el año 2023 puso en evidencia la fragilidad de su sistema económico frente a fluctuaciones en el tipo de cambio, lo que impactó negativamente en el crecimiento económico, la inversión y el poder adquisitivo. La estabilidad del tipo de cambio constituye un pilar fundamental para alcanzar un crecimiento económico sostenido, reducir la incertidumbre económica y fomentar la inversión. Para evitar la repetición de estos episodios y asegurar un entorno de estabilidad en los mercados, es esencial la implementación de políticas macroeconómicas coherentes y estructurales que generen confianza tanto en los actores económicos locales como internacionales.

Para lograr este objetivo, es fundamental adoptar un enfoque integral que abarque diversos aspectos de la economía. En primer lugar, la consolidación fiscal es un pilar indispensable. El financiamiento del gasto estatal a través de la emisión monetaria ha demostrado ser uno de los principales factores que presionan al alza el tipo de cambio y alimentan las expectativas de devaluación. Por ello, es necesario avanzar hacia un equilibrio fiscal basado en una administración eficiente de los recursos públicos, evitando recurrir a medidas impositivas distorsivas que afecten la competitividad de los sectores productivos. Un Estado financieramente sólido no solo reducirá la necesidad de emisión monetaria, sino que también generará confianza en los inversores y disminuirá la presión sobre el mercado cambiario.

De manera complementaria, resulta crucial consolidar un marco de política monetaria creíble y transparente, orientado a mantener la estabilidad de precios y preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional. La efectividad de las medidas adoptadas depende, en gran medida, de la confianza que la población y los inversores depositen en la autoridad monetaria. Si estos actores perciben que dicha institución no actúa de manera responsable y predecible, las políticas implementadas perderán eficacia e, incluso, podrían generar efectos contraproducentes.

En este contexto, recuperar la credibilidad del Banco Central constituye un pilar fundamental. Para ello, es necesario restablecer la confianza en su capacidad y compromiso para garantizar la estabilidad de los precios y gestionar la oferta monetaria conforme a criterios técnicos. Dichos criterios deben estar alineados con los objetivos

económicos de largo plazo, evitando interferencias derivadas de intereses políticos de corto plazo. Este enfoque resulta esencial, ya que, cuando los actores económicos perciben que el Banco Central administra adecuadamente la política monetaria, tienden a adoptar comportamientos más predecibles. Esto, a su vez, facilita la planificación económica y contribuye a reducir la incertidumbre en el ámbito financiero.

En este marco, la implementación de metas de inflación claras y alcanzables constituye una estrategia clave para guiar las expectativas del sector privado respecto a la evolución futura de los precios. Cuando las personas y las empresas confían en que la inflación se mantendrá dentro de límites establecidos, ajustan sus decisiones de consumo, inversión y fijación de precios en función de dicha previsibilidad. Este proceso contribuye a evitar escenarios de inflación elevada o volátil, al tiempo que reduce la incertidumbre económica.

Asimismo, si el Banco Central logra mantener la inflación bajo control y demuestra su capacidad para cumplir los objetivos planteados, disminuye la necesidad de recurrir a activos denominados en monedas extranjeras como refugio de valor. Como resultado, se reduce la presión sobre el mercado cambiario, lo que contribuye a una mayor estabilidad del tipo de cambio y genera un entorno económico más sostenible y equilibrado.

En este sentido, la coordinación entre la política fiscal y monetaria resulta indispensable para evitar inconsistencias que generen desconfianza en los mercados y dificulten el logro de los objetivos macroeconómicos. La alineación de estos instrumentos permite generar un entorno de mayor previsibilidad, en el cual las expectativas de inflación y devaluación se encuentran ancladas, facilitando la planificación económica y reduciendo la incertidumbre. De este modo, se sientan las bases para un desarrollo económico y social equilibrado, en el cual la estabilidad de los precios y la confianza en la moneda nacional contribuyen al bienestar de la población y al fortalecimiento del sistema productivo. La falta de coherencia entre estas políticas puede provocar distorsiones en los precios relativos, aumentar la volatilidad del tipo de cambio y debilitar la confianza de los inversores, dificultando así la estabilidad económica de largo plazo.

En cuanto al sector externo, resulta esencial implementar políticas orientadas a fortalecer la balanza de pagos y garantizar un flujo sostenible de divisas para prevenir episodios de volatilidad cambiaria. Para lograr este objetivo, es imprescindible promover un aumento sostenido de las exportaciones de bienes y servicios, lo cual requiere fortalecer la competitividad del sector mediante políticas orientadas a reducir los costos de producción, optimizar la infraestructura logística y simplificar los trámites administrativos vinculados al comercio exterior.

Asimismo, la diversificación de la oferta exportable, superando la dependencia de los productos primarios e incorporando mayor valor agregado, permitirá incrementar los ingresos de divisas y mejorar la inserción del país en la economía global. De esta manera, el desarrollo de sectores estratégicos con alto potencial de crecimiento combinado con el fomento de acuerdos comerciales contribuirá a ampliar los mercados de destino.

Paralelamente, es necesario promover la atracción de inversiones extranjeras directas (IED) dado a que proporcionan un ingreso estable de divisas reduciendo la dependencia del financiamiento externo de corto plazo. Además, impulsa el desarrollo de sectores estratégicos, genera empleo, facilita la transferencia de tecnología y mejora la productividad, fortaleciendo la competitividad del sector exportador y aumentando el ingreso de divisas de manera sostenida. Atraer IED mediante un marco jurídico estable, reglas claras y condiciones fiscales competitivas, permitirá dinamizar la economía y reducir la volatilidad cambiaria, consolidando un crecimiento económico sostenible y fortaleciendo la confianza de los inversores en el largo plazo.

Por otra parte, la disparidad en los tipos de cambio no solo alimentó la especulación del mercado, sino que también provocó la fuga de capitales, la escasez de dólares y una inflación desbordada. Para evitar una repetición de este escenario y reducir la brecha cambiaria, es necesario adoptar un enfoque integral y coherente que aborde tanto las causas estructurales de la crisis cambiaria como las expectativas del mercado. Uno de los pasos fundamentales sería lograr una unificación de los tipos de cambio. Este objetivo puede alcanzarse de manera gradual, mediante la implementación de políticas monetarias que permitan estabilizar la economía sin generar un impacto inflacionario abrupto. Un tipo de cambio único contribuiría a reducir las distorsiones y la especulación, proporcionando señales más claras a los agentes económicos sobre las intenciones de política cambiaria del gobierno.

El fortalecimiento de las reservas internacionales es otro aspecto esencial. La acumulación de reservas brindaría al Banco Central un colchón frente a posibles crisis externas, lo que contribuiría a disminuir las expectativas de devaluación y reducir la presión sobre el mercado cambiario. Para lograrlo, Argentina debe concentrarse en mejorar la balanza de pagos, incentivando las exportaciones y manteniendo una gestión prudente del financiamiento externo.

Si bien la Argentina enfrenta desafíos estructurales complejos, como la alta inflación, el déficit fiscal y la falta de reservas internacionales, es fundamental que el foco del gobierno y las autoridades económicas se ponga también en la gestión de las expectativas del mercado. El mercado responde, en gran medida, a señales que reciben de las autoridades económicas, y la forma en que éstas se comunican y actúan es clave para reducir la incertidumbre. La transparencia y la previsibilidad en las políticas económicas son esenciales para romper los sesgos emocionales y psicológicos que a menudo conducen a decisiones especulativas. En lugar de reaccionar ante cada rumor o evento, los agentes económicos deben percibir que las autoridades tienen el control y una estrategia clara para resolver los problemas subyacentes.

La credibilidad es el pilar sobre el cual se deben construir las expectativas del mercado. Si el Banco Central y el gobierno pueden demostrar que están comprometidos con la estabilidad económica a través de políticas coherentes, graduales y previsibles, se puede restaurar la confianza tanto a nivel local como internacional. Una política monetaria que logre reducir la inflación de manera efectiva, un plan fiscal que apunte a la sostenibilidad y el fortalecimiento de las reservas internacionales no solo mejorarán los indicadores económicos, sino que también transmitirán señales claras de que el país está en camino hacia una estabilización duradera.

Finalmente, mejorar las expectativas no es solo un ejercicio técnico, sino también psicológico. Los actores económicos deben sentir que, a pesar de los desafíos, el gobierno tiene un enfoque claro para restaurar el orden económico y que este enfoque está respaldado por acciones consistentes. La confianza en la capacidad del gobierno para manejar los problemas estructurales y económicos es fundamental para reducir la volatilidad cambiaria. Solo a través de un compromiso explícito con la estabilidad, la coherencia en las políticas y la credibilidad en las instituciones, Argentina podrá superar las tensiones cambiarias y avanzar hacia una economía más predecible y sostenible.

Referencias

1816. (2023). *Informe Especial: Últimos comentarios pre-elección - Economía & Estrategia*
- AA, VV. (2023). *Macroeconomics*. Libre Texts.
- Argentina Clearing y Registro S.A. (2021). *Institucional*. <https://argentinaclearing.com.ar/institucional/>
- Argentina Clearing y Registro S.A. (2023). *Márgenes de contratos*. Argentina Clearing. Argentina Clearing. <https://argentinaclearing.com.ar/docs/listado-de-margenes/enes>
- Besley, S. & Brigham, E. (2016). *Fundamentos de administración Financiera*. Universidad Iberoamericana. México.
- Biollato, D. (2001). *Historia de los Mercados*. Bolsa de Comercio Rosario. Argentina.
- Blanchard, O. & Amighini, A. & Giavazzi, F. (2012). *Macroeconomía*. Pearson Educación, S.A. Madrid
- Bolsa de Comercio de Rosario. (2023). *Guía Estratégica para el Agro*. Dirección de Información y Estudios Económicos. Informe especial mensual sobre cultivos. Año XII. N°160
- Bolsa de Comercio de Rosario. (2023). *La recaudación por Derechos a la Exportación de los principales complejos agrícolas podría caer a un tercio de lo que fueron en 2022*. Informe Coyuntura Macroeconómica. Aporte Tributario de las Cadenas Agroindustriales
- Bolsa de Comercio de Rosario. (2024). *Luego de la sequía, habría fuerte recuperación en la recaudación por DEX en 2024 con las alícuotas actuales*. Informativo Semanal. Edición N°2130
- Burguillo Vázquez, R. (2015). *Cámara de compensación*. Economipedia
- Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz. (2023). *La economía Argentina: ¿Alcanzan los dólares para el año electoral?* Informe mensual enero 2023

- Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz. (2023). *La economía Argentina: ¿Se puede evitar una brusca devaluación?* Informe mensual mayo 2023
- Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz. (2023). *La economía Argentina: ¿Una mala cosecha y nos condenamos?* Informe mensual marzo 2023
- Comín, Comín, F. (2011). *Economía Mundial. De los orígenes a la actualidad*. Alianza. España.
- Cortada de Kohan, N. & Macbeth, G. (2006). *Los sesgos cognitivos en la toma de decisiones*. Revista de Psicología Vol. 2 N°3. Universidad Católica Argentina
- Curcio, S. & Vilker, A.S. (2014). *Impacto de las variaciones de precios de las commodities exportadas en la economía real de los países de América Latina*. Centro de Investigación en Métodos Cuantitativos Aplicados a la Economía y la Gestión, Universidad de Buenos Aires. Argentina.
- Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. (2023). *Informe de avance del nivel de actividad – Primer trimestre de 2023*. INDEC
- Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. (2023). *Informe de avance del nivel de actividad – Segundo trimestre de 2023*. INDEC
- Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. (2023). *Informe de avance del nivel de actividad – Tercer trimestre de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Complejos exportadores año 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de enero de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de febrero de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de marzo de 2023*. INDEC

- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de abril de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de mayo de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de junio de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de julio de 2023*. INDEC
- Dirección de Estadísticas del Comercio Exterior. (2023). *Intercambio comercial argentino – Cifras estimadas de agosto de 2023*. INDEC
- Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa – Primer trimestre de 2023*. INDEC
- Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa – Segundo trimestre de 2023*. INDEC
- Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa – Tercer trimestre de 2023*. INDEC
- Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa – Cuarto trimestre de 2023*. INDEC
- Fisanotti, L. (2014). *Antecedentes históricos de los mercados de futuros y opciones: cobertura y especulación*. Invenio 17 (33). Universidad del Centro Educativo Latinoamericano. Argentina.
- Fundación MATba. (2017). *Contratos de futuros y opciones. Manual de estudio para su uso y aplicaciones*. Fundación MATba para la Difusión y Capacitación en Mercados de Derivados. Argentina.

- Fundación Mediterránea. (2023). *Informe de Coyuntura del IERAL - Edición N°1540*. Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana
- García del Barrio, A. (2023). *Aspectos generales de los tipos de cambio*. IEDGE Business School.
- García del Barrio, A. (2023). *Funciones y naturaleza del mercado de divisas*. IEDGE Business School.
- García del Barrio, A. (2023). *Introducción al mercado de divisas*. IEDGE Business School.
- Gonzalez M. & Garay, U. (2005). *Fundamentos de Finanzas*. IESA.
- Gurovich, L. (2021). *¿Cuáles son los determinantes de las expectativas inflacionarias en Argentina? Un estudio empírico exploratorio*. Premio Anual de Investigación Económica. Banco Central de la República Argentina.
- Hernández Preciado, D. (2018). *Decisiones bajo incertidumbre y neuroeconomía: una revisión*. Universidad de la Salle.
- Hull, J. C. (2009). *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. 6° edición. Editorial Pearson Educación. México.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Primer trimestre de 2023*. Dirección de Estadísticas de Activos y Pasivos Externos & Dirección de Bienes y Servicios Reales & Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Segundo trimestre de 2023*. Dirección de Estadísticas de Activos y Pasivos Externos & Dirección de Bienes y Servicios Reales & Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Tercer trimestre de 2023*. Dirección de Estadísticas de Activos y Pasivos Externos & Dirección de Bienes y Servicios

Reales & Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Cuarto trimestre de 2023*. Dirección de Estadísticas de Activos y Pasivos Externos & Dirección de Bienes y Servicios Reales & Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo y Cuentas Internacionales

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Incidencia de la pobreza y la indigencia en 31 aglomerados urbanos. Primer semestre de 2023*. Dirección de Encuesta Permanente de Hogares & Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Incidencia de la pobreza y la indigencia en 31 aglomerados urbanos. Segundo semestre de 2023*. Dirección de Encuesta Permanente de Hogares & Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Enero de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Febrero de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Marzo de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Abril de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Mayo de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Junio de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Julio de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Agosto de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Septiembre de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero. Octubre de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2024). *Índice de producción industrial manufacturero. Noviembre de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2024). *Índice de producción industrial manufacturero. Diciembre de 2023*. Dirección Nacional de Estadísticas

Económicas & Dirección de Estadísticas Mineras, Manufactureras, Energéticas y de la Construcción

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos (EPH). Primer trimestre de 2023*. Dirección de Encuesta Permanente de Hogares & Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos (EPH). Segundo trimestre de 2023*. Dirección de Encuesta Permanente de Hogares & Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos (EPH). Tercer trimestre de 2023*. Dirección de Encuesta Permanente de Hogares & Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2023). *Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos (EPH). Cuarto trimestre de 2023*. Dirección de Encuesta Permanente de Hogares & Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida

Jaffe Westerfield, R. (2000). *Finanzas Corporativas*. 9° edición. Editorial Mc Graw Hill. México

Lind, D. & Marchal, W. & Wathen, S. (2012). *Estadística aplicada a los Negocios y la Economía*. 15° edición. Editorial McGraw-Hill. Estados Unidos.

Matba Rofex S.A.. (2023). *Centro Estadísticas de Mercado*. Matba Rofex. <https://cem.matbarofex.com.ar/cem2>

Matba Rofex S.A.. (2023). *Contratos de Futuros de Dólar*. Matba Rofex . <https://www.matbarofex.com.ar/producto/futuros-y-opciones-sobre-dolar>

Matba Rofex S.A.. (2023). *Contratos de Futuros de Soja*. Matba Rofex . <https://www.matbarofex.com.ar/producto/futuros-y-opciones-sobre-soja>

- Ministerio de Economía Argentina. (2023). *Deuda de la Administración Central. IV Trimestre 2023*. Secretaría de Finanzas & Subsecretaría de Financiamiento & Oficina Nacional de Crédito Público.
- Pakin, M. & Loría, E. (2010). *Macroeconomía, versión para Latinoamérica*. 9° edición. Editorial Pearson. México.
- Pontificia Universidad Católica Argentina. (2023). *Argentina (2004-2023): Un régimen inflacionario crónico de empobrecimiento y mayor asistencia social*. Observatorio de la Deuda Social Argentina
- PxQ Data Analytics. (2023). *Los PxQ de la Devaluación Pos PASO 2023*. Consultora PxQ
- Rozanski, A. & Skladnik, M. (2023). *Mercado en modo espera*. Informe Semanal: Economía y Mercado. 1816 | Economía y Estrategia
- Samper, J. (2015). *Mercado de divisas*. Economipedia
- Servicio Meteorológico Nacional Argentina. (2024). *Estado del clima en Argentina 2023 | Reporte final* – Ministerio de Defensa
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Enero de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Febrero de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Marzo de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Abril de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Junio de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Julio de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Agosto de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.

- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Septiembre de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Octubre de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2023). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Noviembre de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Universidad Argentina De la Empresa. (2024). *Índice de Costo Argentino de la Producción. Diciembre de 2023*. Instituto de Economía de la Fundación UADE.
- Zícarí, J. (2014). *Matrioskas económicas. La convertibilidad argentina, sus ciclos y crisis. Dinámica interna, sistema bancario, déficit fiscal y endeudamiento*. Ensayos de Economía. No.45. Argentina.