

Resumen

Aumentando las posibilidades de acceso al financiamiento, permite que las empresas y el estado puedan realizar mayores inversiones en la economía real y así potenciar el crecimiento económico. Uno de los canales más importantes y adecuados para realizar dicha tarea, es el mercado de capitales. A través de la construcción de indicadores de mercado, se realizó un análisis del grado de desarrollo del mismo, para el caso argentino en referencia a los países del Mercosur, tanto miembros como socios. Se encontró, en términos comparativos, que nuestro país está rezagado en esta materia y presenta una serie de ineficiencias: el mercado de renta variable es muy pequeño y carece de liquidez; el mercado de renta fija está impulsado casi totalmente con títulos públicos, principalmente de la restructuración de deuda. La finalidad del trabajo fue mostrar que el bajo desarrollo no debe ser visto como algo malo, sino como una potencialidad de crecimiento tomando como referencia países (salvando las distancias) similares.

UNIVERSIDAD NACIONAL DE RÍO CUARTO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

Mercado de capitales argentino: Análisis sobre el
grado de desarrollo relativo, en referencia a los
países del Mercosur.

Licenciatura en Economía

Alumno

Mariano Baiguera Müller

Director

Javier Milanesio

E-mail: mbaigueramuller@gmail.com

2017

Resumen

Aumentando las posibilidades de acceso al financiamiento, permite que las empresas y el estado puedan realizar mayores inversiones en la economía real y así potenciar el crecimiento económico. Uno de los canales más importantes y adecuados para realizar dicha tarea, es el mercado de capitales. A través de la construcción de indicadores de mercado, se realizó un análisis del grado de desarrollo del mismo, para el caso argentino en referencia a los países del Mercosur, tanto miembros como socios. Se encontró, en términos comparativos, que nuestro país está rezagado en esta materia y presenta una serie de ineficiencias: el mercado de renta variable es muy pequeño y carece de liquidez; el mercado de renta fija está impulsado casi totalmente con títulos públicos, principalmente de la restructuración de deuda. La finalidad del trabajo fue mostrar que el bajo desarrollo no debe ser visto como algo malo, sino como una potencialidad de crecimiento tomando como referencia países (salvando las distancias) similares.

Índice

1. Capítulo 1 - Mercado financiero.....	6
1.1 Empresa como fuente de financiamiento.....	6
1.2 Mercado financiero.....	10
1.2.1 Mercado bancario	11
1.2.2 Mercado de capitales.....	13
1.3 Clasificación	
1.3.1 Mercado	13
1.3.2 Participantes.....	15
1.3.3 Instrumentos.....	15
1.4 Mercado de capitales y crecimiento económico.....	19
1.5 Mercado de capitales y actualidad.....	22
2. Capítulo 2 - Indicadores	23
2.1 Extracción de datos.....	23
2.2 Construcción de Indicadores	25
3. Capítulo 3 - Resultados	29
3.1 Mercado accionario	
3.1.1 Mercado secundario.....	30
3.1.2 Mercado primario	36
3.2 Mercado de Bonos	39
3.2.1 Mercado secundario.....	40
3.2.2 Mercado primario	44
3.2.3 Presencia de títulos públicos.....	51
3.3 Calidad de la deuda.....	54
4. Capítulo 4 - Conclusiones.....	57
Bibliografía.....	60
<i>i</i> Resumen	1
<i>ii</i> Índice.....	2
<i>iii</i> Introducción	4

Índice de Tablas

Tabla 1 - Indicadores	28
Tabla 2- Volumen operado en acciones en función del PBI	33
Tabla 3 - Volumen operado en acciones sobre el total operado en Mercosur.....	34
Tabla 4 - Emisiones de renta fija en porcentaje a la formación bruta de capital.....	45

Índice de Cuadros

Gráfico 1 – Capitalización Bursátil total y como porcentaje del PBI	30
Gráfico 2 - Capitalización Bursátil en Porcentaje del PBI	32
Gráfico 3 - Rotación Accionaria.....	33
Gráfico 4 - Resumen de indicadores del mercado accionario	35
Gráfico 5 - Emisión de acciones en porcentaje de la formación bruta de capital.....	37
Gráfico 6 - Total de emisión de acciones	38
Gráfico 7 - Volumen operado en acciones y bonos	41
Gráfico 8 - Profundidad del mercado de renta fija	42
Gráfico 9 - Valor de mercado de instrumento de renta fija 2011	43
Gráfico 10 - Liquidez de los mercados, Argentina.....	44
Gráfico 11 - Total de emisión de instrumento de renta fija.....	46
Gráfico 12 - Emisión de obligaciones negociables	48
Gráfico 13 - Deuda Pública Bruta por Acreedor en porcentaje del PIB.....	50
Gráfico 14 - Presencia de títulos públicos en el mercado de renta fija	53

Introducción

Cuando se considera la economía de un país como un todo, se sabe que del total del ingreso (renta) disponible de los agentes, una parte la dedican al consumo y la otra a ahorrar. El ahorro es la base de la inversión, debido a que el dinero que no se consume puede ser prestado a cambio de un interés a un agente que invierta en la actividad productiva.

Básicamente, la inversión afecta al crecimiento económico a través un aumento en capacidad física de producción de un país, facilitando el desarrollo de las actividades productivas y aumentando capacidad instalada. Además, la inversión mejora la productividad de los factores a través del gasto en educación, de investigación y desarrollo.

El problema radica en que el ahorro necesita un vaso comunicante para poder transformarse en inversión productiva. Esa función la cumple el mercado financiero, que dentro del mismo el que mejor adecua sus necesidades a los agentes que invierten en sectores productivos, es el mercado de capitales.

En el campo de la economía del crecimiento y desarrollo económico, existen distintos modelos que se encargan de mostrar la importancia que tiene la acumulación de capital sobre el crecimiento en un país. Para ello, es que las economías necesitan tener un mercado de capitales bien desarrollado, donde el ahorro se transforme fácilmente en capital productivo.

El mercado de capitales es un lugar no necesariamente físico donde se intercambian distintos tipos de instrumentos financieros, que tiene por función conectar a agentes con exceso de ahorro, con quien lo necesita para invertirlos en actividad productiva. Es importante entonces, saber qué nivel de desarrollo tiene dicho mercado, para descubrir si está colaborando o no con el crecimiento económico.

Por lo mencionado anteriormente, el fenómeno de interés u objeto de estudio del presente trabajo, es medir el grado de desarrollo del mercado de capitales argentino. Para llevar adelante la tarea se utilizaran distintos indicadores de mercado, contruidos

en base a datos tomados de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB). Se hará un análisis del caso argentino, y se realizará un análisis comparativo de estos indicadores con referencia a los países que componen el Mercosur (tanto socios como países miembros).

La investigación que se va a realizar, será de tipo descriptiva, donde como *objetivo general* se busca saber **cuál el estado de situación del mercado de capitales argentino**. Los *objetivos específicos* se van a encargar de: Exponer y describir la metodología en la construcción de los indicadores, buscar bibliografía sobre la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo de los mercados de capitales, comparar los valores arrojados por los indicadores para los países del Mercosur.

El trabajo se compone de cuatro capítulos y la presente introducción. El capítulo uno, muestra en primer lugar desde una visión de “empresa como fuente de financiamiento” la importancia de la firma dentro de la economía, y como esta se hace de recursos económicos para llevar adelante sus actividades. Luego se realiza una descripción teórica del mercado financiero y de capitales. Por último, se expone bibliografía sobre crecimiento económico y desarrollo del mercado de capitales

El capítulo dos, se ocupa de mostrar la metodología de los datos recogidos y la construcción de los indicadores.

En el capítulo tres, se presentan los resultados obtenidos para los países analizados. Para llevar adelante el cometido, fue necesario categorizar al mercado de capitales y ordenarlos de la siguiente manera: Mercado de renta variable secundario, mercado de renta variable primario, mercado de renta fija secundario, mercado de renta fija primario. Para culminar el capítulo, se expone un análisis sobre la calidad de deuda argentina.

En el capítulo cuatro, se encarga de sistematizar las conclusiones extraídas del capítulo anterior.

Capítulo 1 - Mercado financiero

Empresa como fuente de financiamiento

En la economía de un país, las empresas cumplen un rol muy importante: son las encargadas de proveer de productos y servicios a la sociedad, crear empleo, generar riquezas e impulsar innovaciones; también tienen por función coordinar el proceso productivo y asignar los factores de producción para así poder satisfacer las necesidades de la sociedad.

En el normal desempeño de sus actividades, las empresas necesitan de recursos financieros provenientes de distintas fuentes. La utilización del financiamiento permite a las firmas no solo realizar correctamente sus operaciones corrientes, sino que también les deja que lleven adelante inversiones de largo plazo como creación de nuevos proyectos, aumento de la producción, inversiones en la planta, aumento de la productividad, etc.

Para comprender que significa ver a la empresa como fuente de financiamiento, primero se necesita entender el enfoque que tiene la contabilidad y las finanzas sobre la firma.

En la contabilidad las empresas se describen como un conjunto de derechos y obligaciones, donde por un lado está el activo que representa los derechos de la compañía, y por el otro, el pasivo que constituye las obligaciones de la misma; por último se encuentra el patrimonio neto que representa los derechos de los socios sobre la compañía.

Desde las finanzas, la estructura económica de la empresa viene determinada por un conjunto de inversiones (recogidas por el activo), que deben ser costeadas con recursos financieros (compuestas por el pasivo y el patrimonio neto); es decir, que a diferencia de la contabilidad el patrimonio neto también es considerado una fuente de financiamiento de la empresa. En otras palabras para las finanzas no hay activo, pasivo ni patrimonio neto, sino que la empresa es un conjunto de inversiones que deben ser solventadas a través de recursos financieros. Además es importante que para la

subsistencia de la empresa que la rentabilidad de las inversiones sea mayor a su costo de financiación.

En conclusión la visión contable aporta un enfoque mayormente legal sobre la firma mientras que desde las finanzas la empresa es vista como un conjunto de fuentes de financiamiento que se encargan de solventar los recursos de la misma. Dentro de este enfoque se puede organizar y clasificar a los recursos financieros de distintas maneras.

Según su procedencia, los recursos financieros pueden ser internos o externos. Las fuentes de financiamiento interno (autofinanciación) surgen de las operaciones corrientes de la empresa, tales como utilidades retenidas, sueldos acumulados, cuentas por pagar, etc. Por otro lado las fuentes de financiamiento externo provienen de fondos aportados por agentes ajenos a la empresa. (Bodie & Merton, 1999)

La autofinanciación es la reinversión de recursos propios surgidos de la misma actividad de la empresa, es una fuente de financiamiento de largo plazo ya que no tiene un vencimiento determinado. Se hace difícil para las firmas financiar grandes proyectos de inversión con este tipo de financiamiento ya que su utilización se limita al desempeño y liquidez la actividad de la compañía. Otra característica, es que no posee un costo de capital explícito provocando que pueda ser utilizado en proyectos poco rentables. El costo implícito de dicho tipo de financiamiento surge de los dividendos que pudieron haber sido distribuidos y no lo hicieron, provocando que se pueda afectar la cotización de la acción. Además, permite la autonomía financiera.

Existen principalmente dos formas de auto financiación: (Montoro Sánchez, De Castro, & Diez Vial, 2014)

- De mantenimiento: Son fondos que se utilizan para conservar la capacidad económica de la empresa, ya que las inversiones fijas con el uso corriente van desgastándose y perdiendo valor en el tiempo. Se conocen como amortizaciones y provisiones
- De ampliación: en este caso, los beneficios son retenidos por la firma para realizar nuevas inversiones. Se obtienen de distintos periodos y toman la forma de reservas.

Por otro lado están las fuentes de financiamiento externas, estos fondos son provenientes desde fuera de la empresa, es decir que no surgen de la operatoria normal o

como consecuencia de su actividad principal. A pesar de que los fondos surgen del exterior de la firma, estos pueden ser propios: donde no se requiere que se devuelva¹, o ajenos: donde existe una obligación contractual de devolución.

El financiamiento externo realizado con recursos propios, surge del aporte inicial de los propietarios en la conformación de la empresa o de posteriores ampliaciones de capital, este tipo de financiación es de carácter permanente. El poseedor del título recibe el nombre de accionista, ya que en sus manos tiene un certificado de propiedad de la empresa en una cuota-parte; además puede rehacerse nuevamente su dinero vendiéndolo en el mercado. La acción es un título de propiedad que no realiza pagos fijos y tampoco se consumen en fechas estipuladas con anterioridad, dependen del desempeño de la empresa y de su política de dividendos (puede preferir reinvertir la utilidades aumentando el valor de mercado de la sociedad).

Cuando la financiación de la empresa es externa y se realiza con fondos ajenos, existe la obligación contractual de devolución de los fondos prestados. La modalidad de fondeo se puede hacer de distintas formas, se distinguen principalmente tres:

- Obligaciones negociables: se emiten cuando las empresas necesitan realizar grandes inversiones donde difícilmente una sola entidad crediticia pueda proveer esa gran cantidad de dinero; es por ello que la deuda se divide en distintas cuotas partes y se comercializa pudiendo ser adquirida por más de un inversor. Es un instrumento de renta fija debido a que se pactan con anterioridad los pagos, las fechas, el interés y la amortización de la deuda. Al igual que las acciones, son recursos financieros de largo plazo, aunque se diferencian en que las obligaciones negociables no son de carácter permanente y tienen (en caso de quiebra) prioridad de cobro, generando para el comprador de los títulos un riesgo menor.
- Préstamos y crédito bancario a largo plazo: Las empresas acuden a este tipo de instituciones financieras para llevar adelante sus inversiones. Tienen similares características a las obligaciones negociables ya que la empresa dispone de los fondos una vez aprobado el préstamo, el cual debe ser devuelto en la fecha estipulada sumado a los intereses, pero se diferencia que en este caso el

¹ Esto no significa que los fondos prestados no deben devolverse, sino que no existe un flujo específico de devolución.

prestamista es uno solo. Se puede distinguir entre el crédito bancario y el préstamo bancario, en que el primero de los casos la empresa que solicita los fondos tiene a su disposición una cantidad de dinero tope predeterminada que puede utilizarla en su totalidad o no; en el segundo caso recibe la totalidad de los fondos solicitados. Generalmente el crédito bancario se utiliza para solucionar problemas de liquides, y tiene un costo mayor que los préstamos.

- Leasing: Es una forma de financiamiento de mediano o largo plazo, donde una empresa puede acceder a algún activo que requiera una gran inversión, a cambio de pagar un alquiler en plazos y montos pre pactados. Al finalizar el contrato, la empresa puede ejercer una opción de compra por dicho activo a su valor residual. Es un contrato de arrendamiento donde la empresa puede acceder a bienes como activos fijos sin la necesidad de comprarlos.

Según el tipo de financiamiento que decida llevar a cabo la empresa, diferente será la dinámica del proceso. Cuando las inversiones se realizan con recursos internos, las decisiones son dinámicas y sistemáticas debido a que como los recursos surgen de las propias operaciones corrientes de la empresa la exigencia de rentabilidad depende solo de la demanda de la propia firma; un ejemplo es cuando se decide reinvertir utilidades en la adquisición de una nueva máquina. Diferente es el caso del financiamiento externo donde la empresa recurre a fuentes ajenas para obtener el financiamiento, en este caso no solo la firma sino que también los prestamistas exigirán condiciones de rentabilidad y riesgo de inversiones, para así asegurarse recuperar el dinero prestado. Es por eso que la dinámica para la empresa receptora de fondos es más compleja que utilizar sus propios recursos (Bodie & Merton, 1999).

Decidir por usar una fuente de financiamiento externo no solo es más complejo sino que requiere un mayor plazo para obtener los fondos que utilizar la autofinanciación, aunque tiene la ventaja de poder acceder a una mayor cantidad de capital y no depender del desempeño de la empresa. La mayor parte de las veces el lugar donde se acude para obtener financiamiento externo con recursos ajenos es el mercado de capitales, en él se intercambian tanto instrumentos de renta fija como variable.

En conclusión la empresa tiene distintas formas de financiarse, y según el tipo de inversión que lleve adelante puede utilizar sus recursos del interior empresa, acudir a una entidad bancaria o financiarse a través del mercado de capitales. La

autofinanciación le permite una mayor libertad a la empresa en la utilización de los fondos, aunque los montos son limitados y dependen del rendimiento de la empresa. Cuando acude a una entidad bancaria generalmente puede obtener mayor cantidad de recursos (dependiendo de la solides financiera de la empresa) pero a un plazo menor del que se podría obtener en el mercado de capitales, en este último puede realizar por ejemplo emisión acciones donde no solo obtienen importante cantidad de capital sino que también el plazo de devolución es indeterminado (exceptuando el caso de quiebra).

En función de lo expresado anteriormente su puede decir que el mercado de capitales cumple un rol clave en el crecimiento económico, su bajo desarrollo restringe la posibilidad de financiar proyectos de largo plazo limitándolo a la disponibilidad de recursos internos de las empresas y al crédito bancario. Los préstamos a través de entidades bancarias, cumplen un rol muy importante también, aunque por su naturaleza no se ajusta a los proyectos de inversión de las empresas, debido a que usualmente el plazo del crédito es menor que los instrumentos que cotizan en el mercado de capitales; sumado a que en los préstamos bancarios se debe devolver pagos de cargos fijos sin importar el desempeño de la empresa, mientras que la emisión de deuda de capital no. (Manuelito & Jiménez, Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, 2010)

Mercado financiero

Por definición, el mercado financiero es el espacio no necesariamente físico, donde se realizan las transacciones de distintos tipos de instrumento financieros y se fijan sus precios. La función económica de este, es la transferencia de recursos de las unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias, es decir, dado el esquema macroeconómico de flujo de fondos se necesitan los mercados financieros para canalizar el ahorro. (Elbaum, 2006, pág. 62).

La inversión en un país cumple una importante función con respecto al crecimiento económico y progreso: se crean empresas, nacen nuevos proyectos, crece la cantidad de puestos de trabajos y aumenta el bienestar de la población. Para ello es necesario que exista un mecanismo que pueda tomar el ahorro ocioso de la sociedad, transformarlo y transferirlo a los agentes que realizan inversiones en la economía real. Este rol, lo cumple el mercado financiero.

El mercado financiero corresponde a diferentes mecanismos con los que cuenta una economía para cumplir su función de asignación y distribución de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información, asociados con el direccionamiento del ahorro a la inversión. (Barrios Arévalo & Beltrán Durán, 2007, pág. 12)

Principalmente en el mercado financiero se pueden distinguir dos grandes sub mercados (Elbaum, 2006):

- Mercado bancario.
- Mercado de capitales.

La diferencia más importante que causa la distinción entre ambos mercados, es el tipo de regulación. El sistema bancario tiene su propio tipo de normas que reglamentan la actividad, mientras que el mercado de capitales tiene otras; no solo las regulan, sino que determinan el mecanismo de financiamiento y los objetivos de cada actividad.

El caso argentino, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) se encarga de regular el sistema bancario, donde tiene por objetivo no solo la intermediación financiera indirecta sino que también objetivos macroeconómicos atados al desempeño del país. En el artículo 3º de su carta orgánica, el BCRA enumera sus objetivos: *“El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”*

En cambio, la Comisión Nacional de Valores (CNV) se encarga de supervisar y regular la actividad bursátil, su objetivo no está ligado necesariamente a los macroeconómicos, sino a la intermediación financiera. *La misión de la CNV es regular, fiscalizar y controlar a los participantes del mercado de capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y objetivos de la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores, de Fondos Comunes de Inversión y de Fideicomisos Financieros y del Decreto de Calificadoras de Riesgo y sus reglamentos, en base a la divulgación de información*

*oportuna, completa y veraz; así como promover el desarrollo de un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente en beneficio del público inversor.*²

En el mercado bancario, las operaciones de instrumentos financieros se caracterizan por ser de gran liquidez, bajo riesgo y mediano plazo. Se trata de un mercado donde la asignación de recursos no es directa, es decir que los agentes que están interesados en prestar sus ahorros a plazo lo hacen a través de un intermediario (entidad bancaria) recibiendo como pago un interés en función del plazo y el monto; el intermediario presta ese dinero a los tomadores de fondos a una tasa mayor que la que pago, ya que su ganancia surge del diferencial de tasas.

La suma de los distintos tipos de entidades financieras que interactúan en el mercado bancario se conoce como sistema bancario.

Una de las características del sistema, es que se encarga de transformar plazos respondiendo a las preferencias de los inversores. Quien presta el dinero, desea liquidez y disponibilidad de su dinero en poco tiempo; mientras quien recibe el dinero, realiza inversiones donde los plazos sus proyectos de inversión son mayores. Por ello y gracias a la escala con la que trabajan los bancos, toman dinero prestado a corto plazo y luego lo prestan a corto o mediano plazo.

El sistema bancario además de encargarse del descalce de plazos, debe transformar el riesgo y supervisar las inversiones. Cuando alguien deposita dinero en el banco está dispuesto asumir un riesgo muy bajo, pero no necesariamente a quien se le presta el dinero asume el mismo riesgo en las inversiones que va a realizar; es por ello que las entidades deben administrar el riesgo y transformarlo, además debe ser quien supervise al que recibe los fondos y así lograr que devuelva el dinero que se le prestó.

El otro subgrupo que se encuentra dentro del mercado financiero es el mercado de capitales. En él se intercambian distintos tipos de instrumentos financieros mayormente de mediano y largo plazo. El tipo de intermediación que se realiza en este mercado es directa ya que el ahorrista y el inversor comercializan títulos facilitado por un

2

http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/03_Acerca%20de%20la%20CNV%2029%2002%2008.pdf

intermediador que cobra una comisión por realizar la tarea, aunque no le recae a este el riesgo de la inversión.

El mercado de capitales cumple un rol muy importante, es el encargado de ser puente de conexión entre los agentes que poseen sobrantes de liquides con quien los necesita. Tiene por objetivo facilitar la transferencia de los recursos a agentes que realicen inversión real productiva, y así poder colaborar en el logro de un mayor crecimiento económico.

Como se mencionó anteriormente, las empresas realizan inversiones para aumentar o eficientizar su capacidad productiva; para ello necesitan importantes aporte de capital que difícilmente lo puedan obtener de sus utilidades por lo cual acuden a terceros para obtenerlos. Ubicar específicamente quien puede estar dispuesto a proveer el capital tiene un costo de información muy alto, acá es donde el mercado de capitales cumple una de sus funciones más importantes de concentrar a los oferentes y demandantes de fondos reduciendo el costo de búsqueda.

La actividad financiera realizada dentro del mercado de capitales, se efectúa en dos tipos de mercados:

- Mercados organizados: La comercialización de los valores está regulada por una entidad, que coordina y dirige. Las negociaciones no se hacen de manera directa entre las partes sino que interviene el mercado a través de agentes. Los mercados organizados son multilaterales y los participantes acceden a la información disponible (de precios y tasas, p. ej.) en condiciones de igualdad. Además, para fomentar la correcta formación de precios, las intenciones son anónimas (León & Pérez, 2014, pág. 223)
- Mercados no-organizados (Over the Counter - OTC): En principio este tipo de mercado surge por la particularidad de instrumentos que se comercializan, donde los contratos se realizan en función de las necesidades específicas de las partes (no estandarizados) y se hacen de manera directa entre ellos, si bien existen dealers que se encargan de conectar las puntas compradoras y vendedoras. En Argentina la CNV regula todo tipo de oferta pública, por lo que cualquier contrato privado entre partes queda excluido de su regulación, es por ello que en principio lo mercados OTC se consideraban desregulados, pero con el gran crecimiento que han tenido en estos últimos años hizo necesario que estén

regulados al igual que los mercados institucionalizados. Otra característica de este tipo de mercados, es que no toda la información está disponible para el público en general. El caso argentino existen dos mercados que podrían considerarse OTC, uno es el Mercado a Término de Buenos Aires y el otro el Rosario Future Exchange.

A su vez el mercado de capitales puede clasificarse en:

- Mercado primario: En los mercados primarios se negocia nuevas emisiones canalizando directamente los ahorros a la inversión productiva (Elbaum, 2006, pág. 64). Su función es permitir la emisión y distribución de los valores, una vez que son adquiridos por los compradores pueden ser revendidos en el mercado secundario. Esta fuente de financiamiento representa para el emisor un ingreso de capital, y constituye en sí una transferencia de dinero desde el ahorrista a quien desea realizar la inversión.
- Mercados secundarios En este tipo de mercado se comercializan todo tipo de instrumento que ya hayan sido previamente emitidos, es decir que no se generan nuevos aportes de capital para las empresas sino que representan un cambio en el título de propiedad de los instrumentos. Este mercado es de vital importancia en el desarrollo del mercado de capitales a pesar de que no generan ingreso de fondos para las firmas, esto se debe a que brinda liquides al mercado primario asegurándole al comprador del instrumento emitido por primera vez la posibilidad de la reventa. Si esto no fuese así pocos inversionistas estarían dispuestos a inmovilizar su capital por periodos de tiempo prolongados (las empresas receptoras de fondos necesitan periodos de tiempos prolongados para la devolución del capital) es por eso que un buen nivel de transacciones realizadas dentro del mercado secundario asegura un buen desarrollo del mercado primario, permitiendo la transformación del ahorro en inversión productiva.

Participantes

Existen diversos agentes que interactúan dentro en el mercado de capitales, se distingue en primer lugar un ente regulador que se encarga de regular y velar por el buen

funcionamiento del mercado de capitales (tanto bursátiles como extrabursátiles). En el caso argentino esta tarea es llevada adelante por la ya mencionada Comisión Nacional de Valores, que vela por la transparencia de los intercambios de instrumentos financieros evitando la manipulación de los precios y la utilización de información privilegiada.

Otro importante participante son las bolsas de comercio, estas instituciones toman forma jurídica de sociedades anónimas o asociaciones civiles y deben estar autorizadas para funcionar en el caso argentino por la CNV. Permiten la cotización de valores negociables, donde pueden autorizar, suspender y cancelar la cotización de valores; además establecen los requisitos para la cotización de los valores.

Las bolsas de comercio pueden, o no, tener asociadas a ellas un mercado de valores, en caso que así no fuera, cumplirían un rol similar al de un intermediario financiero. Los mercados de valores son sociedades anónimas donde se realizan y liquidan las operaciones de compra venta de valores financieros; solo las personas que están registrados en los mercados pueden operar en él.

Gracias a la participación de los oferentes y demandantes de los instrumentos financieros existe el mercado de capitales, es por eso que son un participante de suma importancia en los mercados. Por un lado están los prestatarios de fondos que son agentes con capital ocioso dispuestos a dar su dinero a cambio de una retribución; dentro de estos se distinguen los inversores corrientes que administran sus propios ahorros en el mercado de capitales y los inversores institucionales que manejan una significativa cantidad de capital en grandes carteras de inversiones. Entre estos últimos se encuentran las sociedades de inversión, los fondos comunes de inversión, las compañías aseguradoras, administradoras de fondos de seguridad social, de jubilaciones y pensiones. Con respecto a los demandantes de fondos, son los que acuden al mercado de capitales en busca de financiamiento, principalmente son las empresas y el sector público.

Instrumentos financieros comercializados en el mercado de capitales

Existen diversos instrumentos financieros que cotizan en el mercado de capitales. Según el pago realizado por los valores se pueden clasificar en instrumentos de renta fija, renta variable y derivados. Si el activo paga un valor cierto, fijo y pactado con anterioridad

pertenece al primero de los instrumentos antes nombrado, si en cambio el valor pagado por el instrumento depende del rendimiento de la empresa pertenece al segundo grupo. Además de estos dos tipos de instrumentos existen los derivados financieros, donde el valor que pagan de estos contratos depende del importe que pueda llegar a tener un activo subyacente en un determinado periodo.

Dentro de los instrumentos de renta fija se encuentran:

- Bonos, notas y letras del tesoro: son instrumentos de deuda que utilizan los gobiernos nacionales para financiarse. La principal diferencia que existe entre ellas es el plazo de emisión: las notas y letras de tesoro son de corto plazo mientras que los bonos son de mediano y largo plazo. Con respecto al pago que realizan, las letras del tesoro se emiten al descuento, mientras que los bonos y notas se emiten a un interés fijo pagado semestral o anualmente. En Argentina los ejemplos de estos instrumentos son las LEBAC, NOBAC, BONAR.
- Certificado de depósitos: Son certificados que representan depósitos a plazo en bancos comerciales o entidades de ahorro o préstamo (Elbaum, 2006, pág. 76). Cuando estos depósitos se encuentran en bancos extranjeros se conocen como eurodólares.
- Repos: Estos instrumentos son acuerdos de recompra sobre otro valor, generalmente ocurre cuando un inversor le vende a otro un instrumento financiero y acuerda recomprárselo en un plazo determinado.
- Obligaciones negociables: Las Obligaciones Negociables son títulos de deuda privada que incorporan un derecho de crédito que posee su titular respecto de la empresa emisora. El inversor que adquiere este título se constituye como obligacionista o acreedor de la empresa con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en un período de tiempo determinado³.
- Cheques de pago diferido: Este tipo de instrumento responde al descuento de un cheque emitido por alguna empresa a ser cobrado a determinada fecha, quien posee el cheque desea cobrarlo en ese momento a cambio del descuento.

³ <http://www.cnv.gob.ar/educacionbursatil/introducciongeneralon.asp>

Un activo de renta fija es un tipo de préstamo donde el que accede a los recursos tiene la obligación de realizar pagos futuros de intereses y amortización de capital. Los emisores de bonos pueden ser públicos: como el estado nacional, provincial o municipal; o privados: como empresas (obligaciones negociables).

Cuando se ofrece este tipo de instrumento al público en general, se realiza a través de la oferta pública. Junto con la emisión se efectúa un prospecto donde se detalla:

- Fecha de emisión, vencimiento y plazo: En función del plazo (determinado como la diferencia entre la fecha de emisión y la de vencimiento) los instrumentos pueden ser de corto, mediano o largo plazo.
- Garantías: Son el respaldo que tienen los valores.
- Valor nominal: Es el valor que el emisor se compromete a devolver a quien compra el bono, lo puede realizar en un pago total al vencimiento del título o en cuotas de amortización.
- Cupón: Es el pago que realiza el instrumento, y viene determinado por la tasa de interés nominal. El período donde se efectiviza puede ser anual, semestral, trimestral, mensual, etc.

Existen distintos tipos de bonos:

- Bullet: son aquellos que el pago de amortización se realiza en una cuota única al final del período.
- Cupón cero: este tipo de bono no paga intereses semestrales o anuales, sino que se emiten al descuento y su rendimiento se determina por la diferencia de precios.
- Convertible: El que adquiere el bono, además de percibir un interés y amortización por el dinero inmovilizado, tiene la opción de suscribir en acciones de la entidad.
- Con opción de recompra: Es un bono que tiene la opción para la entidad emisora de recomprárselo al tenedor a un precio y fecha preestablecidos.
- Eurobonos: Son instrumentos que representan deuda de largo plazo emitida fuera del país en moneda local.

- Bonos a perpetuidad: Este tipo de bonos no tienen fecha de amortización, es decir que nunca dejan de pagar un cupón.

El precio de un bono viene determinado por distintos factores, tales como el pago de los cupones, la amortización del capital, el periodo, la tasa de interés de mercado y el riesgo de impago que tenga el emisor. Como el pago de cupones, amortización y el período viene predeterminado, solo la modificación de la tasa de interés de mercado o alguna noticia sobre la solidez financiera del emisor hará variar el precio del bono. Si la tasa de mercado aumenta, el precio del bono bajará; lo mismo sucederá si aumenta el riesgo de que el emisor no pague.

Principales instrumentos de renta variable:

- Acciones: Una acción representa una cuota parte del derecho sobre el patrimonio de una empresa. Es un instrumento financiero de renta variable debido a que realiza un pago de dividendos sin monto o periodo predeterminado. Depende de la situación económica de la empresa o de su política de dividendo, por ejemplo puede ser que la empresa no pague dividendos debido a su mal desempeño o por decisión de retener utilidades para otras funciones.
- CEDEAR: Es un certificado de depósito argentino, el cual es un recibo de depósito negociable que representa los títulos valores emitidos por una institución extranjera. (Elbaum, 2006)
- Obligaciones de renta variable: son un tipo de obligación negociable donde su interés no es fijo, sino que varía en función de alguna referencia como puede ser la tasa de interés de los bonos del estado.

Un caso aparte lo componen los fideicomisos financieros: Se trata de una herramienta de financiación principalmente para pymes y otras entidades en alternativa a la emisión de bonos. La entidad que quiere financiarse separa de su balance una parte de sus bienes y con ellos crea un patrimonio independiente que es administrado por una entidad financiera. Con el respaldo de ese patrimonio se emiten valores, que pueden ser de renta fija (los valores de deuda fiduciaria) o de

renta variable (certificados de participación).⁴ Los valores que se negocian representan una porción de propiedad del fideicomiso.

Los derivados financieros más importantes son:

- Futuros: Es un contrato que representa una obligación para las partes de comprar o vender cierto activo, en determinado periodo y precio. El objetivo de estos instrumentos es ser utilizados para la cobertura de riesgo, es decir para transferir riesgos, por ejemplo a quien se dedica a la actividad productiva poder fijar el precio de su producto vendido o materia prima antes que termine su ciclo productivo y así poder dedicarse específicamente a su actividad y no a la financiera.
- Opciones: Este instrumento financiero representa un derecho para el tenedor de comprar o vender un activo específico a un precio determinado, durante o antes de la fecha pre pactada, a cambio de un pago denominado prima. Mientras transcurre el periodo, el que posee el contrato tiene la opción de ejercerlo, o no; las diferencias que existen con los futuros es que estos últimos representan una obligación y no un derecho y el pago de la prima.
- Swaps: Son instrumentos que representan un intercambio de bienes o derechos en el futuro.

Mercado de capitales y crecimiento económico

Existen diversos trabajos realizados sobre el mercado de capitales, en cada uno de ellos se da por supuesto de que existe una correlación positiva entre el crecimiento económico y el desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, a lo largo de los años en la teoría económica se presentaron diversas discusiones sobre si realmente existía dicha relación.

Por una parte, el premio Nobel Robert Lucas (1988) desestimó el rol del sistema financiero como un determinante principal del crecimiento económico. Del mismo modo, la destacada economista Joan Robinson (1952) argumentó que “donde las empresas lideran, las finanzas siguen”. En esta perspectiva las finanzas no causan el crecimiento económico, sino que responden automáticamente a los cambios en demanda

⁴ <http://www.invertir.gob.ar/secciones/inversiones/rentavariante.aspx>

del sector real. Por otra parte, el también ganador del Nobel Merton Miller (1998) argumentó que “la proposición de que los mercados financieros contribuyen al crecimiento económico es demasiado obvia como para una discusión seria”. De manera similar, Bagehot (1873), Schumpeter (1934), Gurley y Shaw (1955), Goldsmith (1969) y McKinnon (1973) han rechazado la idea de que el nexo entre finanzas y crecimiento pueda ser ignorado sin obstaculizar nuestro entendimiento del proceso de crecimiento económico. Más recientemente, una serie de trabajos de investigación iniciados por Levine (1997) indica que los sistemas financieros juegan un rol crítico en estimular el crecimiento económico (Hernández & Parro, 2005, pág. 98).

Sin desestimar la importancia que tiene dicha discusión para la teoría económica, el presente trabajo no tiene por objetivo enfocarse ni debatir sobre esta, es por eso que se asume que el mercado financiero contribuye al crecimiento económico respaldándose en el trabajo de Rose Levin “Desarrollo Económico: enfoques y temario”⁵.

En dicho escrito, luego de un exhaustivo análisis de diversos enfoques sobre el crecimiento económico y desarrollo del mercado de capitales, concluye que la relación entre ambas variables es positiva. Argumenta que la aparición de instituciones financieras se debe como contraparte del costo que tiene adquirir información y realizar transacciones financieras, por lo que los sistemas financieros facilitan la asignación de recursos afectando el crecimiento económico a través de la acumulación de capital y la innovación tecnológica.

Además explica que la liquidez (mercado secundario) tiene una importante influencia sobre el desarrollo económico, ya que los proyectos de inversión de alto rendimiento requieren que el capital obtenido sea de largo plazo, mientras que los ahorristas se ven reacios a renunciar de sus ahorros por periodos prolongados; por consiguiente, si el sistema financiero no aumenta la liquidez de las inversiones a largo plazo, es probable que haya menos inversión para proyectos de alta rentabilidad (Levine, 1997, pág. 8).

Por ultimo presenta que la mancomunación de recursos y diversificación de riesgo, permite una mejor movilización del ahorro hacia los proyectos de inversión.

⁵ JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE, vol. XXXV (junio de 1997), págs. 688–726 .Universidad de Virginia

Otros aportes, además de mostrar la correlación que existe entre desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico, permiten cuantificar dicha relación; es decir muestran cuánto aporta o aportaría el grado de desarrollo del mercado de capitales al crecimiento.

Un ejemplo de ello se expone en el trabajo realizado por economistas del Banco Central de Chile Hernandez y Parro sobre “El sistema financiero y crecimiento económico en Chile”. En el ensayo se estimó que para el período que va desde 1961 hasta 2001 donde se registró un crecimiento del PBI per cápita de 2.7% anual, el desarrollo del mercado de capitales aportó a ese crecimiento económico un 1.5%. Además, los autores cuantificaron que si el desarrollo del mercado de capitales chileno es similar al de Francia o Australia podría acelerar su crecimiento en 0.5%, mientras que si presenta valores de desarrollo como los de Suiza el aporte sería de un 2.0%.

En el trabajo “Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para Argentina” (2009) de José Pablo Dapena, expone para el caso argentino qué aporte proporcionaría al crecimiento económico un grado de desarrollo del mercado de capitales igual al promedio de algunos países de Latinoamérica. El documento de trabajo se centra en que los problemas de liquidez que limitan el desarrollo de los mercados de capitales, donde la principal explicación se basa en la asimetría de información y los costos de transacción. Por ultimo concluye que si Argentina tuviese volumen comercializado de acciones igual al promedio de países seleccionados de Lationoamerica podría aportarle al crecimiento económico más de dos puntos porcentuales anuales (2%).

Mercado de capitales y actualidad

Con el objetivo de encausar las necesidades del nuevo mercado de capitales previsto en la Ley 26.831, el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. implementó una reorganización en los términos del Artículo 77 de la Ley de Impuestos a las Ganancias, procediendo a la escisión parcial de su patrimonio para constituir una nueva entidad: Bolsas y Mercados Argentinos S.A. “BYMA”, resultando ésta la continuadora de la actividad del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., con la particularidad que en la

constitución de la nueva entidad se ha incorporado la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como accionista.⁶

Con la creación de BYMA se puso en marcha un nuevo mercado, donde integra verticalmente todo el ciclo operativo de la industria del mercado de capitales. Bolsas y Mercados Argentinos posee la propiedad del 99.96% de Caja de Valores (encarga de la custodia, registro y pago de los títulos), el 40% de Argenclear (encargada de la compensación y liquidación de las operaciones del mercado), el 20% de Mercado Argentino de Valores (encargada de liquidar y compensar operaciones focalizándose en PyMEs), y un 5% de Tecnología de Valores (Certificador digital en las transacciones electrónicas).

BYMA adquirió una nueva plataforma de negociación de valores denominada “Milenium”, utilizada por ejemplo en las bolsas de Londres, donde permite un salto tecnológico con respecto a la plataforma anterior.

El mercado de capitales argentino está yendo desde la segmentación, a través del camino de la interconexión, hacia la unificación y federalización. Actualmente existen cinco mercados, BYMA, Rofex, Matba, MAV y el MAE, aunque existen cada vez más acuerdos entre ellos.

⁶ <http://www.byma.com.ar/que-es-byma/sobre-byma/>

Capítulo 2 - Indicadores

Datos

Como se mencionó anteriormente, el presente trabajo se enmarca en un tipo de investigación descriptiva, debido a que el objetivo es realizar un análisis sobre el desarrollo del mercado de capitales argentino; dejando de lado cualquier juicio de valor sobre las causas que generaron el estado de situación. La exposición de indicadores permite llevar adelante dicha tarea, y como contraparte de la comparación se utilizan los países que componen el Mercosur⁷.

Los datos son de suma importancia a la hora de llevar adelante la tarea, ya que posibilitan la construcción de indicadores que permiten la caracterización, medición y comparación del desarrollo que tiene cada mercado de capitales. Para ello, y ya que la cantidad de países es extensa, la fuente consultada fue la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), de aquí se extrajeron principalmente los datos.

FIAB es una organización de cooperación e integración entre las bolsas de comercio miembros, en lo que respecta a los datos recibe información estadística de cada uno de sus participantes y los publica en los informes que realiza, tanto anual como mensualmente. Los datos son llevados a una moneda común y se extraen de la bolsa de comercio más representativa del país; esto quiere decir que el valor se toma de aquella bolsa dentro del país que registre el valor más alto del período publicado, pudiendo no ser la misma al período siguiente. Todas las estadísticas de FIAB están homologadas con World Federation of Exchanges WFE.

Los datos extraídos que se emplean en el presente trabajo, están organizados en período de tiempo anual y la moneda utilizada son dólares estadounidenses, permitiendo así la comparabilidad entre países. El lapso de tiempo que se tuvo en cuenta para la investigación fue desde 2000 a 2015, sujeto a disponibilidad de datos debido a que algunos países, en ciertos años no proporcionaron los datos correspondientes.

⁷ Se incluyen en el trabajo los países de Mercosur miembros: Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay y Venezuela; Bolivia (proceso de adhesión) y los países Asociados: Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Guyana y Surinam

Para la construcción de los indicadores se necesitó extraer los datos que se expondrán a continuación.

Mercado primario:

Renta variable

- Nuevas emisiones de acciones: Representa el valor agregado del dinero recaudado en el mercado primario con la oferta de acciones en un período, la emisión puede ser de nuevas empresas o nuevas emisiones de empresas ya listadas. La cifra se obtiene al multiplicar el número de acciones que fueron colocadas por el precio de la oferta, y sólo las empresas admitidas a cotización se incluyen; las empresas admitidas a cotizar en la bolsa A que están admitidas a negociarse en B, no se incluyen en las estadísticas de la bolsa B (World Federation of Exchanges, 2013). Las operaciones de mercado primario constituyen nuevos fondos para las empresas o nuevo capital para antiguos accionistas y se colocan a través de ofertas públicas.

Renta fija

- Nuevas emisiones de instrumentos de renta fija: Estos datos hacen referencia al importe total recibido por la emisión de títulos de renta fija en un periodo dado. El emisor puede provenir del sector privado o del público, y cada subdivisión engloba los distintos instrumentos que pueda estos puedan emitir.

Los datos recogidos que hacen referencia al mercado secundario son:

Renta Variable

- Capitalización bursátil: según la comisión nacional de valores, es el valor de mercado de una empresa expresado como el producto de la cantidad de acciones emitidas por el precio de cotización de la misma. La capitalización bursátil de todo el mercado es la suma de la capitalización bursátil de los valores que en él se negocian. No se incluye fondos de inversión, Futuros y opciones, certificado de valores (ETF), warrant, empresas que se comercialicen pero no estén listadas. Se puede distinguir la capitalización bursátil doméstica en que solo incluye a las empresas nacionales que están listadas y las empresas extranjeras que cotizan

exclusivamente en esa bolsa. El universo de compañías locales debe ser la base de la capitalización de mercado interno (World Federation of Exchanges, 2013) Para representar la capitalización bursátil de un año determinado se considera la capitalización bursátil del último mes de ese año.

- Volumen operado en acciones: Representa la cantidad de acciones que se comercializaron en un periodo determinado en una bolsa de comercio. El dato se obtiene del resultado de multiplicar la cantidad de acciones negociadas por su respectivo precio en ese momento y solo se incluyen las empresas que estén admitidas a cotizar y negociarse.

Contiene operaciones realizadas a través del Libro Electrónico de Órdenes y entre Intermediarios y reportadas a la Bolsa

- Número de empresas listadas: Representa el número de empresas que están habilitadas para cotizar al final de un período, quedando excluidos los fondos comunes de inversión, sociedad de bolsa, etc. Si una empresa tiene más de un tipo de acción se contabiliza una vez.

Renta Fija

- Valor de mercado de los instrumentos de renta fija: Representa la suma del total del valor de todos los instrumentos de renta fija que estén autorizados a cotizar en la bolsa de comercio. Se distingue entre bonos públicos y privados.

Los datos representan el número de bonos listados en la bolsa, multiplicado por su precio al cierre del ejercicio (World Federation of Exchanges, 2013)

- Volumen operado en renta fija: Refleja todas las operaciones realizadas en la bolsa en un periodo determinado en instrumento de renta fija, tanto privados como públicos. El dato se obtiene de multiplicar la cantidad de transacciones de bonos realizadas en el período por su respectivo precio de compra, la transacción se contabiliza una sola vez.

Con los datos mencionados, permitió que construyan los indicadores que se presentarán a continuación.

Indicadores

Los indicadores son instrumentos que pretenden objetivar y mostrar un fenómeno o evento, en este caso son utilizados para poder exponer el grado de desarrollo del

mercado de capitales de Argentina en comparación a los países del Mercosur. A grandes rasgos, se construyeron indicadores para cada país en particular y también se realizó índices que contiene al conjunto de los países distinguiendo un caso particular, generalmente Argentina.

Los indicadores que se requirieron para la investigación fueron los siguientes:

Renta Variable:

Uno de los principales indicadores utilizados por diversos trabajos o informes bursátiles es la capitalización bursátil doméstica como porcentaje del Producto Bruto Interno (PBI). Este indicador es muy importante para explicar el grado de desarrollo del mercado de capitales, representando el grado de profundidad que tiene el mercado accionario (Manuelito & Jiménez, Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, 2010); es decir, muestra la presencia o el peso que tiene el mercado de acciones en la economía. Este indicador puede variar en función de si se modifican los precios de las acciones, la cantidad de acciones en circulación y el PBI.

Otro indicador utilizado en el presente trabajo, surge de realizar el cociente entre acciones emitidas y PBI. Su función es mostrar qué porcentaje del PBI representa el nuevo capital obtenido por las empresas, a través del mercado de capitales. No se debe dejar de lado que en la economía, el total del financiamiento obtenido a través del mercado de capitales se compone: por una parte en nuevas emisiones de acciones, y por la otra en emisión de instrumentos de renta fija.

Similar al anterior indicador, es aquel construido utilizando la formación bruta de capital (FBC) en vez del PBI. La finalidad es mostrar qué porcentaje de la inversión del país seleccionado, fue financiada con emisión de acciones.

Además del PBI y FBC, las acciones emitidas en Argentina pueden ser comparadas con el total de emisiones realizadas en la zona de estudio, es decir que se obtiene en este indicador la porción del financiamiento obtenido por nuestro país del total generado por el Mercosur.

Como se mencionó, la verdadera transferencia de recursos financieros hacia la inversión productiva se da en el mercado primario donde se ofrecen acciones o bonos por primera

vez, o se vuelven a emitir acciones de empresas listadas. Esto no quita relevancia al mercado secundario, su contribución es de suma importancia para el buen funcionamiento del mercado de capitales: provee liquidez al mercado primario, brindándole la posibilidad al inversor de hacer líquidos de sus ahorros en poco tiempo.

Un indicador que comúnmente se utiliza para medir el desempeño del mercado secundario se conoce como la rotación accionaria, este se encarga de mostrar cuan líquido es el mercado de capitales y se construye en función del porcentaje del volumen operado en acciones sobre la capitalización bursátil. Un mayor nivel de transacciones representa que más saludable estará el mercado de capitales.

Adicionalmente, se puede considerar el volumen operado en acciones con respecto al PBI, para saber qué importancia tiene la comercialización de estos instrumentos en la economía del país seleccionado.

Por otro lado, un indicador que se utiliza con un propósito similar al ya mencionado, es el número de empresas listadas: tiene por función mostrar la cantidad de empresas que sus acciones están admitidas a cotizar y negociarse en el mercado de capitales.

Renta fija

Una de las formas para poder representar el desempeño del mercado de deuda, es utilizando el indicador compuesto por el cociente entre el stock de deuda total y el PBI. Este último, representa el valor del total de los instrumentos de deuda del mercado de capitales con respecto al producto del país y su función es mostrar cuanto representa en la economía toda la deuda emitida por empresas o instituciones gubernamentales (a través de por ejemplo, bonos, obligaciones negociables, letras, etc.) en un año.

Al igual que en el mercado accionario, la emisión de instrumentos de renta fija representa una verdadera transferencia de los recursos viabilizada por mercado de capitales. Para medir que presencia tiene sobre la economía la obtención de este tipo de financiamiento, se divide a la cantidad de nuevas emisiones de instrumentos de renta fija por el PBI. Tanto en las emisiones de acciones como la de instrumentos de renta fija, cuanto mayor sea el indicador, reflejará una mayor posibilidad de acceso a financiación a través del mercado de capitales que tiene el país.

El cociente entre la emisión de instrumentos de renta fija del país seleccionado y su respectiva formación bruta de capital, muestra que parte de la inversión nacional se financió con la emisión de este instrumento.

Un indicador adicional que observa el desempeño del mercado primario de deuda, es el que muestra la presencia de títulos público en relación al total, el mismo que se construye a partir la cantidad de emisiones de títulos públicos sobre el total de emisiones de instrumentos de renta fija. Como se verá más adelante, una alta presencia de títulos públicos en el mercado de deuda puede generar un efecto desplazamiento de la inversión privada, debido a que el ahorro disponible es adquirido por el estado, siendo el mecanismo de ajuste la suba de tasa de interés que dificulta la colocación de títulos por parte de los privados (Sawyer & Arestis, 2003)

Al igual que con las acciones, se muestra en el mercado de deuda qué porcentaje representa el financiamiento recibido por Argentina del total obtenido por el Mercosur en instrumentos de renta fija. El indicador se construye realizando el cociente entre la cantidad de emisiones registradas en Argentina sobre el total de emisiones del Mercosur.

En la siguiente tabla se resumen los indicadores necesarios para la realización del presente trabajo.

Tabla 1 - Indicadores

Renta Fija	Renta Variable
$\frac{\text{Stock de deuda}}{\text{PBI}}$	$\frac{\text{Capitalización Bursatil}}{\text{PBI}}$
$\frac{\text{Emisión de deuda}}{\text{PBI}}$	$\frac{\text{Acciones Emitidas}}{\text{PBI}}$
$\frac{\text{Emisión de deuda}}{\text{FBC}}$	$\frac{\text{Acciones Emitidas}}{\text{FBC}}$
$\frac{\text{Emisión de deuda privada}}{\text{Total de emision de deuda}}$	Número de empresas listadas
$\frac{\text{Volumen Operado}}{\text{Stock de deuda}}$	$\frac{\text{Volumen operado}}{\text{Capitalización Bursatil}}$
$\frac{\text{Volumen Operado}}{\text{PBI}}$	$\frac{\text{Volumen operado}}{\text{PBI}}$
$\frac{\text{Emisión de deuda}}{\text{Total de emisión de deuda (Mercosur)}}$	$\frac{\text{Acciones emitidas}}{\text{Total de acciones emitidas (Mercosur)}}$

Capítulo 3 – Resultados

Mercado de capitales argentino

La estructura del mercado de capitales argentino está caracterizada en que las plazas de operaciones son bien segmentadas y la mayoría de las transacciones se concentran en Buenos Aires. Otra particularidad, es que las operaciones de contado y futuro se negocian por separado (LAVOZ Redacción, 2013). Dos son los mercados de futuro que existen en Argentina: el de Término de Buenos Aires (MATba) y Rofex (Rosario).

Antes de la creación de BYMA, en nuestro país existían once bolsas de comercio, de las cuales solo cinco poseen un mercado de valores asociadas a ellas (Buenos Aires, Rosario, Córdoba, litoral y Mendoza). Además, existe un mercado autorregulado no bursátil denominado Mercado Abierto Electrónico (MAE) donde se concentran y registran operaciones de valores en una plataforma electrónica.

Con respecto a la regulación, en noviembre de 2012 se sanciona una nueva ley de mercado de capitales 26.831 y se reglamenta en julio de 2013. Las principales modificaciones legales respecto a la ley derogada son: ampliar las facultades de la Comisión Nacional de Valores, crear mercados regionales y lograr el acceso a los mismos de las PYMES, y la participación en el mercado de nuevos operadores (Favier Dubois, 2013).

En Argentina la mayor cantidad de fondos volcados al mercado de capitales proviene de los inversores institucionales, donde de los más importantes se destacan los fondos de jubilaciones y pensiones. Estos últimos fueron administrados desde julio de 1994 hasta octubre de 2008 por un régimen mixto de participación compuesto por el tradicional sistema de reparto del estado y por las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones privadas (AFJP). En 2008 (y hasta la actualidad) el régimen volvió a modificarse, pasando la totalidad de los fondos a ser administrados por el estado; la tenencia de acciones que anteriormente administraban las AFJP, ahora son manejadas por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) perteneciente a la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES).

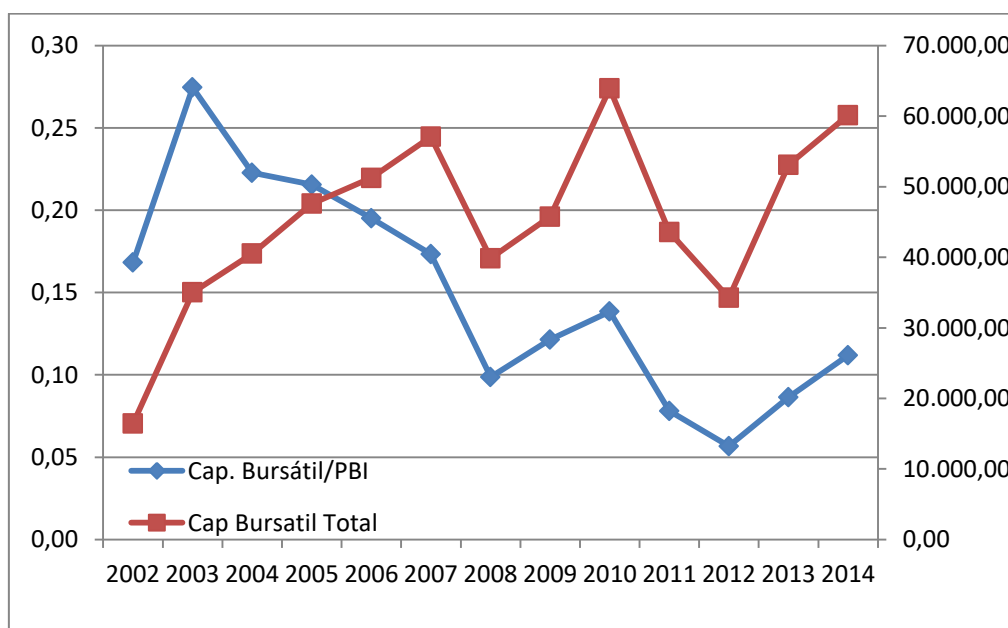
Mercado accionario

Mercado secundario

Como se mencionó en anterior capitulo, uno de los indicadores más adecuados con los que se puede comenzar a analizar el desempeño del mercado accionario es la capitalización bursátil doméstica en porcentaje del PBI. Su función es representar el peso que tiene en la economía el valor de mercado de las empresas listadas en el mercado de capitales y se lo suele denominar profundidad del mercado de capitales.

En el Gráfico 1 se presentan dos indicadores para el período 2002-2014 en Argentina: uno es la capitalización bursátil doméstica total, y el otro es también la capitalización bursátil pero en este caso como porcentaje del PBI.

Gráfico 1 – Capitalización Bursátil total y como porcentaje del PBI



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

Lo que permite observar, es que la capitalización total (eje vertical derecho) tiene una tendencia creciente hasta 2008 donde se registra una caída debido al efecto de la crisis internacional subprime, y finalmente la serie alterna entre subas y bajas en los años restantes. En oposición se presenta que el cociente entre la capitalización bursátil y el PBI (eje vertical izquierdo) exhibe una tendencia decreciente en el período con ciertos recuperos que atenúan la caída. Esta oposición de tendencias donde el tamaño del mercado accionario aumento en términos absolutos, aunque no lo hizo en términos

comparativos con el PBI, representa que el crecimiento de la economía para el período no fue acompañado en su totalidad por un mayor desarrollo mercado de capitales.

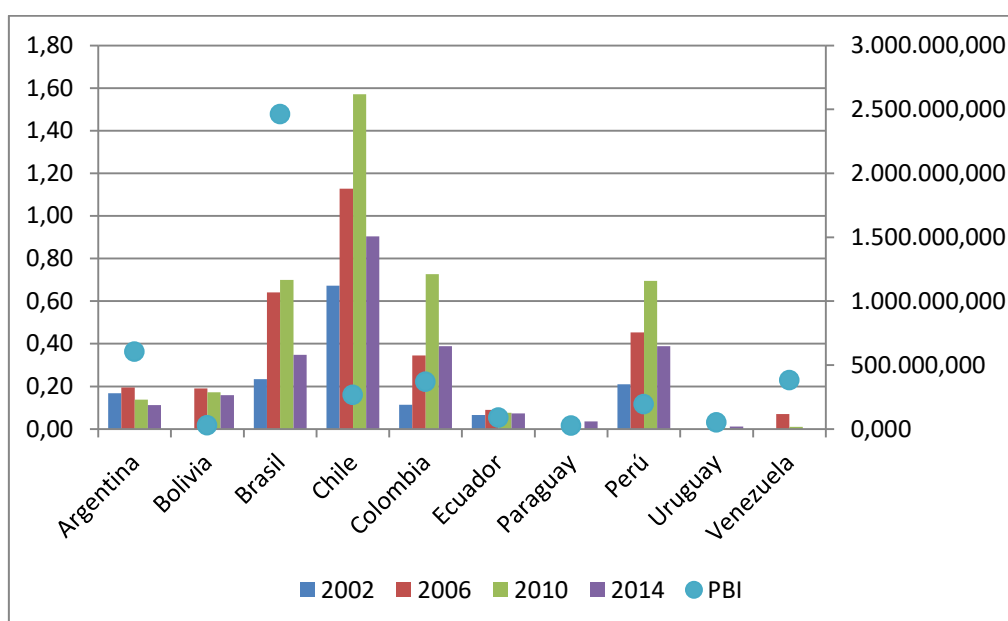
Como se mencionó, en 2008 se registra una crisis de grandes dimensiones que afectó a la mayoría los mercados de capitales del mundo; para el caso argentino, ese golpe termino por costarle a su mercado accionario la categoría de mercado emergente, pasando a ser considerado como mercado frontera por el banco Morgan Stanley (a través de sus índices de referencias MSCI Barra). La construcción de dicho índice (MSCI) utiliza un criterio tanto cualitativo como cuantitativo, teniendo en cuenta la liquidez, el tamaño del mercado de capitales, el nivel de desarrollo del país y el acceso del inversor extranjero, etc.

La consecuencia directa de esto fue que nuestro país dejó de ser una fuente destino de fondos internacionales de inversión que normalmente acuden a este tipo de mercado emergente.

Pasando ahora al análisis comparativo, se expone a continuación el desarrollo del mercado accionario argentino en función de su capitalización bursátil. Respecto a este indicador, Argentina se encuentra muy por debajo de países como Brasil, Chile, Colombia y Perú; tal como se ilustra en el Gráfico 2

Además en el mismo gráfico, se muestra cuál es el Producto Bruto Interno de cada país, ubicándose Argentina en el segundo puesto; (medido por el PBI en dólares para el año 2012) significa que a pesar del tamaño nuestra economía, el mercado accionario es pequeño.

Gráfico 2 - Capitalización Bursátil en Porcentaje del PBI



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

Por ejemplo, para el año 2014 el PBI argentino duplicó al chileno, pero su capitalización bursátil en porcentaje del PBI fue de 11% mientras que el de Chile fue 90%. En ese mismo año Brasil registró con respecto a ese índice un 35%, Colombia al igual que Perú un 39%; muy por encima de nuestro país que superó a Ecuador con el 7%, Uruguay 1% y Paraguay 4%.

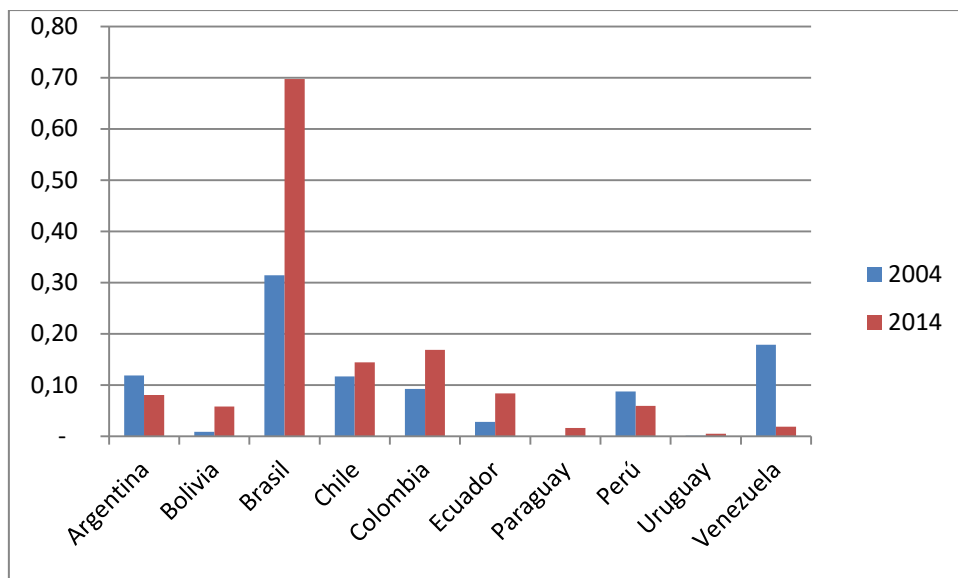
Como corolario se puede decir que la profundidad del mercado accionario en términos comparativos es baja, solo en 2003 la capitalización bursátil en porcentaje del PBI de Argentina 27%, supera a Colombia 15% y Perú 24% (por debajo de Chile 110% y Brasil 40%); siendo que PBI de nuestro país es uno de los más altos.

Otro indicador de preferencia utilizado para medir el desempeño del mercado de acciones, es la rotación accionaria. Cuanto mayor sea este número, significa que el mercado posee de una mayor liquidez.

El gráfico 3, que se expone a continuación, se seleccionaron los años 2004 y 2014 y se representa dicho indicador para cada país. Se observa, que excluyendo a Brasil ninguno de los países seleccionado goza buena liquidez en su mercado accionario. Argentina registra para los años considerados un 12% y 8% de rotación accionaria, similar a Chile (12% y 14%), Colombia (9% y 17%) y Perú (9% y 6%); mientras que Brasil registra un 31% y 70% respectivamente.

Lo que se encarga de mostrar el indicador es que, por ejemplo, para Argentina en el año 2014 del valor total de las acciones en circulación, las transacciones de las mismas representaron solo el 8%.

Gráfico 3 - Rotación Accionaria



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

A pesar de que nuestro país registra números no tan dispares al resto de los países que mayor rotación accionaria presentan, la situación difiere cuando se toma en cuenta el peso que tiene el volumen operado sobre la actividad de cada país. Argentina posee una capitalización bursátil baja, es por ello que en la construcción de dicho índice, al ser menor el divisor, mayor es el resultado y comparando con los otros países, la rotación accionaria no es tan diferente. Distinto es cuando se toma en cuenta el PBI, observándose como por ejemplo en la Tabla 2 que se encuentra considerablemente debajo de países como Chile, Colombia y Perú.

Tabla 2- Volumen operado en acciones en función del PBI

Año	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Perú	Uruguay
2002	1,61%	8,43%	4,86%	0,56%	0,05%	2,18%	0,00%
2006	2,01%	24,93%	19,15%	7,27%	0,43%	6,24%	0,01%
2010	0,83%	39,30%	25,71%	9,80%	0,10%	4,02%	0,10%
2014	0,90%	24,28%	13,04%	6,56%	0,61%	2,31%	0,01%

Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

Este indicador se encarga de mostrar cuanto representa sobre el agregado del producto de cada país, el total de transacciones realizadas en acciones. Vemos además del caso Argentino, que Brasil también su mercado de compra-venta de acciones es pequeño en función del tamaño de su economía.

Igualmente del total de las operaciones realizadas en la región, por gran margen de diferencia la mayoría se realiza en Brasil, como se muestra en la Tabla 3. Para el caso Argentino, en 2010 y 2014 no alcanzó a realizar ni un 1% del total operado en el Mercosur.

Tabla 3 - Volumen operado en acciones sobre el total operado en Mercosur

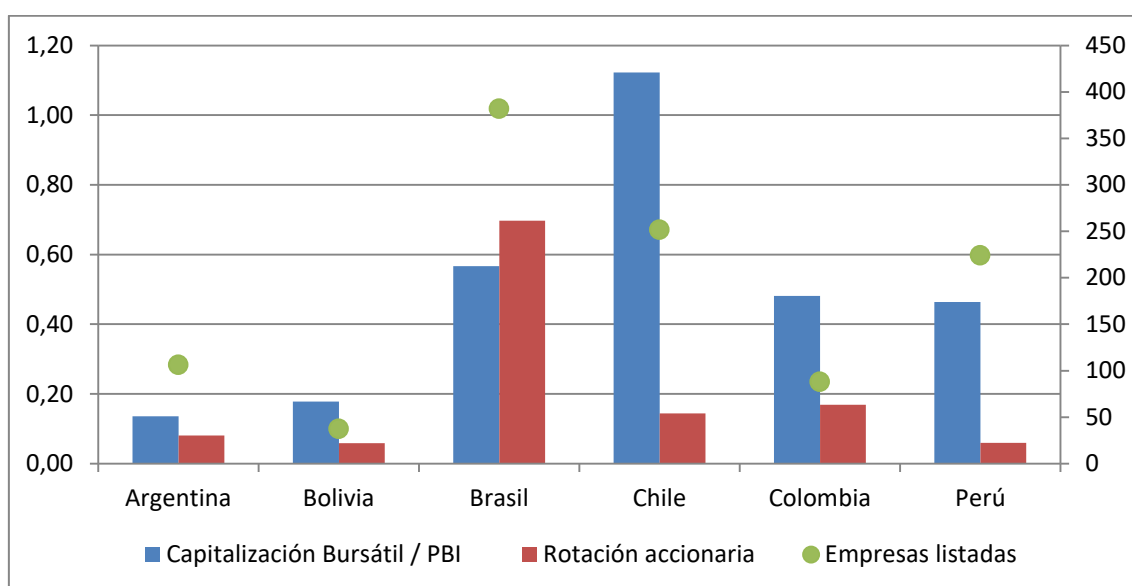
Año	Argentina	Brasil	Santiago	Colombia	Ecuador	Perú	Uruguay
2002	3,17%	86,34%	6,96%	1,10%	0,03%	2,40%	0,00%
2006	1,61%	84,05%	9,02%	3,60%	0,06%	1,67%	0,00%
2010	0,40%	90,23%	5,81%	2,92%	0,01%	0,62%	0,00%
2014	0,74%	89,54%	5,13%	3,78%	0,09%	0,71%	0,00%

Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

En función de lo expuesto, se puede decir que el mercado accionario Argentino no goza de buena liquidez, aunque no es un caso aislado ya que excepto Brasil, el resto de los países se encuentra en la misma situación. Cuando se considera el tamaño del mercado de transacciones de acciones con respecto a la economía, se observa que en nuestro país es aún más pequeño todavía.

Por otro lado, la cantidad de empresas listadas en la bolsa de comercio suelen ser un buen indicador complementario para saber si el mercado accionario goza de buena liquidez, ya que le permite al inversor que va a comprar acciones un abanico de posibilidades mayor para poder colocar sus fondos. En el siguiente gráfico se presenta de manera integrada la cantidad de organizaciones aptas para cotizar respectiva de cada país, junto con la capitalización bursátil y la rotación accionaria de cada país. Los datos tomados corresponden al promedio de los últimos 10 años desde 2014.

Gráfico 4 - Resumen de indicadores del mercado accionario



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

Argentina en promedio de la última década posee 106 empresas admitidas a cotizar; respecto a sus posición con los países de la zona se encuentra en cuarto lugar muy por debajo de Brasil (382), Chile (252) y Perú (224). Si se analiza la dinámica del período de nuestro país, presenta que para el año 2000 la cantidad de empresas listadas fueron 125, luego de ello el número fue cayendo hasta registrar 101 firmas en 2014.

En el caso argentino, después de las dos grandes crisis nacionales (hiperinflación de 1989/90 y la crisis 2001/02) provocaron que un gran número de empresas dejen de cotizar en la bolsa (tanto por quiebras como absorciones de capitales internacionales principalmente a través de privatizaciones) donde prefirieron cotizar fuera de nuestro mercado bursátil. Esto trajo aparejado que en los últimos años han sido muchas más las empresas que se retiraron del mercado que las que ingresaron siendo las más pequeñas las que se retiraron y las más grandes las que ingresaron. Las consecuencias de esta situación se traducen en menos empresas cotizantes, menores volúmenes de negociación (poca liquidez) y una mayor concentración de los negocios en las empresas que conforman el Merval (Ayerbe, Blanco, & Bongiorno, 2009).

El gráfico 4, deja bastante claro el panorama del mercado secundario de acciones argentino. Se observa poca profundidad y liquidez, junto con una baja cantidad de empresas listadas.

Mercado Primario

Como se mencionó, la oferta pública es el mecanismo a través del cual las empresas u organismos públicos pueden colocar valores por intermedio del mercado de capitales, al público. En la mayoría de los casos este tipo de operaciones se realiza en el mercado primario y con la difusión de un folleto, el emisor detalla los términos características del valor e información de la empresa.

La emisión de acciones puede ser realizada por empresas ya existentes o por nuevas emisoras. Las ofertas públicas iniciales (OPI), son un tipo de oferta pública que por característica solo se trata de emisión de acciones por primera vez. Igualmente, las empresas una vez que realizaron una OPI y cotizan en bolsa, pueden volver a emitir valores ampliando su capital.

Las empresas junto con el Estado que en agregado forman la inversión total de un país, pueden financiarse a través de distintos mecanismos, uno de ellos es el mercado de capitales. Dentro de los instrumentos que este le brinda, las acciones son una fuente idónea para las empresas.

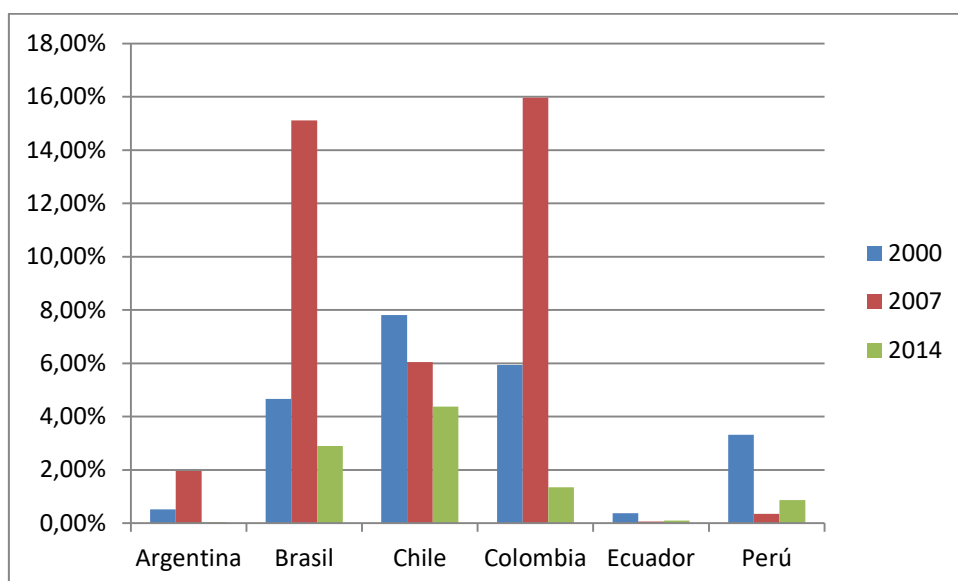
El cociente entre el monto captado a través de emisiones de acciones y la formación bruta de capital representa un buen indicador para ver qué porcentaje de la inversión del país fue financiada a través de acciones.

El gráfico 5 expone dicho indicador, donde para los años seleccionados se distingue que: países como Brasil, Chile y Colombia tienen un mayor porcentaje de inversión financiado por acciones, mientras Argentina, Ecuador y Perú este indicador es muy bajo.

En nuestro país, para el período 1999 - 2014⁸ la emisión de acciones no llegó a representar ni el 2% del total de la inversión, esto significa que muy pocos proyectos de inversión fueron financiados a través del mercado de capitales con dicho instrumento. Las empresas debieron recurrir a otro tipo de financiamiento que no fuera el mercado de capitales argentino.

⁸ Exceptuando los años 2004 y 2005 por falta de datos

Gráfico 5 - Emisión de acciones en porcentaje de la formación bruta de capital

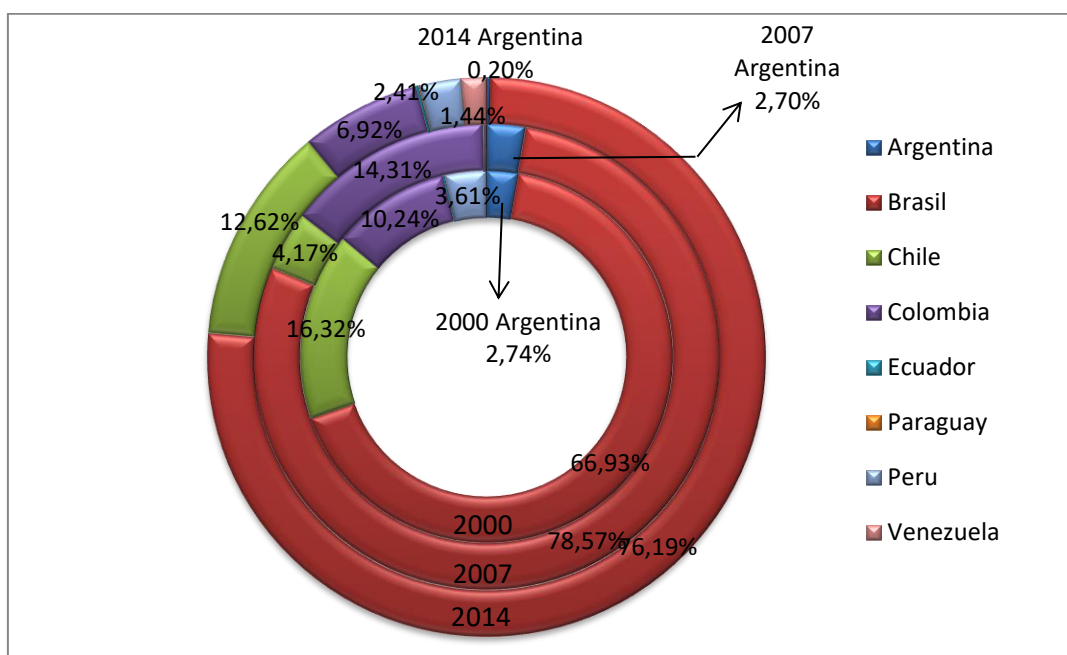


Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

El bajo desempeño del mercado primario accionario en términos relativos observado en el grafico 5, no difiere de los resultados obtenidos si se considera dicho mercado en términos absolutos. En el grafico que se presenta a continuación, la participación que tiene nuestro país en función del total emitido en zona de estudio, es ínfima. Esto habla de la poca capacidad de captar fondos generados y volcados a los mercados de capitales del Mercosur.

Siguiendo con lo expuesto, en el gráfico 6 se presenta a modo de grafico circular, la suma de todas las emisiones de acciones del Mercosur fraccionadas en función de la proporción de emisiones que realizó cada país, para los tres años seleccionados.

Gráfico 6 - Total de emisión de acciones



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

Del total de los fondos que se generaron o ingresaron a la zona través de la emisión de acciones, se observa la importancia que tiene Brasil como destino de fondos. Su participación fue del 67% para el 2000 y de 79%, 76%, para 2007 y 2014 respectivamente. El gráfico presenta además que el segundo puesto es compartido entre Chile y Colombia, y que participación argentina fue muy baja, ya que en el año 2000 y 2007 solo el 2.7% fue captado mientras que en 2014 tan solo fue 0.2%. Esto termina de confirmar, la idea de la poca capacidad de captar capital por parte de nuestro país.

En función de los visto en párrafos anteriores, se puede afirmar que el desarrollo del mercado accionario argentino en comparación con algunos países del Mercosur es bajo. Su capitalización bursátil es relativamente pequeña, el mercado carece de liquidez y no se genera una gran emisión de acciones. A pesar de ello, nuestro país se encuentra entre los de mayor Producto Interno en zona, esto habla, no de la imposibilidad de generar o atraer fondos sino de la de la incapacidad de captarlos.

Por lo tanto, el bajo desarrollo del mercado accionario no debe ser visto desde un punto de vista de falencias, si no que se debe visualizar la enorme potencialidad de crecimiento y desarrollo que este sector tiene.

Mercado de Bonos

Mercado de renta fija

Antes de comenzar a analizar el grado de desarrollo del mercado de bonos, cabe realizar la aclaración que la estructura de este mercado, para el caso argentino sufrió cambios. A comienzos de la década del dos mil nuestro país transitó por un shock muy importante; no solo el mercado de renta fija, sino que la sociedad en su totalidad sufrió una de las crisis más importantes en su historia.

El período inmediato anterior a la crisis (2001), fue una década basada en la liberalización y apertura económica, que trajo como consecuencia la dependencia del país al flujo externos de capitales. Luego, debido a diversas crisis internas y en países ajenos, alteraron la confianza de nuestro país, llevando al colapso financiero, económico y social de Argentina.

Con respecto al mercado de renta fija, las medidas económicas de liberalización financiera conocidas como *Consenso de Washington* lograron generar un mayor dinamismo en dicho mercado. Antes de la década del '90, las empresas y el estado se debían endeudar a través de préstamos bancarios, en cambio en el transcurso de este período pudieron hacerlo a través del mercado de capitales.

Este tipo de medidas tomadas, logró un mayor crecimiento y dinamismo del mercado de capitales en su conjunto, pero pagando el precio del riesgo de mayor dependencia al ingreso de flujo externo de capitales. En el transcurso de la década del noventa, el crecimiento económico fue siguiendo el comportamiento de la inversión externa. Es decir que el ingreso de capital al país, traccionaba el funcionamiento de la economía.

El PBI creció en este periodo con ciertos estancamientos debido a problemas de confianza donde los capitales no ingresaban. Esto sucedió hasta que en el año 2001 el país debía cancelar ciertos vencimientos de pago de deuda, para los cuales recibió ayuda financiera internacional en marco de plan llamado “blindaje financiero”. El mismo fracasó, al igual que lo hicieron los posteriores planes de reestructuración de deuda: “Megacanje” y “Canje por préstamos garantizados” que proponían alargar los vencimientos de los títulos públicos.

Todos estos intentos no lograron evitar la crisis político-económica de 2001, aunque no solo fue la imposibilidad de pago lo que generó esta situación, sino también los distintos desajustes en las variables más importantes del país (balanza de pagos, tipo de cambio) sumado una profunda crisis social donde el desempleo, la pobreza y la indigencia llegaron a máximos históricos.

Más adelante se analizará en mayor detalle, pero desde la declaración del default hasta el intento de regreso voluntario al mercado de capitales en 2005, Argentina solo emitió títulos de manera directa, principalmente para compensar la pesificación asimétrica de los depósitos por la devaluación.

El proceso de canje de deuda se realizó en los años 2005 y 2010, donde el 93% de los acreedores acepta el canje de la deuda en default por nuevos títulos de mayor plazo. El restante 7% (Holdouts) decide no arreglar y lleva a nuestro país a juicio logrando bloquear pagos a otros bonos hasta regularizar la situación con ellos. Por esto último, es que Argentina entró en default parcial o técnico. En 2016, con la emisión de nueva deuda nuestro país arregló con los holdouts.

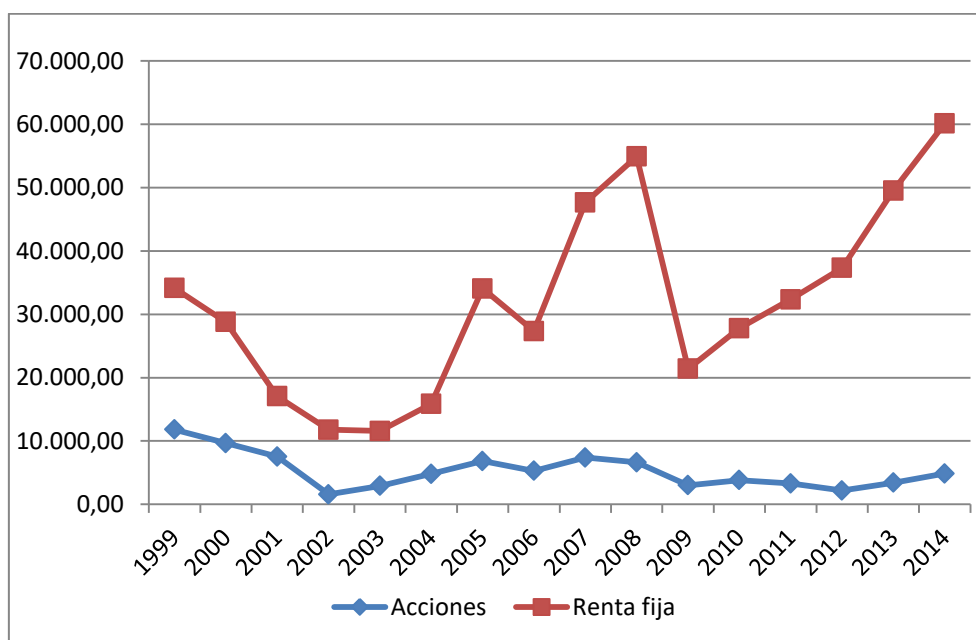
Mercado secundario

Es notable la importancia que tienen las operaciones de instrumentos renta fija para nuestro país en el movimiento de capital, es el mercado que domina dentro del mercado de capitales. En los últimos quince años, si se compara la cantidad de dinero que se operó en mercado de bonos con respecto al accionario, se observa una considerable diferencia entre ambos.

A modo ilustrativo, en el año 2014 del total operado en el mercado de capitales, el 75% se realizó en instrumentos de renta fija mientras que solo el 5.2% lo hizo en acciones.

En el siguiente gráfico, se presenta el volumen operado en acciones junto con los instrumentos de renta fija para Argentina, en el periodo 1999-2014.

Gráfico 7 - Volumen operado en acciones y bonos



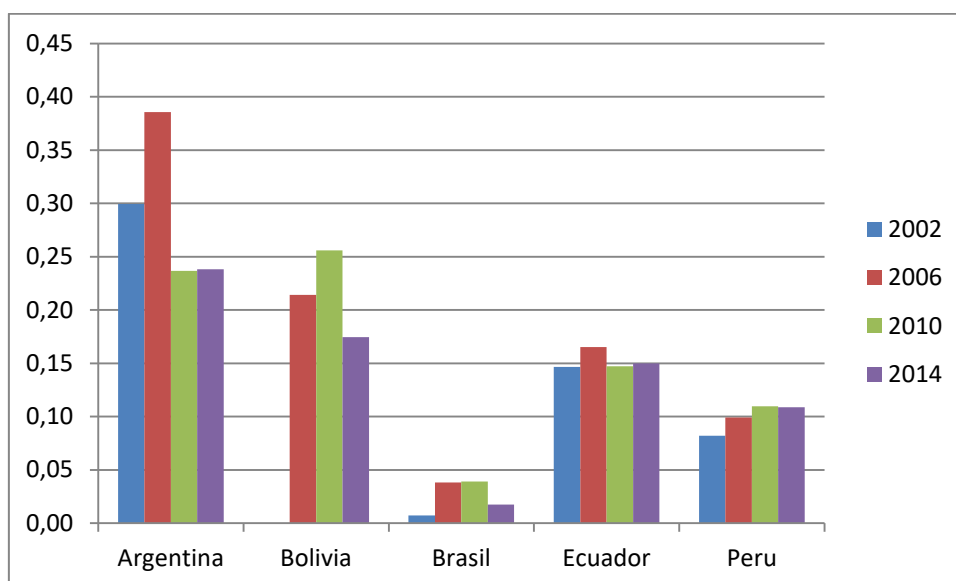
Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

En primer lugar, se puede percibir la marcada diferencia antes mencionada entre de ambos mercados; pero además a partir de 2004 se observa que esta brecha se ensancha. La principal causa de que esto ocurra fue que mientras en esa fecha se reestructuraba y cancelaba parte de deuda en default de 2001, los bajos niveles de tasas de interés del mercado financiero (negativas en términos reales) alentaron la inversión en instrumentos indexados a la tasa de inflación. Esta mayor demanda facilitó las emisiones del Gobierno (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2006).

Siguiendo la misma dinámica de exposición planteada para el mercado accionario, se debe realizar aquí una comparación de nuestro mercado de bonos con el resto de los países de la zona. Para ello, se debe analizar la profundidad del mercado de instrumentos de renta fija utilizando un indicador que representa el peso que tiene el mercado de bonos en la economía. El mismo se construye a partir del cociente entre el valor de mercado de todas las emisiones que estén en circulación y el PBI.

Entonces, en el gráfico 8 se presenta dicho indicador para cada uno de los países del Mercosur.

Gráfico 8 - Profundidad del mercado de renta fija



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

Si se observa el gráfico, se puede distinguir que la profundidad del mercado de renta fija argentino es superior a los países de la zona, en segundo lugar se encuentra Bolivia, luego Ecuador, Perú y Brasil. Estos porcentajes plasmados en el gráfico representan, que por ejemplo para el año 2010 en Argentina, el total de instrumentos de renta fija cotizantes valuados a su precio de mercado representaron el 24% del Producto Bruto del país. Entonces, cuanto mayor sea la cantidad de bonos, mayor será dicho porcentaje; sucederá lo mismo también si es menor el PIB.

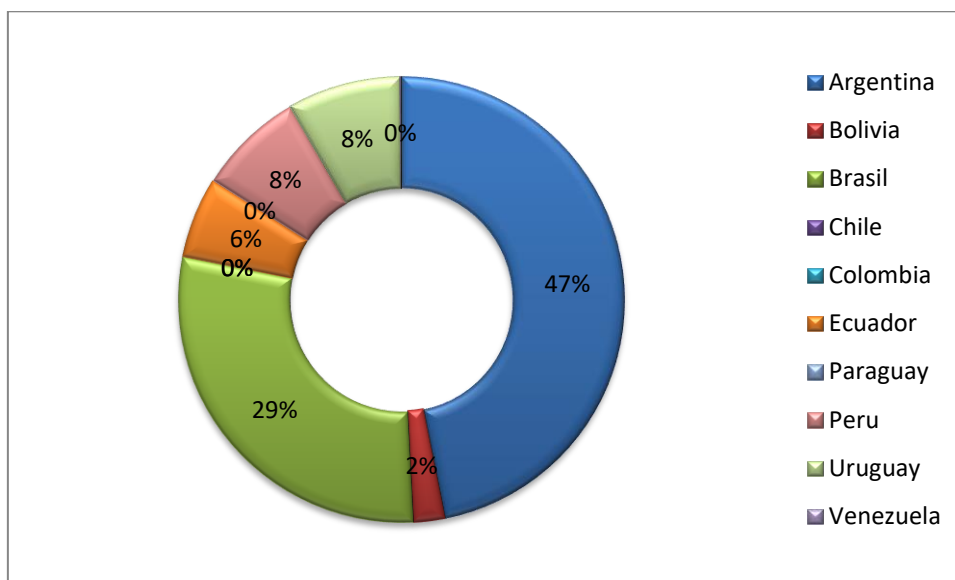
Los títulos representan un peso importante en la economía argentina, en 2010 y 2014 fueron un 24%, en 2006 un 39% y en 2002 un 30%. Significa que cualquier perturbación en dicho mercado puede afectar a la economía en un alto porcentaje.

Sucede que el mercado argentino de renta fija es uno de los más grandes de la zona en función de la profundidad, esto quiere decir que en términos relativos lo es, pero no necesariamente en términos absolutos. El indicador antes utilizado, representa la profundidad del mercado de renta fija dentro de una economía particular; lo que no muestra es el tamaño absoluto del mercado. Para ello, entonces se puede utilizar el valor de mercado de los instrumentos de renta fija y compararlos.

El gráfico 9, presenta el total del valor de mercado de los títulos de renta fija en la zona de estudio discriminada por países. Es notable la importancia que tiene el mercado de

renta fija argentino comparado con el resto de los países de la zona. El año seleccionado fue el 2011, se observa que el stock de deuda emitida en el Mercosur el 47% fue argentina, mientras que el segundo lugar lo ocupa Brasil con un 29% y en tercero Ecuador con un 6%; Esto demuestra la importancia que tiene el mercado argentino.

Gráfico 9 - Valor de mercado de instrumento de renta fija 2011



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

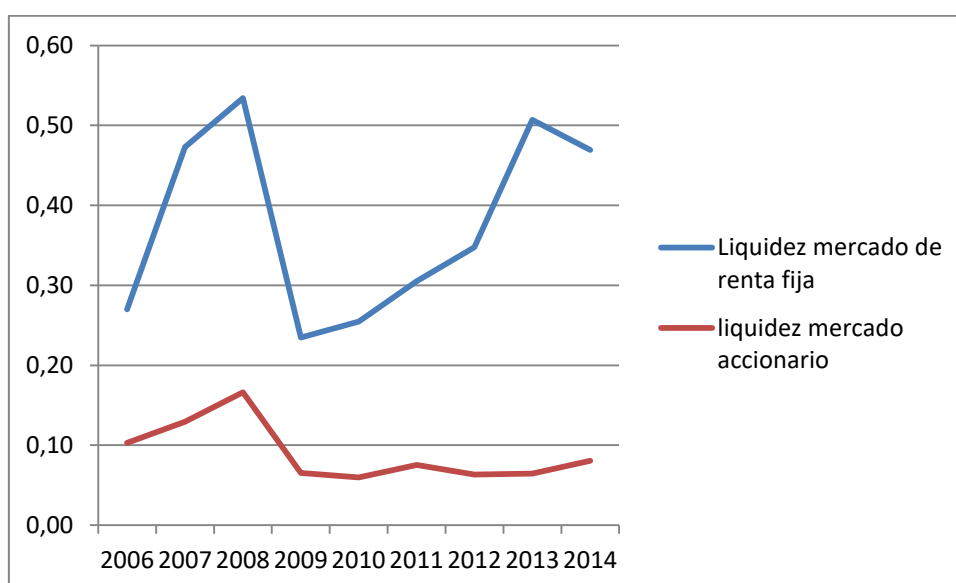
Visto el tamaño que tiene el mercado en términos relativos y absolutos, queda por ver ahora la liquidez de éste. Para realizar ese cometido, se debe utilizar el indicador mencionado en el capítulo 2, construido como el cociente entre el volumen operado y el valor de mercado de los instrumentos de renta fija.

Si se analiza el caso argentino aisladamente, se ve que este mercado presenta mejores señales respecto a la liquidez del mercado accionario; reafirmando lo mostrado en el gráfico 7. En función de ello, en el gráfico 10 se presenta el indicador de liquidez para ambos mercados en Argentina, período 2006-2014.

Se puede observar que la rotación de instrumentos de renta fija es considerablemente mayor a la de acciones. Dicho mercado ocupa un lugar muy importante dentro del mercado de capitales, del total de las transacciones que se realizaron en 2013 en la bolsa, el 74.2% se produjo en títulos públicos y obligaciones negociables⁹.

⁹ Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) – Anuario Bursátil 2013

Gráfico 10 - Liquidez de los mercados, Argentina



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

Mercado Primario

Analizado ya el desarrollo del mercado secundario de renta fija, otro punto a considerar es emisión de bonos, es decir, el mercado primario. Al igual que como se realizó en el mercado accionario, una forma de comenzar con la tarea es midiendo la magnitud que tiene las nuevas emisiones de renta fija con respecto a la inversión realizada en el país. Siendo este indicador el que muestra el porcentaje de la inversión de un país que fue financiada a través del mercado de capitales con bonos, tanto privados como públicos.

En la Tabla 4, se presenta dicho indicador para el período 2006-2014, y como se puede observar Argentina comparado con el resto de los países es uno de los que mejores indicadores presenta. A modo ilustrativo, se puede decir que en el año 2014 del total de la inversión, el 10% se realizó con la emisión de bonos.

Tabla 4 - Emisiones de renta fija en porcentaje a la formación bruta de capital

País	Argentina	Brasil	Colombia	Ecuador	Perú
2006	36,77%	13,58%	3,79%	23,26%	9,11%
2007	16,47%	4,36%	6,17%	6,73%	16,47%
2008	21,75%	2,67%	1,09%	14,24%	3,78%
2009	30,22%	1,81%	10,09%	7,98%	8,87%
2010	20,28%	2,15%	0,51%	18,78%	7,12%
2011	14,38%	0,83%		15,68%	2,95%
2012	17,97%	1,22%	6,41%	18,17%	5,97%
2013	18,58%	1,25%	5,36%	6,07%	5,11%
2014	9,77%	0,60%	5,73%	9,16%	10,15%

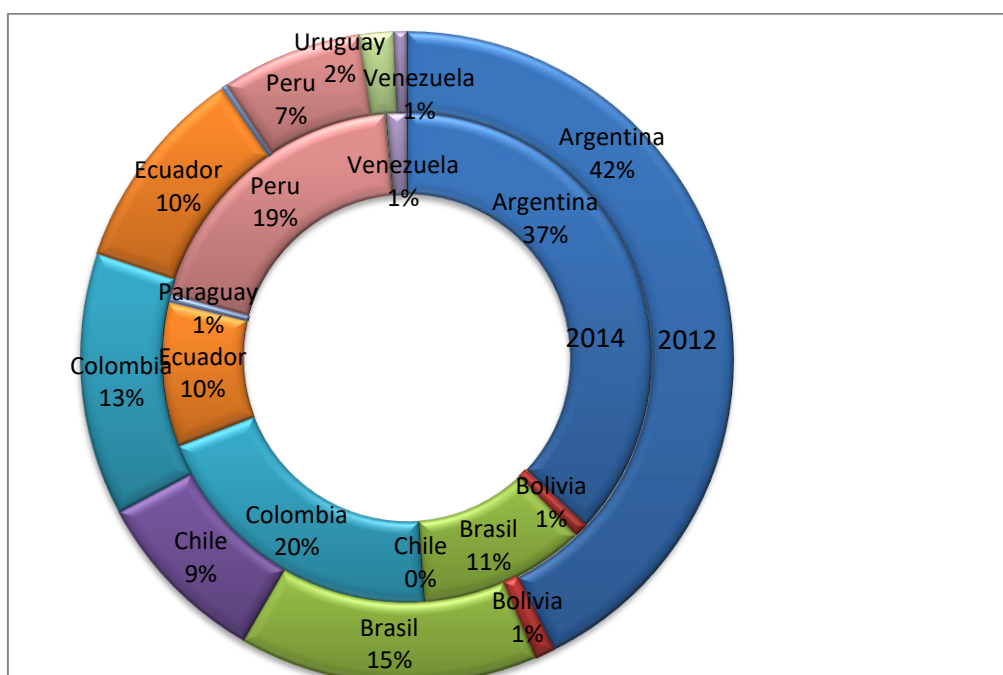
Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB e INDEC.

Con respecto a la última afirmación, el problema surge cuando parte de esta nueva emisión de bonos, puede haberse realizado para refinanciar deuda anterior. Esto sucede cuando un agente emite nueva deuda para cancelar una anterior, con el único objetivo de prolongar los plazos de la deuda vieja; por eso este tipo de emisión no tienen su contraparte en el sector productivo sino que solamente es una prórroga del cancelamiento. Hecha la aclaración y volviendo a la Tabla 4, se observa que nuestro país, es un claro ejemplo donde se realizó reestructuración de deuda. En los años 2005 y 2010 en el que se efectuó canjes de deuda por parte del estado, el indicador en cuestión presenta los valores más altos.

Del análisis del total de emisiones realizadas en la zona de estudio, se puede afirmar que Argentina es uno principales emisores de deuda en el Mercosur. Esto se puede distinguir cuando se analiza la sumatoria de emisiones hechas por los países que componen dicha zona, y se toma del total el porcentaje emitido en Argentina.

En concordancia con lo dicho, se presenta en el siguiente Gráfico (11), para los años 2010 y 2014, el total de emisiones de renta fija en la zona de estudio, distinguido por países. Se observa, que Argentina es uno de los principales emisores de instrumentos de renta fija, tanto privados como públicos.

Gráfico 11 - Total de emisión de instrumento de renta fija



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

A diferencia de lo que se analizó en la emisión de acciones, respecto a este tipo de financiamiento, nuestro país ocupa un lugar más importante. Esto se dilucida ya que en el año 2014 el 37% emitido en el Mercosur se realizó en Argentina, mientras que para ese mismo año la emisión de acciones estuvo en una cifra totalmente lejana, solo un 0,20% (Gráfico 6).

A pesar de que a primera vista podría parecer que el mercado de renta fija argentino está comparativamente mucho mejor que el resto de los países de la zona de estudio, el problema es que los datos pueden ser no del todo concluyentes. El por qué, viene de la mano de que nuestro país a partir de 2001 se declara en default dejando de pagar sus compromisos de deuda y normalizando su situación recién en 2016, esto imposibilitaba legalmente a Argentina a colocar deuda en los mercados internacionales por casi todo el período de estudio. Cualquier emisión, tanto en la bolsa de comercio Argentina como colocaciones directas en moneda extranjera, si llegaban a comercializarse en algún mercado secundario internacional, corrían el riesgo que los pagos de cupón fueran embargados (Un ejemplo fue cuando Argentina entró en default técnico, por una medida legal relacionada con los bonos de 2001 que no entraron en los canjes de deuda)

Esto no significó que nuestro país no haya podido emitir en el periodo de estudio deuda soberana, es más, lo pudo hacer también en moneda extranjera. Las principales emisiones que se realizaron fueron para:

- Canje de deuda

El 23 de diciembre de 2001, Argentina se declara en cesación de pagos dejando sin efecto el pago de más de 150 bonos del Estado Nacional y algunas provincias. La deuda que entró en default era de aproximadamente unos U\$S 88.000 millones, siendo la mayor registrada en la historia hasta ese momento.

En el año 2005, nuestro país inicia las gestiones para reestructurar la deuda impaga, logrando un canje de la deuda con quitas importantes sobre su valor nominal. Para ello se emitieron tres nuevos bonos: Par, Cuasi par y Discount; que reemplazaron a los anteriores bonos en default. Además se sumó un bono de pago contingente denominado unidades vinculadas al PBI, que representaban un pago premio ligado al crecimiento del producto interno argentino.

En principio, se emitieron bonos denominados en pesos argentinos, en dólares estadounidenses, en euros y en yenes. El 37% del monto de deuda emitido lo fue en moneda local, con cláusula de indexación, a través del denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia (Müller, 2013).

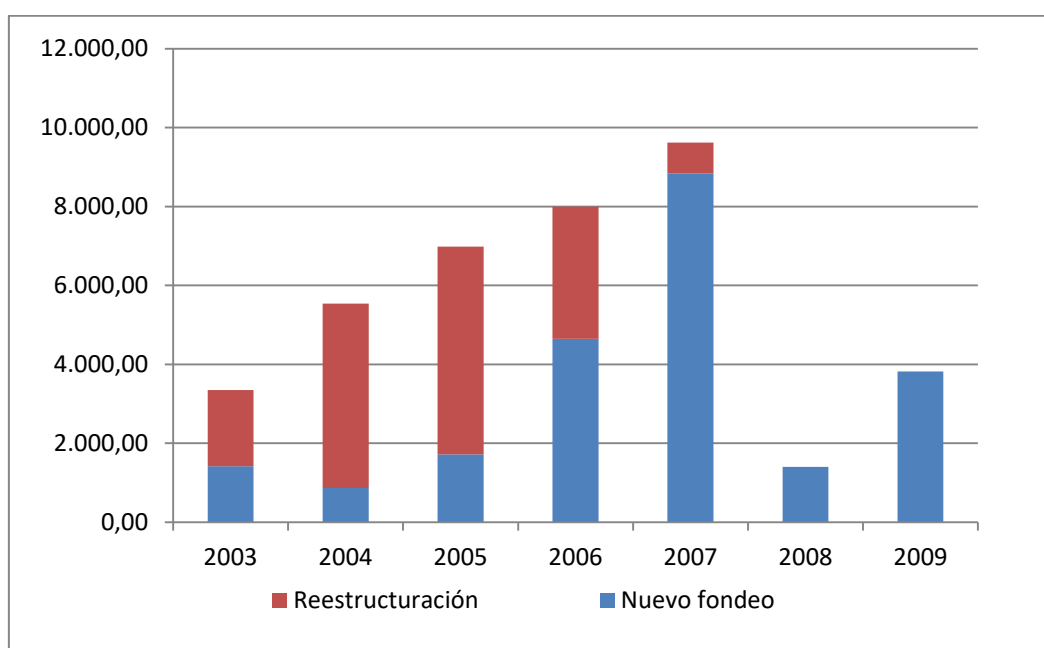
En el año 2010 se re abre el canje de la deuda soberana logrando reestructurar una cifra cercana al 93% de la deuda impaga. Se continuó con la emisión de la misma serie de 2005 agregando un nuevo bono denominado Global 2017.

Argentina en los años mencionados realizó emisión de deuda para reestructurar aquella impaga en 2001, en distintos tipos de monedas, a un valor cercano de U\$S 40.820 millones.

Una situación similar atravesaron los emisores de deuda privados, a partir del año 2001 y con la posterior devaluación muchas empresas no pudieron cumplir los compromisos de pagos de las obligaciones negociables.

Posteriormente, las empresas comenzaron a emitir deuda para regularizar su situación. El siguiente gráfico, presenta para 2003 – 2009 las causas de emisión de obligaciones negociables en pesos.

Gráfico 12 - Emisión de obligaciones negociables



Fuente: (Ayerbe, Blanco, & Bongiorno, 2009, pág. 10)

Se observa en el gráfico que para los primeros tres años la emisión de obligaciones negociables, está casi totalmente explicada por la reestructuración de deuda. Es un claro ejemplo de porqué los datos expuestos en el análisis del mercado de renta fija, no pueden ser concluyentes.

- Compra de Repsol

En el año 2012, a través de un proyecto de ley se dispone de la expropiación 51% del capital accionario YPF que en ese momento pertenecía a la empresa española Repsol. Dos años después se oficializó la emisión de bonos para realizar el pago.

A través de una resolución publicada en el Boletín Oficial (la 26/2014 de la Secretaría de Finanzas), la Casa Rosada dispuso la ampliación de la emisión de cuatro bonos en dólares y la colocación de una Letra del Tesoro, también en la moneda estadounidense. La norma contempla la ampliación de la emisión de BONAR X por un monto de hasta U\$S 800 millones, DISCOUNT 33 por U\$S 1.250 millones, BODEN 2015 por U\$S 400 millones, BONAR 2024 por U\$S 3.550 millones y una Letra del Tesoro por U\$S 150 millones¹⁰.

¹⁰ <http://www.lanacion.com.ar/1688683-ypf-repsol>

- Préstamo de Venezuela

Otro canal utilizado por el gobierno argentino ante la imposibilidad de obtener financiamiento en dólares, fue la colocación directa de bonos en dólares comprados por Venezuela.

Por ejemplo, en 2007 se efectivizó el préstamo por la suma de U\$S 100 millones, en una operación que conllevó una primera emisión de títulos públicos de U\$S 500 millones, denominados Bonos del Sur III. En 2008, el gobierno venezolano compro en forma directa, la emisión de los bonos Boden 15 por un valor de U\$S 1.000 millones a una tasa del 16%.

Desde 2005 hasta 2008, Venezuela compro bonos del estado argentino por un valor cercano a los U\$S 5.600 millones.

- Absorción de deuda a través de ANSES Y BCRA

A fines del año 2008, entra en vigencia la ley 26.425 que proponía la estatización del sistema previsional argentino por aquel entonces manejado las AFJP; es decir que el mayor inversor institucional del país, pasó a ser manejado por el estado a través de la ANSES.

Como se mencionó al principio del capítulo, todo el capital anteriormente manejado por las AFJP se transfirió al FGS, en manos del ANSES, convirtiéndose los fondos previsionales en una fuente de financiamiento para el estado. Anteriormente también lo fueron, de hecho, en el sistema de capitalización, las AFJP mantenían en sus carteras de activos un 59,4% en financiación al estado (mayoritariamente en títulos públicos). Ya para agosto de 2009, el FGS esta participación ascendía a 62.2%. (Basualdo, 2009)

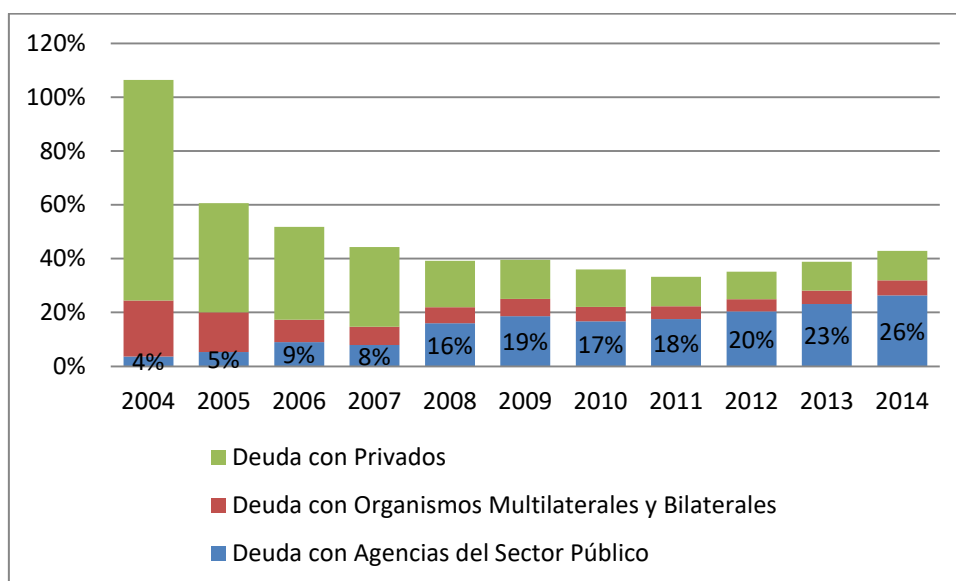
Tanto como para financiación de proyectos, como para estabilidad de tipo de cambio, el ANSES compro bonos del estado. Por ejemplo, a fines de 2011, el ente compro títulos públicos por la suma de U\$S 3.300 millones del Bonar 2018 por el cual pago con bonos en dólares con vencimiento a 2017. Otros ejemplos son el Bonar 14 en 2009, Bonar 2024 en 2015, letras del tesoro; también en la participación del canje de deuda comprando los Bonos Discount 2033.

Otra de las fuentes más importante de financiamiento para el país fue el Banco Central. En el normal desempeño de sus funciones de política monetaria, el BCRA opera en el

mercado de deuda para controlar la cantidad de dinero. Por ejemplo desde 2007 a 2013, los títulos públicos y adelantos transitorios al estado, pasaron de representar el 26% de los activos del BCRA a ser el 57%.¹¹

Según el informe de deuda pública nacional del segundo trimestre de 2014, se puede observar cómo han ido tomando importancia las agencias del sector público como fuente de financiamiento del estado. El siguiente gráfico presenta la composición de la deuda pública argentina por acreedor, en porcentaje del PBI.

Gráfico 13 - Deuda Pública Bruta por Acreedor en porcentaje del PIB



Elaboración propia en base a datos del ministerio de Finanzas de la Nación

El gráfico presentado permite observar que a lo largo del periodo, el peso de la deuda sobre el PBI va disminuyendo, asique como también la composición de la misma cambia. Es notable como la deuda en manos de agencias del sector público, entre ellas ANSES y el BCRA, aumenta su participación con respecto al PBI de un 4% en 2004 a un 26% en 2014.

Como corolario de lo visto en párrafos anteriores, se puede afirmar que: en primer lugar, el mercado de renta fija tiene un papel preponderante dentro del mercado de capitales, existe una marcada diferencia con el mercado accionario, donde el mayor porcentaje de las operaciones se realizan en instrumentos de este tipo. En segundo lugar, en términos comparativos con el resto de los países del Mercosur, Argentina posee un mercado de

¹¹ https://www.clarin.com/economia/banco-central-reservas-titulos-publicos_0_SJEOEhuovXI.html

renta fija con una buena profundidad y liquidez; gran parte de las emisiones que se realizan, suceden en nuestro país. Esta última conclusión está viciada por la situación que atravesó nuestro país al comienzo del periodo de estudio, los resultados arrojados no son concluyentes.

Por último, y para completar el análisis sobre este mercado, se debe examinar la composición de la deuda y la calidad de esta.

Presencia de títulos públicos en el mercado de renta fija

Se debe recordar que en los mercados de deuda, existe una marcada división de instrumentos en función del emisor. Estos pueden ser realizados por el sector público, que dependiendo del plazo pueden ser notas, letras o bonos; ó emitidas por el sector privado, como obligaciones negociables, cheque de pago diferido y fideicomisos financieros.

La presencia de los bonos públicos, es considerada como uno de los aspectos necesarios para el desarrollo de los mercados de deuda y para un mejor acceso de los emisores privados. Tanto en los mercados financieros internacionales como en los domésticos, el rendimiento de los bonos soberanos es la tasa de referencia (benchmark) representativa del costo de fondos mediante la emisión de un activo seguro o libre de riesgo. Dicha tasa sirve entonces como “piso” para determinar, según las características de riesgo de los emisores, el costo de fondos adicional (spread) para las emisiones de deuda privada. (Manuelito & Jiménez, Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, 2010, pág. 23)

El problema sucede que cuando la presencia de estos bonos supera la cantidad necesaria para el buen desarrollo del mercado de bonos, se deriva un efecto conocido como “crowding out” o “efecto desplazamiento”, donde los instrumentos emitidos por el estado desplazan a los privados. El mecanismo que sirve de ajuste en esta situación es la tasa de interés, ya que el estado al intentar conseguir una mayor cantidad de fondos, debe competir con las colocaciones privadas. Esto genera que para poder apropiarse de este nuevo capital, debe otorgar una mayor rentabilidad en sus instrumentos.

La calidad de deuda emitida por el gobierno nacional, es otro punto de importancia en el efecto desplazamiento. A medida que más difícil se le haga pagar la deuda al estado,

mayor va a ser el riesgo de impago en ella y mayor será la tasa de interés que requieran los bonos para poder obtener fondos. La calidad de la deuda emitida por el estado se determina en función de las características de emisión, como el tipo de cupón, la moneda, tipo de tasa de interés y la amortización del capital.

En el caso argentino como se mencionó anteriormente, ocurrieron dos sucesos que puede haber afectado o agravado el efecto desplazamiento de la inversión privada en títulos de deuda: en primer lugar la cesación de pagos de la deuda soberana generó una desconfianza por todo tipo de deuda argentina. En segundo lugar, la estatización de los fondos de pensiones, donde las colocaciones privadas debían acceder a este inversor institucional compitiendo con proyectos del estado.

Una forma de observar la presencia de bonos del estado en el mercado de renta fija, es utilizando el valor de mercado que tienen éstos con respecto al total de todos los títulos de renta fija cotizantes. De manera conjunta también se puede utilizar el volumen operado de los títulos públicos con respecto al total operado en renta fija.

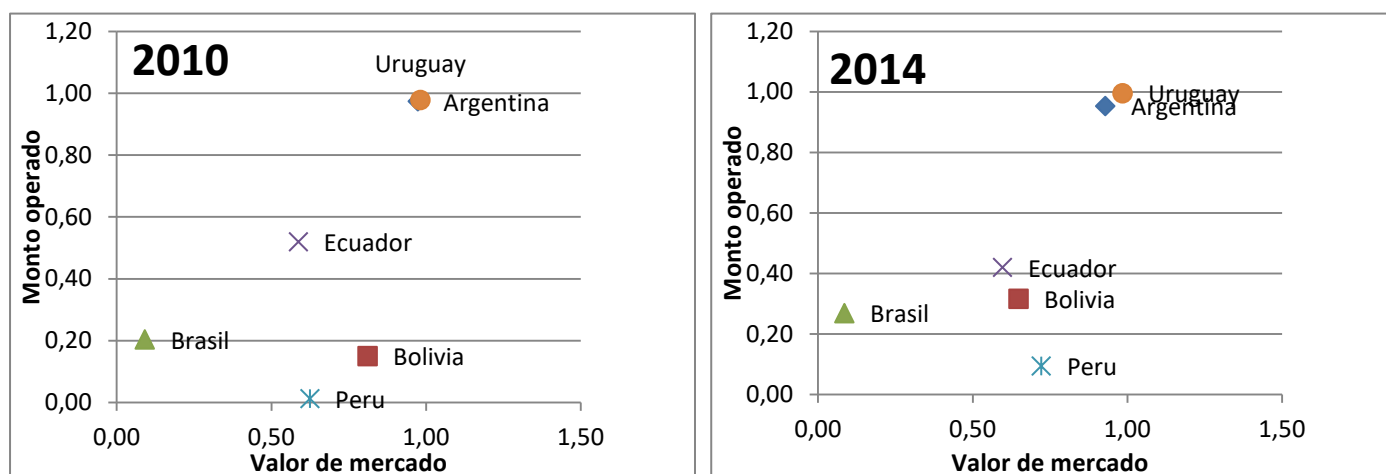
- Volumen operado en títulos públicos/ total operado en renta fija
- Valor de mercado de títulos públicos/ valor de mercado del total de instrumentos de renta fija

En función de los datos recogidos, se da que en el caso argentino existe una muy alta presencia de títulos públicos. Por ejemplo en el año 2000, ocurrió que del total lo operado en renta fija, el 98% se realizó en bonos del estado; mientras que el valor de mercado de los mismos representaba el 91% respecto al total de instrumento de renta fija en circulación. En el resto del período en estudio (2000 - 2014), se presenta una situación similar: el valor de mercado lo bonos superan en la mayoría de los años un 90% de presencia y el monto operado no baja del 95% de participación.

Esto habla de que los títulos públicos en Argentina no solo tienen una amplia presencia, sino que representan la mayor parte del mercado. Cualquier problema en los títulos del estado representará un problema para el mercado de renta fija.

A continuación, se presenta en el gráfico 12 utilizando las mismas variables y ahora junto con el resto de los países que integran la zona de estudio, la presencia de bonos públicos en el mercado de renta fija para los años 2010 y 2014.

Gráfico 14 - Presencia de títulos públicos en el mercado de renta fija



Fuente: elaboración propia en base a datos de FIAB.

Para poder comprender mejor, se debe saber que los gráficos expuestos anteriormente son del tipo de dispersión, donde el punto que simboliza al país se compone de las dos variables representadas en cada eje cartesiano. El eje de las ordenadas constituye el monto operado y el de abscisas el valor de mercado, cuanto más alejado del origen (hacia arriba y derecha) mayor presencia de títulos públicos en el mercado habrá.

Hecha la aclaración, se observa en dicho gráfico que: tanto en Argentina como Uruguay, el mercado de renta fija está casi totalmente ocupados por títulos emitidos por el sector público. Los porcentajes de participación de bonos públicos en las dos variables superan el 90% para los dos años seleccionados. Distinta es la situación para el resto de los países, donde conviven de manera compensada los títulos públicos y privados; por ejemplo en ninguno de los países el monto operado en bonos del estado supera el 50% (excepto Ecuador en 2010, 59%).

Por lo expuesto en párrafos anteriores, queda plasmado que nuestro país goza de un desarrollo en el mercado de renta fija que está casi totalmente impulsado por la emisión de títulos del estado. Esto trae aparejado, como antes se mencionó, un riesgo de un desplazamiento de la inversión privada.

Por último, y para completar el análisis de este mercado, queda mostrar qué tipo de deuda es la emitida por el gobierno; se debe descubrir qué características tiene esta, ya que es el tipo de instrumento más importante en el mercado de renta fija. Una estructura de deuda que sea de mala calidad puede ser perjudicial para el desarrollo del país, no

solo aumenta la tasa de interés de los títulos sino que puede generar la posibilidad de colapso de la economía del país, tal como ocurrió en nuestro país en el año 2001.

La calidad de la estructura de deuda pública establece la capacidad que tiene el estado de hacer frente al pago de la misma y un indicador que normalmente se utiliza para medirla es el riesgo país¹². Este indicador muestra las consecuencias de una mala estructura de deuda, es por eso que para descubrir las causas se necesita un análisis mas detallado.

Existen distintas características que determinan la calidad del stock de deuda emitida por el estado, ellas son:

- El plazo de la deuda: Las emisiones pueden ser a corto, media o largo plazo. Mientras más largo sea el plazo de devolución, menor riesgo de la deuda emitida en el país, ya que más tiempo tiene el gobierno para hacer frente a las amortizaciones de capital.
- El cupón: Como se mencionó anteriormente, es el pago de los intereses de deuda que realiza el emisor y lo puede ejecutar anual o semestralmente. En algunos casos, este cupón se ajusta a algún índice como puede la tasa de interés de mercado, o algún otro índice. La emisión de deuda con cupón variable o con indexación de capital, tiene un mayor riesgo asociado ante posibles desequilibrios económicos como shock externos. En cambio, los bonos emitidos con cupón fijo carecen de este riesgo ya que pase lo que pase, el cupón sigue siendo el mismo.
- La moneda: Las emisiones de títulos públicos se pueden realizar tanto en moneda nacional como extranjera, si este tipo de instrumento se emite en moneda extranjera se le asocia un riesgo al stock de deuda ante problemas cambiarios. Por ejemplo si ocurre una devaluación de la moneda local, la deuda en términos reales se incrementaría generando problemas para pagar.
- Amortización de capital: La devolución de los fondos prestados puede efectuarse al final del período, al vencimiento, o puede realizarse mediante el pago de cuotas. Que la amortización sea al vencimiento, significa un menor riesgo en la estructura de la deuda estatal; al igual que el plazo de la deuda

¹² Spread de tasas entre la que se considera como libre de riesgo (bonos del tesoro de EEUU a 30 años) y un índice construido que representa el rendimiento de los bonos del país en cuestión.

cuanto más cerca sea la cancelación mayores son las posibilidades de que el estado no pueda pagar.

Para abordar la temática, se tomó como base el trabajo de tesis doctoral: “El Mercado de Renta Fija Argentino: Análisis Interno y Comparativo”¹³ donde la autora realiza un estudio de las características de emisión (anteriormente mencionadas) de la deuda pública de los países desarrollados y los emergentes, con un análisis especial del caso argentino.

El trabajo muestra que la composición de deuda con menor riesgo asociada, es aquella donde la emisión de los bonos se realiza en moneda doméstica, con cupón fijo, a mediano y largo plazo y con amortización al vencimiento. De los países que analiza, son los desarrollados (Japón, Reino Unido, Alemania, España y Estados Unidos) los que poseen esas características de emisión.

El caso de los países emergentes (Argentina, Brasil, Chile, México) las características de emisión son un poco diferentes a la de los países desarrollados. Aunque las estructuras de deuda nos son homogéneas, principalmente emiten sus títulos públicos a mediano plazo, existe una alta participación de bonos en moneda extranjera y en algunos casos emiten a cupón variable o indexado.

Resuena en el caso argentino que una importante cantidad de bonos son emitidos a largo plazo; podría esto llevar a la conclusión errónea de que la estructura de deuda de nuestro país tiene un menor riesgo, pero la realidad es que Argentina es el único caso donde no emite títulos a mediano o largo plazo sin indexar, solo se emite con cupón fijo en moneda extranjera. Es decir que a pesar de existir emisión de bonos a largo plazo están ajustados de alguna manera.

Mientras en todos los países emergentes tienen algún tipo de emisión de deuda en moneda doméstica y cupón fijo, en Argentina no existe este tipo de emisiones. La mayoría de los bonos a mediano plazo son en moneda extranjera y aún peor una proporción importante es en moneda extranjera y a cupón variable.

¹³ María Belén Guercio (2008). Facultat de Ciències Econòmiques empresarials Universitat Rovira i Virgili

El trabajo concluye que mientras los países emergentes están intentando cambiar su estructura de deuda por una con menor riesgo, colocando títulos a cupón fijo, moneda doméstica y amortización al vencimiento. En el caso argentino, se mantiene una calidad de deuda muy riesgosa donde predominan los títulos de cupón variable (ajustados principalmente a CER), con amortización en cuotas parciales y en moneda extranjera. En conclusión Argentina tuvo una pésima estructura de deuda que llevó al colapso financiero de 2001, igualmente no pudo lograr a través del canje de deuda una mejor calidad de su deuda.

Por lo expuesto en párrafos anteriores se observa que a pesar de que el mercado de renta fija tiene una mayor importancia que el mercado de acciones y que a pesar de su buen desempeño comparativamente a los países de la zona de estudio, el mercado de bonos en Argentina está sobre poblado de títulos públicos. La presencia de bonos emitidos por el estado, podría haber rebasado el límite y estar desplazando la emisión privada de títulos.

Por último, la estructura de la deuda pública argentina se caracteriza por ser una cartera riesgosa con posibilidades de caer en default ante shocks económicos negativos en el país.

Capítulo 4 – Conclusiones

Los países que pueden lograr elevadas tasas de inversión en su economía, se aseguran de tener un buen crecimiento económico. Para ello, hay que saber que la formación de capital depende de la capacidad de ahorro que tenga la sociedad¹⁴; por lo que un buen desarrollo del mercado de capitales aseguraría que los ahorradores tengan el incentivo de prestar su dinero.

Desde el enfoque adoptado en el presente trabajo, el mercado de capitales contribuye al crecimiento económico a través de la mayor posibilidad de acumular capital. Esto genera el crecimiento del producto interno, impulsado por la inversión.

A lo largo del desarrollo de este escrito se realizó el análisis del estado de situación del mercado de capitales argentino, para ya en este apartado, exponer de manera resumida las conclusiones extraídas del mismo.

Los países seleccionados que sirvieron de referencia en la comparación, fueron los estados miembros y socios del Mercosur. Los datos fueron tomados de la Federación Iberoamericana de bolsas y los indicadores se construyeron teniendo en cuenta los distintos estudios analizados por la bibliografía del trabajo.

Como se pudo observar a lo largo del escrito, en nuestro país sucedieron ciertos acontecimientos que debieron ser tenidos en cuenta a la hora de realizar el análisis. La primera de ellas es la declaración de default en el año 2001, dificultando la posibilidad de obtener financiamiento público. Otra situación a tener en cuenta fue el traspaso de los fondos de pensiones de manos privadas a públicas, siendo este el inversor institucional más importante. Y por último, se tuvo en cuenta los dos canjes de deuda públicos realizados.

Después de haber analizado las emisiones, como la comercialización tanto de instrumento de renta fija como de renta variable, las principales conclusiones extraídas son las siguientes:

¹⁴ En una economía abierta, la inversión depende también de los ahorros que se puedan captar del exterior. Un buen desarrollo del mercado de capitales mejora esa capacidad.

Mercado de renta variable

- En primer lugar, el tamaño del mercado de renta variable medido por la profundidad accionaria, es muy baja. Argentina se encuentra muy por debajo de países como Brasil, Chile, Ecuador y Perú, a pesar de encontrarse en segundo lugar en relación al tamaño de su economía.
- Con respecto a la liquidez, la rotación accionaria es baja, aunque los países seleccionados también atraviesan un panorama similar de iliquidez. La situación se modifica, si se tiene en cuenta el nivel de transacciones en acciones respecto al PBI, nuestro país presenta un de los indicadores más bajos.
- En el mercado primario, las emisiones de acciones contribuyen en muy poco a la inversión de la economía. Comparativamente con el resto de los países, una proporción muy baja de emisiones se realizan en nuestro país.

Mercado de renta fija

- Para el caso argentino, el mercado de bonos es quien domina dentro del mercado de capitales. Goza de buena profundidad tanto relativamente como en términos absolutos, respecto a los países que componen la zona de estudio.
- El mercado se caracteriza por una buena liquidez, respecto al mercado accionario propio y respecto a los mercados de renta fija del resto de los países analizados.
- Es notable las emisiones de títulos públicos, siendo en ciertos años el más importante del Mercosur. Los resultados no permiten sacar conclusiones absolutas, debido a que en el periodo de estudio, tanto las empresas privadas como el estado reestructuraron su deuda.
- El mercado de renta fija está dominado por títulos públicos, tanto en la emisión, como en el volumen operado y el valor de mercado. La calidad de esta deuda no es del todo buena, la cartera de deuda pública es riesgosa.

Cumpliendo la finalidad del trabajo de mostrar el estado de situación del mercado de capitales argentino, la conclusión que se llegó es que existe un bajo desarrollo del mercado accionario en todos los aspectos. Por el lado del mercado de bonos, el desarrollo está impulsado por la reestructuración de deuda y otras necesidades de financiamiento público.

Un buen desarrollo del mercado de capitales, admite la posibilidad de un mayor crecimiento económico traccionado por la inversión. La emisión de acciones es uno de los tipos de financiamiento que mejor se ajustan a las necesidades de las empresas; en el trabajo se pudo observar que nuestro país tiene muy poco desarrollado este asunto.

Argentina es uno de los países de mayor PBI dentro de la zona de estudio, significa que la posibilidad de generar fondos no es el problema, sino como esos fondos se transforman en inversión. El bajo desarrollo del propio mercado de capitales debe ser entonces visto como una potencialidad, y no como una desventaja. No es menor que se haya utilizado como referencia los países del Mercosur, porque salvando las distancias, en estas economías similares nuestro país presenta menores indicadores que el resto; lo que significa que se puede alcanzar ese umbral de desarrollo.

Bibliografía

Ministerio de economía y finanzas públicas. (2015). *Boletín fiscal cuatro cuatrimestre de 2014*.

Ambito Redacción. (4 de agosto de 2017). Gobierno amplía en u\$s 4.000 millones la emisión del Bonar 2024 y autoriza recompra por u\$s 2.700 millones. *ambito.com*. <http://www.ambito.com/892499-gobierno-amplia-en-us-4000-millones-la-emision-del-bonar-2024-y-autoriza-recompra-por-us-2700-millones>.

Ayerbe, G., Blanco, M. N., & Bongiorno, M. d. (2009). Situación del mercado de capitales en Argentina. *Ministerio de Economía y Finanzas Públicas*.

Barrios Arévalo, F., & Beltrán Durán, C. A. (2007). Evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006. *Universidad de la Salle, Facultad de Economía*.

Basualdo, E. (2009). La evolución del sistema previsional argentino. *Centro de Investigación y Formación de la República Argentina*.

Bebczuk, R. N. (2000). *Información asimétrica en mercados financieros*. Madrid : Cambridge University Press.

Blanco, M. N. (2010). Grado de desarrollo de mercado de capitales argentino.

Bodie, Z., & Merton, R. (1999). *Finanzas*. Mexico: Prentice Hall Hispano América SA.

Buchieri, F. E. (2014). Default soberanos: la necesidad de reforma a la arquitectura financiera internacional a partir de la experiencia de Argentina. *Ciencias Económicas*, 63-74.

Clarín Redacción. (29 de Julio de 2007). Chávez viene con otro préstamo: 1.000 millones de dólares. *Clarín*. https://www.clarin.com/ediciones-antteriores/chavez-viene-prestamo-1000-millones-dolares_0_ryaN4gk0Fe.html.

- Clarín Redacción. (6 de Agosto de 2008). La Argentina ya paga casi el 15% por el auxilio financiero de Chávez. *Clarín*. https://www.clarin.com/ultimo-momento/argentina-paga-15-auxilio-financiero-chavez_0_BJmGFPhCpKl.html.
- Clarín Redacción. (28 de Abril de 2013). El Banco Central pierde reservas y se llena de títulos públicos. *Clarín*. https://www.clarin.com/economia/banco-central-reservas-titulos-publicos_0_SJEOEhuovXl.html.
- Clarín Redacción. (19 de Septiembre de 2015). Economía le colocó a la ANSeS US\$ 411 millones en Bonar 24. *Clarín*. https://www.clarin.com/economia/economia-coloco-anses-bonar-24_0_HkgxWAZKwQg.html.
- Dapena, J. P. (2004). *Absorción de shocks en economía volátiles: ahorro através de acciones en mercados de capitales. Caso argentino 1993-2001*.
- Dapena, J. P. (2009). EL rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina. *Documento de trabajo Universidad del CEMA*.
- Elbaum, M. A. (2006). *Administración de carteras de inversión*. Buenos Aires: Macchi Grupo Editor S.A.
- Favier Dubois, E. M. (2013). El nuevo regimen de mercado de capitales y sus impactos societarios, concursales y contables. *Errepar*, 1-17.
- Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. (s.f.). *Anuario estadístico*.
- Forlani, C. (s.f.). Aclarando el mito del desendeudamiento. *Puntal*. http://www.puntal.com.ar/noticia_eco.php?id=156664.
- Freixas, X., & Rochet, J. C. (1999). *Economía Bancaria*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Guercio, M. B. (2008). El mercado de renta fija argentino: análisis interno y comparativo. *Universitat Rovira i Virgili*.
- Hernández, L., & Parro, F. (2005). Sistema financiero y crecimiento económico en Chile. *Estudios Públicos*, 97-134.
- Infobae Redacción. (17 de Septiembre de 2017). A diez años del canje de Néstor Kirchner, la mochila de la deuda aún hoy pesa. *Infobae*.

<http://www.infobae.com/2015/06/02/1732569-a-diez-anos-del-canje-nestor-kirchner-la-mochila-la-deuda-aun-hoy-pesa/>.

Infobae Redacción. (17 de Septiembre de 2017). Cómo fue la reestructuración del 2010. *Infobae*. <http://www.infobae.com/2012/11/27/683533-como-fue-la-reestructuracion-del-2010/>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2006). *Anuario Bursátil 2005*.

Instituto Iberoamericano de mercado de valores. (2015). *Estudio sobre Gobierno Corporativo en Iberoamérica*. Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.

Instituto Provincial de Estadísticas y Censos Santa Fe. (2016). *El Sector Público argentino reingresa a los mercados financieros internacionales*. Rosario.

iProfesional Redacción. (06 de Agosto de 2007). Chávez, un amigo que le cuesta un poco caro a la Argentina. *iProfesional*. <http://www.iprofesional.com/notas/51001-Chavez-un-amigo-que-le-cuesta-un-poco-carro-a-la-Argentina>.

La Nación Redacción. (9 de Diciembre de 2008). El fin de las AFJP ya es oficial. *La Nación*. <http://www.lanacion.com.ar/1078871-el-fin-de-las-afjp-ya-es-oficial>.

La Nación Redacción. (8 de Mayo de 2014). El Gobierno emitió deuda por US\$ 6000 millones para pagarle a Repsol por YPF. *La Nación*. <http://www.lanacion.com.ar/1688683-ypf-repsol>.

La Nación Redacción. (26 de Febrero de 2014). Emitirán deuda por US\$ 6000 millones para pagarle a Repsol. *La Nación*. <http://www.lanacion.com.ar/1667441-emitiran-deuda-por-us-6000-millones-para-pagarle-a-repsol>.

LAVOZ Redacción. (10 de Marzo de 2013). Cómo es la estructura actual del mercado de capitales en Argentina. *La Voz del Interior*.

León, C., & Pérez, J. (2014). Caracterización y comparación del mercado OTC de valores en Colombia. *Revista de Economía Institucional*, 223-250.

- Levine, R. (1997). Desarrollo financiero y crecimiento económico: Enfoques y temario. *Journal of economic literature*, 688-726.
- Manuelito, S., & Jiménez, L. F. (2010). Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo. *CEPAL*.
- Manuelito, S., Correia, F., & Jiménez, L. F. (2009). La crisis sub-prime en Estados Unidos y la regulación y supervisión financiera: lecciones para América Latina y el Caribe. *CEPAL*.
- Ministerio de Finanzas de la Nación. (2010). *Deuda Pública del Estado Argentino*.
- Ministerio de Finanzas de la Nación. (2015). *Deuda Pública Nacional - Segundo Semestre 2014*.
- Montoro Sánchez, M. Á., De Castro, G. M., & Diez Vial, I. (2014). *Economía de la empresa*. Madrid: Ediciones Parainfo SA.
- Müller, A. (2013). Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina? *DOCUMENTO DE TRABAJO Nro. 32*.
- Sawyer, M., & Arestis, P. (2003). Reinventing fiscal policy. *The levy economics institute of bard college*.
- Terceño Gómez, A., Guercio, M. B., & Barberá Mariné, M. G. (2007). Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés utilizando métodos de regresión borrosa. Aplicación al mercado de bonos públicos de Argentina. *Cuadernos del CIMBAGE N° 9*, 59-82.
- Titelman, D. (2003). La banca de desarrollo y el financiamiento productivo. *Unidad de Estudios Especiales CEPAL*.
- World Federation of Exchanges. (2013). *Statistics definitions and examples*.