



UNIVERSIDAD NACIONAL DE RIO CUARTO



Facultad de Ciencias Económicas

Desarrollo del mercado de capitales argentino: una comparación con Chile

Trabajo final

Licenciatura en Economía

PERASSOLO, Noelia Rocío

Director: Mana, Guillermo

2019

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	2
1.1 OBJETIVOS	4
2. METODOLOGÍA	5
3. MARCO TEÓRICO	7
4. SISTEMA FINANCIERO	11
4.1 SITUACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN ARGENTINA	12
4.2 MERCADO DE CAPITALES EN CHILE	14
5. INDICADORES	16
5.1 DEFINICIÓN DE VARIABLES	17
5.2 INDICADORES DE LIQUIDEZ	18
5.3 INDICADORES DE PROFUNDIDAD	23
6. COMPARACIÓN DE RESULTADOS	29
6.1 INDICADORES DE LIQUIDEZ	30
6.2 INDICADORES DE PROFUNDIDAD	34
6.3 CAUSAS DEL SUBDESARROLLO EN EL MERCADO DE CAPITALES	36
7. CONCLUSIONES	38
8. BIBLIOGRAFÍA	42

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo surge en base a responder la siguiente pregunta:

¿Cuál es el nivel de desarrollo del mercado de capitales argentino con respecto al de otros países latinoamericanos, en particular con respecto a Chile?

La razón de este trabajo final, no se basa en describir la situación de nuestro mercado de capitales en sí. Más bien, el énfasis se coloca específicamente sobre el nivel de empleo y el nivel de vida de la población. Es por eso, que partiendo de la relación positiva existente entre el desarrollo del mercado de capitales y, hacia el crecimiento económico, se busca describir el desarrollo alcanzado por el mercado de capitales con el objetivo de determinar posibles fuentes de crecimiento económico, y por ende de empleo, las que permiten un mayor bienestar para la sociedad.

En la literatura existen diversos modelos y evidencia empírica que exponen el efecto positivo que la acumulación de capital desempeña sobre el desarrollo económico, entre los cuales se puede mencionar el modelo de Ramsey (1928) y Solow (1956).

El stock de capital es uno de los componentes de la inversión, la cual se financia mediante el ahorro. Pero la variable referida anteriormente, por sí sola no se transforma en inversión en el sector de la economía real, se requiere de un vaso comunicante. El sistema financiero es quien cumple el rol de unir las personas que poseen excedente de dinero con las que necesitan financiación para sus proyectos.

Por lo expuesto anteriormente, se puede afirmar que un sistema financiero bien desarrollado, facilita la canalización del ahorro hacia los proyectos de inversión, y a través de esta variable se fomenta el empleo y la producción.

El sistema financiero se compone de dos grandes ramas: el mercado de capitales y el sistema bancario. Éste último brinda la financiación a corto plazo, mientras que el mercado de capitales proporciona la financiación a largo plazo. Por lo tanto, el segundo sector adquiere una gran importancia en la canalización del excedente de dinero (ahorro) hacia el sector productivo (inversiones), ya que muchos proyectos requieren un periodo de tiempo más prolongado para madurar y proveer un flujo de fondos positivo.

Un mercado de capitales poco desarrollado, limita las posibilidades de acceso al financiamiento, principalmente a las PYMES, restringiendo el monto de inversión a la capacidad para generar recursos propios. Además, provoca una asignación ineficiente de los recursos, ya que los proyectos de inversión que se ejecutan no son necesariamente los más rentables (Manuelito, S. et al., 2010).

Como ya se expuso en párrafos anteriores, la importancia del presente trabajo radica en la posibilidad de incrementar la producción y el empleo, a través de un mercado de capitales más desarrollado y eficiente, como consecuencia del efecto positivo que tiene el mismo sobre el crecimiento económico.

La idea de que el desarrollo financiero promueve el crecimiento ya se menciona en 1912 con Schumpeter. Según este autor, cuando los bancos funcionan bien, estimulan la innovación tecnológica al identificar y financiar a los empresarios mejor preparados para crear, exitosamente, productos innovadores y mecanismos de producción.

Joan Robinson (1952) decía que “donde rigen las empresas surgen las finanzas”. Es decir, que el desarrollo económico es quien impulsa al desarrollo del sistema financiero (p.86)

Existen diferentes enfoques que estudian la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico. Por ejemplo, los modelos matemáticos de James Tobin (1965) y Ronald McKinnon (1973), que se centran únicamente en la función del dinero.

Una alternativa, es el enfoque funcional, que analiza la relación entre la estructura financiera y el funcionamiento del sistema financiero. Es decir, que no está restringido a un instrumento financiero o a una única institución. Según este enfoque, el surgimiento de instituciones y mercados financieros se debe a la existencia de costos para adquirir información y realizar transacciones.

Goldsmith (1969) realizó los primeros estudios para determinar la relación entre crecimiento económico y el grado de desarrollo del sistema financiero. Utilizó el valor de los activos de los intermediarios financieros dividido el PNB, para medir el desarrollo económico.

Para medir el desempeño del mercado de capitales en un país, se analizan dos aspectos: el tamaño del mercado o profundidad y la liquidez.

Es necesario destacar que el mercado de capitales se subdivide en mercado de renta fija, de renta variable y de derivados. Es por ello que se utilizan indicadores que permitan cuantificar el tamaño y la liquidez, tanto para el mercado de renta fija como para el mercado de renta variable.

A partir de la clasificación realizada por Morgan Stanley Capital Internacional, donde tanto Chile como Argentina son considerados mercados emergentes, es que se opta por utilizar a Chile para analizar el desarrollo relativo del mercado de capitales argentino.

Por lo tanto, el estudio está acotado para el caso de Argentina y Chile, en el periodo comprendido entre los años 2000 y 2018.

Mediante el análisis de los valores arrojados para los indicadores representativos de la profundidad y el grado de liquidez del mercado de capitales, se pretende establecer en qué indicadores Argentina presenta un mayor atraso relativo. En función a dichos resultados, se trata de plantear cuales son los posibles problemas que limitan el desarrollo de nuestro mercado de capitales.

1.1 OBJETIVOS

Objetivo general: El objetivo del presente trabajo es analizar el grado de desarrollo alcanzado por el mercado de capitales argentino en comparación con Chile.

Objetivos específicos:

- Describir los principales indicadores que permiten cuantificar el tamaño del mercado de capitales en un país.
- Calcular los indicadores para Argentina y explicar su comportamiento.
- Comparar los resultados entre Argentina y Chile.
- Identificar las posibles causas que explican el menor desarrollo en el mercado de capitales argentino.

2. METODOLOGÍA

Para comprender cuál es el grado de desarrollo alcanzado por el mercado de capitales en Argentina, y como ha ido evolucionando a través de los últimos años, en primer lugar se realiza una revisión bibliográfica, de tesis, trabajos y diferentes publicaciones.

El criterio a seguir, es revisar aquellos trabajos que hablen sobre la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo del mercado de capitales o sistema financiero, principalmente para el caso de Argentina y Chile. Además, se tienen en cuenta aquellos trabajos basados en otros países latinoamericanos. La mayor parte de las publicaciones se obtienen de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Luego de la revisión bibliográfica, se hace una síntesis comentando cuál es la situación sobre el tema y cuáles son los principales resultados a los que se arriban, la que se plasma en el apartado de marco teórico. Dicho apartado refuerza la justificación de la importancia de este trabajo y sirve como punto de partida para el análisis de datos.

El segundo paso consiste en elegir los indicadores utilizados para medir el grado de desarrollo del mercado de capitales, y del crecimiento económico del país; estas son las variables de análisis.

Se definen los indicadores utilizados para medir la liquidez y profundidad, tanto del mercado de renta variable como de renta fija.

En cuanto a la recolección de los datos se utilizan fuentes secundarias de información; principalmente la base de datos del Banco Mundial y los informes anuales publicados por la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB). Con respecto a estos informes cabe aclarar que existen años para los cuales no existen datos, principalmente para el caso de Chile. Otra aclaración es que, en el año 2017, surge BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos) producto de la unión entre el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

El período de tiempo que se toma para llevar a cabo el análisis comprende desde el año 2000 hasta el año 2018, pero a causa de la disponibilidad de datos, para algunos coeficientes sólo es posible analizar un horizonte temporal más corto.

Una vez sistematizados los datos, se calculan los distintos indicadores necesarios para explicar el grado de desarrollo del mercado de capitales para Argentina y Chile, y se procede a graficarlos para una mejor comprensión.

En la exposición de los resultados, primero se describen los indicadores sólo para nuestro país y en el apartado siguiente se realiza la comparación con Chile. Luego, bajo el subtítulo de causas del subdesarrollo en el mercado de capitales, se exponen brevemente los principales factores que explican el limitado desarrollo del referido mercado.

Por último, se presentan las conclusiones respecto al problema planteado en el presente trabajo.

El alcance de la investigación llevada a cabo es de tipo descriptivo, ya que se definen variables, se especifican las características y rasgos más importantes del mercado de capitales y se pretenden medir esas características mediante los diferentes indicadores.

Además, teniendo en cuenta lo planteado en el párrafo anterior, es un estudio cuali-cuantitativo.

3. MARCO TEÓRICO

Si bien el objetivo del presente trabajo final es analizar el aporte que el mercado de capitales realiza al crecimiento económico, la evidencia teórica existente aborda la relación entre el crecimiento económico y el sistema financiero, teniendo en cuenta la definición hecha en la introducción. Por lo tanto, la literatura que aborda dicha relación es abundante y con diversas conclusiones.

Tanto es así que para algunos autores como Gurley y Shaw (1955), Goldsmith (1969) y Mc Kinnon (1973) no es posible abordar el crecimiento económico sin considerar el desarrollo del sistema financiero. Por el contrario, autores como Lucas (1988) sostienen que los factores financieros no son tan relevantes a la hora de estudiar el crecimiento económico.

A continuación se hace un breve repaso con los trabajos más relevantes y sus principales conclusiones.

Como ya se mencionó en la introducción, Schumpeter en el año 1912 hacía referencia a la relación que existe entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico. Según este autor, el nexo entre las mencionadas variables se produce mediante la innovación tecnológica, donde los bancos tienen un rol fundamental al identificar a aquellos empresarios con mayor capacidad para crear nuevos y exitosos productos.

Siguiendo el orden cronológico, Joan Robinson (1952) establece la relación contraria entre dichas variables, es decir que el crecimiento económico es quien impulsa el desarrollo del sistema financiero.

Goldsmith (1969) realizó los primeros estudios para determinar la relación entre crecimiento económico y el grado de desarrollo del sistema financiero. Para medir el desarrollo económico, utilizó un indicador definido como el valor de los activos de los intermediarios financieros dividido el Producto Nacional Bruto.

De Gregorio y Guidotti (1995) al analizar el vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, mediante una investigación de panel, encuentra que dicha relación es negativa.

En algunos trabajos, como por ejemplo Loayza y Ranciere (2004), si bien encuentran que el desarrollo financiero está asociado con el crecimiento económico, dicho resultado no se cumple para los países de Latinoamérica.

La realidad de que los países de América Latina han estado expuestos a severas y repetidas crisis bancarias, sumado a los trabajos comentados en el párrafo anterior demuestran que no necesariamente un mayor desarrollo financiero es siempre deseable. En algunos países los procesos de liberalización y profundización financiera deben ir acompañados de una regulación y supervisión apropiados, de lo contrario el desarrollo del sistema financiero puede terminar desencadenando una crisis financiera (Buchieri, et al. 2012).

A pesar de las diversas opiniones, “el razonamiento teórico y la evidencia empírica a nivel internacional parecen indicar la existencia de una relación positiva y fundamental entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico” (Buchieri, 2011).

Hasta el punto de que ciertos autores postulan al nivel de desarrollo financiero como una variable que permite predecir las tasas de crecimiento futuro. El trabajo de King y Levine (1993) utilizando indicadores que representan al funcionamiento del sistema financiero, como la profundidad, los bancos y el crédito al sector privado, encuentran una relación positiva entre dichos indicadores y los indicadores del crecimiento económico. Por lo tanto, concluyen que el nivel inicial de desarrollo financiero puede ser utilizado como variable predictiva de las tasas de crecimiento de la economía para los siguientes 30 años.

Las investigaciones más recientes no encuentran una relación tan clara entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico.

Barajas, Chami y Yousefi (2010) obtienen que la variabilidad del impacto que tiene la profundidad del sistema financiero sobre el crecimiento económico, se debe a diferencias en la utilización de los recursos financieros o a factores de tipo institucionales. Por otro lado, llegan a la conclusión de que el aporte de las finanzas al crecimiento económico no es tan claro en las últimas décadas.

En la misma línea, Dabos y Williams (2010) al estimar la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo financiero, y la relación entre este último y las fuentes del crecimiento del PBI (crecimiento de la productividad), obtienen como resultado que el

desarrollo del sistema financiero, por medio del incremento de la productividad, favorece al crecimiento económico, tanto para la región de África, como para América Latina. Pero al ampliar el periodo de tiempo bajo análisis, la conclusión a la que se arriba es que el desarrollo del sistema financiero no tiene relevancia a la hora de explicar el crecimiento económico.

Entre los trabajos que abordan la relación entre mercado de capitales y crecimiento económico se pueden mencionar, para el caso de Argentina, a Dapena (2009). En su investigación no solo aborda el rol que el mercado de capitales tiene sobre el crecimiento económico, sino que además se centra en cómo se desarrolla ese mercado de capitales, y la importancia que tienen los costos de transacción y la asimetría de información sobre el desempeño de dicho mercado. La conclusión a la que arriba en su trabajo es la siguiente:

Si la liquidez en el mercado de acciones en Argentina fuese equiparable a la media de un conjunto de países latinoamericanos, la tasa de crecimiento del Producto Bruto podría incrementarse entre un punto y un punto y medio por año, con el consiguiente efecto en la creación de empleo, en el aumento de la recaudación impositiva y en el bienestar de la población. (p. 1)

Brugger y Ortiz (2011) mediante el uso de modelos econométricos, examinan la relación entre la bolsa de valores y la economía real para el caso de cuatro países latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile y México.

Al realizar la prueba causalidad Granger, el resultado muestra una causalidad unidireccional del índice bursátil al PBI. Esto significa que el mercado de capitales influye sobre el desarrollo económico, al mismo tiempo que no se cumple la relación inversa. Lo expuesto anteriormente indica que el comportamiento del mercado de capitales no considera el desempeño y las necesidades de la economía real. Los autores concluyen que el financiamiento de las empresas por parte del mercado accionario es exiguo, a causa de la falta de medidas que vinculen el desarrollo de dicho mercado con la economía real.

Hasta aquí se ha expuesto la importancia que el desarrollo del sistema financiero, y el mercado de capitales en particular, tienen sobre el crecimiento económico.

North (1981) sostiene que no solo se debe observar cómo funcionan los mercados, sino que también hay que prestar atención a cómo se desarrollan los mismos. Para el mencionado autor, las instituciones y la estructura de incentivos que surjan de las mismas, determina el tipo de organización que se desarrolle.

Un mercado de capitales poco desarrollado puede originar dos características negativas para el mismo; los costos de transacción y la información asimétrica. Como consecuencia de ellas, se produce un racionamiento del crédito -limitando las fuentes de financiamiento a la reinversión de ganancias- y una menor liquidez en el mercado.

De lo expuesto anteriormente se desprende que el desarrollo del mercado de capitales, debe estar basado en instituciones tendientes a reducir los costos de transacciones y la información asimétrica, de modo que el ahorro se oriente hacia la inversión productiva genuina (Dapena, 2009).

En función de la revisión bibliográfica llevada a cabo, se puede concluir que para los países desarrollados existen muchos estudios y evidencia empírica a partir de la que se podría afirmar que existe una relación positiva entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de la economía. Pero en el caso de aquellos países que presentan mercados bursátiles subdesarrollados, los estudios existentes son pocos y la evidencia es contradictoria. Por lo tanto, la evidencia empírica o bien valida las dos posiciones o demuestran una relación bidireccional.

La postura adoptada en el presente trabajo, se basa en la existencia de una relación positiva y de causalidad desde el mercado de capitales hacia el crecimiento económico. La misma se sustenta en que hay suficiente evidencia teórica y empírica que apoya la existencia de dicha relación en los países desarrollados. Mientras que en economías con menor desarrollo como los países latinoamericanos, si bien no existe suficiente evidencia que permita afirmar, en qué porcentaje influye el desarrollo del mercado de capitales sobre el crecimiento económico, sí es posible asegurar que no lo hace de forma negativa.

4. SISTEMA FINANCIERO

En el sistema financiero, como en todo mercado, confluyen dos fuerzas, la oferta y la demanda. Los oferentes están representados por las unidades superavitarias, es decir aquellos individuos que poseen ahorros. Mientras que la demanda viene por el lado de las unidades deficitarias, es decir quienes requieren financiamiento para llevar a cabo sus proyectos productivos. En dicho mercado se intercambian activos financieros.

Un activo financiero representa un derecho sobre los ingresos generados por los activos reales (aquellos que se utilizan para producir bienes y servicios).

El sistema financiero cumple tres funciones específicas: permite desplazar el consumo intertemporalmente, es decir que comercializa tiempo; permite la asignación de riesgo de acuerdo a las preferencias de cada inversor y, posibilita la separación entre propiedad y gestión dentro de una empresa (Zvi, B. et al., 2004).

Como ya se mencionó en la introducción, el sistema financiero se subdivide en dos ramas: el mercado de capitales y el sistema bancario. La diferencia entre ellos radica en que el sistema bancario brinda financiación a corto plazo y de bajo riesgo.

El mercado de capitales, en cambio es quién ofrece financiación de mediano y largo plazo, fundamental para proyectos productivos. Constituyen inversiones de mayor riesgo, pero ofrecen mayor rentabilidad, a causa de la relación inversa que existe entre las mencionadas variables.

Los activos financieros que se negocian en el mercado de capitales se clasifican en instrumentos de renta fija, de renta variable y derivados.

VALORES DE RENTA FIJA: Instrumentos cuyo flujo de fondos es fijo y conocido por el inversor, es decir que el interés que devengan queda establecido al momento de la emisión del título, al igual que el modo de devolución del capital. Los instrumentos de renta fija se caracterizan por la devolución del capital ya sea periódicamente (mensual, semestral, anual, etc.) o en un único pago al vencimiento del título. Entre los instrumentos más utilizados en este mercado se encuentran los títulos públicos, obligaciones negociables y cheques de pago diferido.

VALORES DE RENTA VARIABLE: el flujo de fondos no es conocido por el inversor al momento de la compra, ya que depende del desempeño que la empresa emisora tenga en su actividad. Dado que generalmente los inversores de renta variable participan de ganancias y pérdidas, estos instrumentos no devuelven el capital. El principal instrumento de renta variable lo conforman las acciones.

INSTRUMENTOS DERIVADOS: son valores cuyo precio deriva del precio de otro activo (subyacente), el cual puede estar representado por una acción, un índice, un activo real (generalmente commodities), etc. La función de los derivados es brindar cobertura ante el riesgo en la variación de precios del activo subyacente, pero también son utilizados para especulación. Dentro de esta categoría los instrumentos más conocidos son las opciones, los futuros, los forward y los swaps.

4.1 SITUACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN ARGENTINA

Al analizar quienes demandan inversión podemos distinguir dos grandes grupos: el sector privado (empresas) y el sector público (en sus distintos niveles, nacional, provincial y municipal). Ambos sectores requieren financiación para llevar a cabo sus actividades.

Las empresas pueden financiarse mediante emisión de acciones o instrumentos de renta fija, entre los cuales podemos mencionar cheques de pago diferido, obligaciones negociables y fideicomisos financieros. Mientras que el sector público principalmente se financia mediante la emisión de títulos públicos.

El Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) publica, en forma mensual y anual, informes sobre la situación del mercado de capitales. A partir de dichos informes se procede a realizar un análisis sobre los instrumentos que utilizan las empresas Argentinas para financiarse.

Como puede observarse en el **gráfico 1**, entre los principales instrumentos de financiamiento empresarial, se destacan las obligaciones negociables (ON), los Fideicomisos Financieros (FF) y la emisión de acciones (ACC).

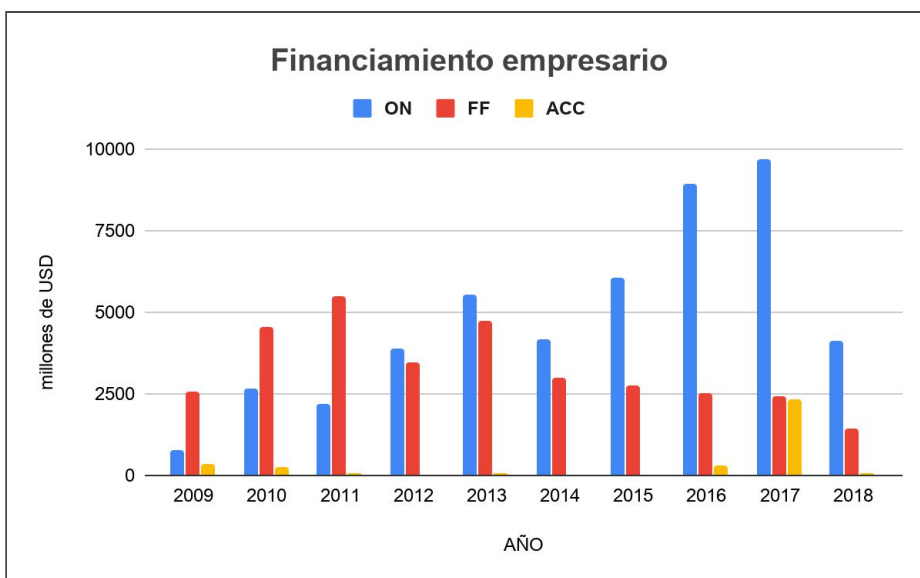
El periodo representado abarca desde el año 2009 hasta el 2018. Esto se debe a problemas en la existencia de datos para los años anteriores o a causa de no ser directamente comparables.

Al observar el gráfico 1 es evidente la tendencia positiva de las ON, comenzando la recuperación luego de la crisis internacional del año 2008. Este instrumento alcanza un máximo de 9.703 millones de dólares en el año 2017, seguido de una caída al año siguiente.

En el caso de los FF, en la primera mitad del periodo crece el volumen comercializado, y a partir del año 2014 la tendencia es decreciente. Es posible aproximar una relación entre estos dos instrumentos, ya que parece ser que cuando el volumen comercializado de las ON crece, el de los FF decrece.

En cuanto a las ACC el comportamiento es más irregular, al igual que se destaca el bajo volumen comercializado de este tipo de instrumento. Únicamente en el año 2017 se comercializan 2.344 millones de dólares en ACC, un monto similar al comercializado en FF (2.402 millones de USD).

Gráfico 1: Financiación de las empresas en Argentina por tipo de instrumento. Expresado en millones de USD.



FUENTE: elaboración propia en base a datos IAMC.

Si se analiza la participación que cada instrumento tiene en el total comercializado, son cuatro los instrumentos con mayor presencia, y con el siguiente orden de importancia: Títulos públicos, Cauciones y pases, ACC y ON.

Los títulos públicos, el instrumento con mayor peso, entre el año 2013 y 2018 representan más del 70% del volumen comercializado, a la vez que la participación de dicho instrumento crece a lo largo del periodo. En el año 2013 es del 71,5% y para el año 2018 representa el 81,4%.

Respecto a las cauciones y pases, presentan una evolución más irregular. En el año 2013 representan el 17,4%, para el 2015 explican el 19,7% del total comercializado pero luego decrece la participación, llegando a explicar solo el 9,8%.

Las ACC, al igual que los pases y cauciones, presentan una evolución volátil. Si se compara el año 2013 con el año 2018 no hay cambios en la participación de dicho instrumento (5,2%). Pero entre los años mencionados, se observan años con mayor participación, mientras que en el año 2017 presenta el menor porcentaje (4,8%).

Por último, a excepción del año 2014, las ON no superan el 3% del volumen operado en el mercado de capitales.

4.2 MERCADO DE CAPITAL EN CHILE

Actualmente, el mercado de capitales chileno representa más del 100% de la economía del país, ubicándose muy por encima de la proporción promedio del resto de mercados de valores en Latinoamérica (Farias, J. et al. 2019).

En la Bolsa de Comercio de Santiago, principal centro de operaciones bursátiles de Chile, se negocian “acciones, instrumentos de renta fija, valores de intermediación financiera, cuotas de fondos y títulos extranjeros” Bolsa de Santiago.

Si se considera el monto total operado en la Bolsa de Santiago, el instrumento con mayor participación lo constituyen los valores de intermediación financiera. Son títulos de corto plazo (menor a un año) que representan obligaciones de dinero.

Entre el año 2009 y 2018, estos instrumentos mantuvieron una participación en el monto total operado en la bolsa, de alrededor del 50%.

Le siguen, en orden de importancia, los instrumentos de renta fija. Con una participación de entre un 20% y un 30%. En el año 2018, el 28% de lo transado en la Bolsa de Santiago lo constituyen instrumentos de renta fija.

Los valores monetarios, representados por oro, plata y dólares, ocupan el tercer lugar. A partir del año 2015 disminuye la participación de estos instrumentos, significando un 12,6% en el año 2018.

Recién en cuarto lugar, aparecen las acciones, con una participación de aproximadamente el 6% en 2018. Si se hace una comparación con nuestro país, el porcentaje de participación es similar, si bien en Argentina ocupan el tercer lugar en orden de importancia.

Las cuotas de fondos de inversión, comparables a los FF en Argentina, fueron ganando participación en el monto operado. Pero asimismo, sólo operan el 0,6% en 2017 y 0,5% en 2018.

5. INDICADORES

Como ya se mencionó en la introducción y en el punto 3, uno de los canales por medio del cual el sistema financiero estimula al desarrollo económico es a través de la provisión de liquidez.

El vínculo entre la liquidez y el desarrollo económico surge debido a que algunos proyectos de alto rendimiento requieren una obligación de capital a largo plazo. 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. (Buchieri, F. et al., 2012:13)

La liquidez se define como la capacidad que posee un activo de transformarse con facilidad en dinero efectivo, con escasa o nula pérdida de valor.

Como ya se ha comentado a lo largo del trabajo, el mercado de capitales permite financiar las inversiones de largo plazo. Este tipo de inversiones se caracterizan por un rendimiento más elevado, pero como desventaja implica que los inversionistas renuncien a la utilización de sus ahorros por un tiempo más prolongado.

La existencia de un mercado de capitales con elevada liquidez permite que los inversores puedan salir de una inversión en el momento que lo requieran o deseen, y de este modo las inversiones con horizontes temporales más largos pueden encontrar financiación. Caso contrario, los proyectos productivos que requieren mayor tiempo de maduración no podrían encontrar financiación y quedarían sin ejecutarse, aún teniendo una rentabilidad atractiva.

En base a lo anterior, se puede decir que la liquidez del mercado de capitales influye sobre la tasa de ahorro de una economía (Buchieri, 2011).

La otra característica que se debe analizar es la profundidad del mercado de capitales.

5.1 DEFINICIÓN DE VARIABLES

Antes de pasar a describir los indicadores necesarios para cuantificar el desarrollo de un mercado de capitales, es importante definir algunas variables y conceptos que luego permitan una mejor comprensión de los datos. A continuación se exponen las variables más relevantes:

PIB: Valor de los bienes y servicios finales producidos por una economía en un cierto período de tiempo.

Capitalización bursátil: Valor de mercado de todas las compañías que cotizan en bolsa. Se obtiene multiplicando el precio de mercado por la cantidad de acciones en circulación. Permite hacer una estimación de cuánto valen todas las empresas que cotizan en la bolsa de un país.

Valor de las acciones comercializadas: se define como el número de acciones negociadas en un año multiplicado por el precio de mercado. Cabe aclarar que se consideran tanto las acciones domésticas como las extranjeras.

Cantidad de empresas listadas: número de compañías domésticas que cotizan en la bolsa.

Monto operado en renta fija: cantidad de instrumentos de renta fija comercializados por el precio de colocación.

Capitalización del mercado de bonos: número de bonos listados en la bolsa por el precio de venta. Se utiliza como medida del tamaño del mercado de renta fija.

Cantidad de sociedades emisoras de renta fija: indica el número de participantes en el mercado de renta fija, sin considerar al sector público. Se incluyen tanto las sociedades privadas como mixtas. Los datos se obtuvieron a partir de los informes anuales publicados por la FIAB.

En el próximo apartado, se definen los indicadores que se utilizan para cuantificar las dos características explicadas, diferenciando los índices utilizados para los instrumentos de renta fija, de los utilizados para caracterizar al mercado de renta variable.

5.2 INDICADORES DE LIQUIDEZ

Levine y Zervos (1998) utilizan dos medidas de liquidez, las cuales son utilizadas en la mayoría de los trabajos que buscan describir el grado de liquidez en el mercado de renta variable. A continuación se procede a caracterizar y explicar a los referidos índices.

Coefficiente del valor negociado o rotación de acciones: definido como el cociente entre el monto anual comercializado en acciones y el producto de la economía.

Cuanto más elevado sea dicho ratio, más líquido es el mercado, y por ende, hace referencia a un mercado más desarrollado.

Al dividir el valor comercializado por el PBI se mide el volumen de transacciones con respecto al tamaño de la economía, por lo tanto para que un país con un PBI elevado posea un mercado bursátil más líquido, deberá tener un elevado volumen de acciones negociadas.

Para calcular este índice se obtuvieron las series sobre volumen comercializado y PBI a partir de datos publicados por el Banco Mundial, ambas expresadas en dólares corrientes.

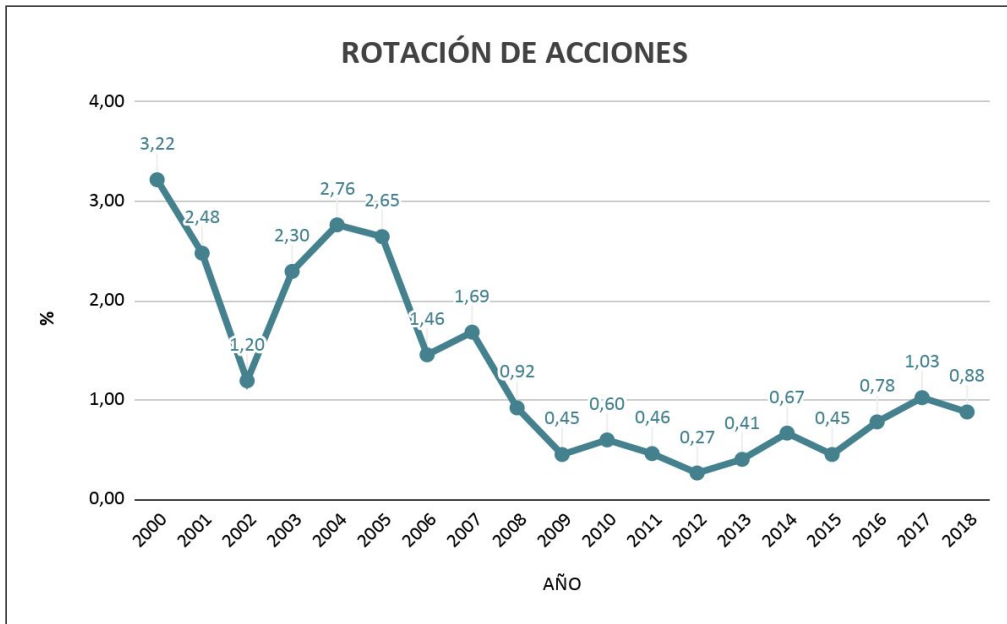
En el periodo analizado (2000-2018), Argentina posee un bajo índice de rotación de acciones.

La serie alterna crecimientos y decrecimientos, los cuales entre el año 2000 y 2009 son más pronunciados, como puede apreciarse en el **gráfico 2**. Pero la tendencia es una disminución en la rotación de acciones si se considera todo el periodo bajo análisis.

El valor más alto corresponde al año 2000, donde representa el 3,2%, pero a partir del año 2008 dicho indicador presenta valores que no superan el 1%, con la excepción del año 2017 donde el coeficiente de rotación de acciones presenta una leve recuperación.

En resumen, el valor negociado en acciones sólo representa entre el 3% y el 1% de la producción total de nuestro país.

Gráfico 2: Índice de rotación de acciones para Argentina. Expresado en porcentaje.



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

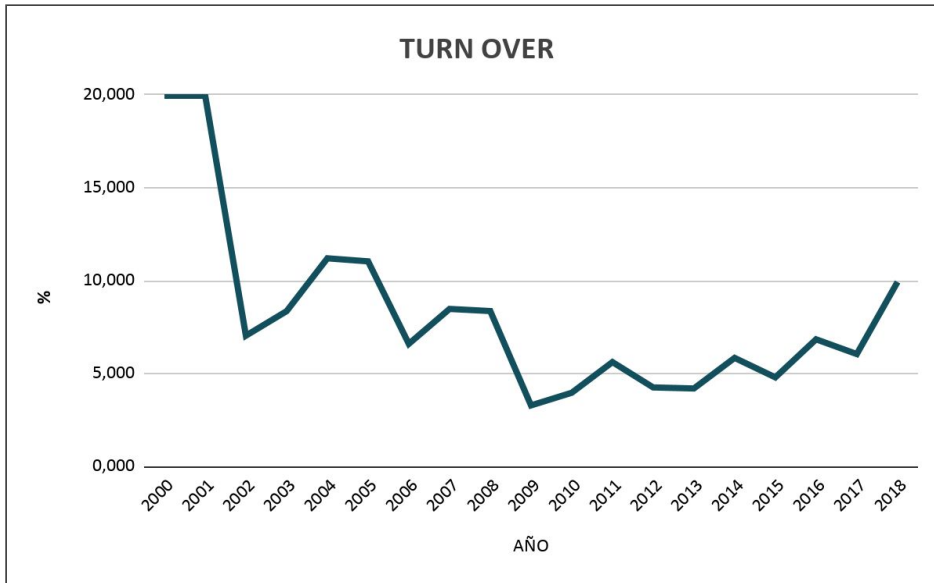
Coefficiente del volumen de operaciones o Turn Over: formado por la relación entre el valor total de las acciones comercializadas en la bolsa de un país y su capitalización bursátil. Indica qué porcentaje representa el volumen comercializado respecto al tamaño del mercado accionario.

En el caso del turn over, en el año 2000 y 2001 es muy cercano al 20%, pero para el resto del periodo analizado, a excepción de 2004 y 2005 no supera el 10%. La anterior descripción se corresponde con el **Gráfico 3**.

En el año 2009 se observa una reducción marcada en el indicador como consecuencia de la crisis internacional producida el año anterior. Luego, en el año 2010, se observa un incremento y en general la tendencia es hacia un aumento en el valor de dicho coeficiente, aunque no logra alcanzar los valores anteriores a la crisis. En el año 2018, el

turnover se encuentra próximo al 10%, siendo el máximo valor logrado luego de la crisis.

Gráfico 3: Índice Turn Over de Argentina. Expresado en porcentaje.



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

Para los valores de renta fija el indicador de liquidez que se utiliza se calcula como el cociente entre el volumen operado en instrumentos de renta fija y la capitalización del mercado de bonos.

El periodo analizado para el caso de los indicadores del mercado de renta fija es más corto que para los instrumentos de renta variable, a causa de la discontinuidad en la publicación de los datos o por no ser directamente comparables. Es por ello que en el **gráfico 4** sólo se muestra dicho indicador desde el año 2006 hasta el 2016.

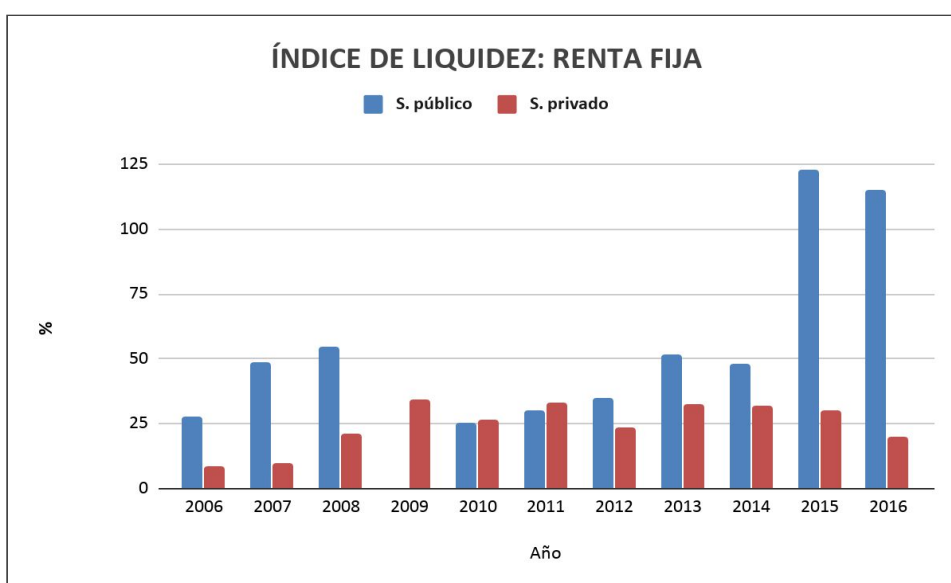
En primer lugar, el índice de liquidez en el sector público es superior al del sector privado, a excepción del año 2009, en donde se observa que dicho coeficiente es insignificante para el primer sector mencionado. Lo anterior se debe a que el monto operado por el sector privado creció un 16% entre el año 2008 y 2009, mientras que el sector público presenta una disminución del 100%. Sumado a lo anterior, la magnitud de la caída en la capitalización para el mercado de bonos es mayor en el sector privado.

Por lo tanto, los títulos públicos fueron más afectados por la crisis subprime que los bonos del sector privado.

El coeficiente de liquidez para el sector público presenta una tendencia creciente, aunque interrumpida por la gran caída en el año 2009.

A medida que el sector público logra mayor liquidez, en el sector privado disminuye. Si bien en algunos años el grado de liquidez es similar en ambos sectores, para el año 2016 solo representa el 20% contra el 115% para el sector público.

Gráfico 4: Índice de liquidez para el mercado de renta fija argentino. Discriminado por sector público y privado, expresado en porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FIAB.

Otra medida que permite cuantificar la liquidez del mercado de renta fija, es a través del cociente entre el monto operado en instrumentos de renta fija y el PBI.

El monto operado es la única serie cuyos datos de publican para la totalidad del período, por lo tanto el indicador se analiza desde el año 2002 hasta el 2018.

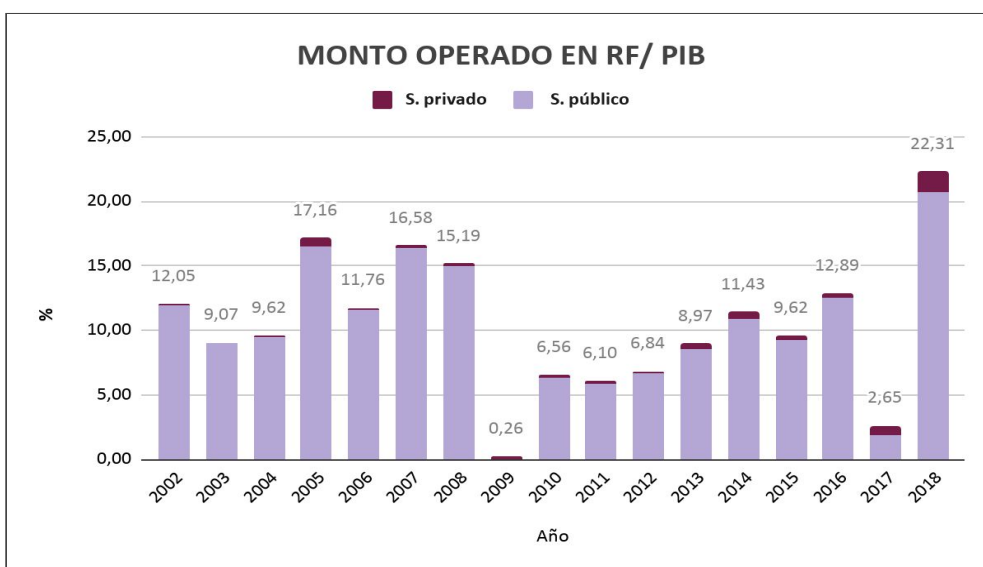
En el **gráfico 5** se muestra el indicador discriminado entre el volumen operado a cargo del sector público y el realizado por el sector privado. Cabe aclarar que el valor sobre las barras hace referencia al coeficiente de liquidez para la totalidad de los instrumentos de renta fija, es decir sumando el monto operado por el sector público y privado.

Como puede observarse en la altura de las barras, la participación que tienen las empresas privadas es insignificante. Si bien hacia el final del período el coeficiente asume valores más altos, el aporte que realiza dicho sector con respecto al PBI, es menor al 1% a excepción del año 2018 que representa el 1,6%.

En contraste, el sector público tiene un mayor dinamismo, aunque el referido coeficiente es bajo. Para describir su comportamiento, se puede dividir al horizonte temporal en dos tramos. El primero comprendido entre los años 2002 y 2008, donde el valor que asume el indicador es más estable, rondando entre el 9% y el 16,5%. Para el año 2009 la barra que representa al sector privado no puede observarse debido a una brusca caída en el monto operado en bonos (como ya se explicó para el anterior indicador), mientras que la caída en el PBI es más leve.

En el segundo tramo hay una tendencia positiva más marcada, logrando el valor más alto de todo el periodo en el año 2018 (casi el 30%).

Gráfico 5: Monto operado en el mercado de renta fija de Argentina como porcentaje del PBI. Discriminado por sector público y privado, y expresado en porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FIAB.

El monto operado en renta fija en algunos años representa entre 15 y 17 veces el monto operado en renta variable.

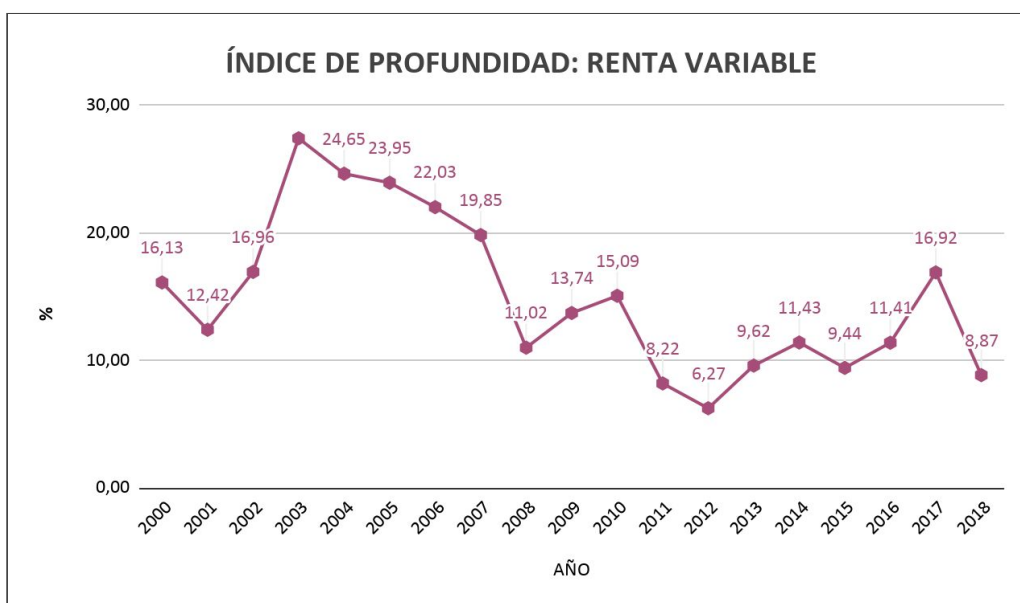
5.3 INDICADORES DE PROFUNDIDAD

El indicador de profundidad para el mercado de renta variable se confecciona realizando el cociente entre la capitalización bursátil doméstica y el PBI. En tanto que para el caso del mercado de renta fija se obtiene dividiendo la capitalización del mercado de bonos por el PBI.

Al analizar los datos sobre la profundidad del mercado de renta variable, **gráfico 6**, se observa que el valor más alto se da en el año 2003 con un porcentaje de alrededor de 27,5. En los años posteriores el coeficiente disminuye hasta llegar a representar el 11% en el año 2008.

Para la segunda mitad del periodo, el coeficiente asume valores aún más bajos. Es decir, que a excepción de algunos años (2014, 2016, 2017) la capitalización bursátil representa menos del 10% del PBI.

Gráfico 6: Índice de profundidad para el mercado de renta variable argentino. Expresado en porcentaje.



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

Como ya se explicó en párrafos anteriores, al describir el índice de liquidez para el mercado de renta fija, sólo se dispone de datos para el periodo 2006-2016.

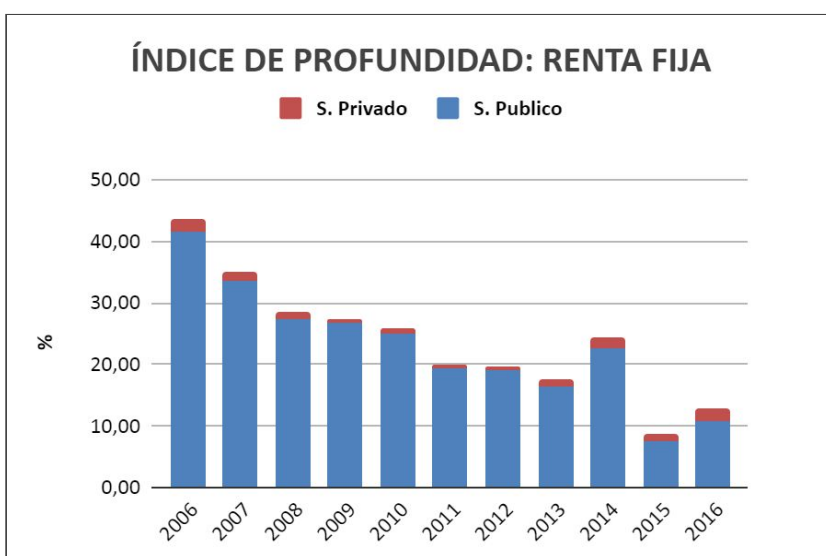
Como muestra el **gráfico 7** el indicador de profundidad para el mercado de renta fija presenta una tendencia negativa. El año 2006 se corresponde con el coeficiente más alto del periodo analizado (alrededor del 44%).

Otro punto a destacar es la caída de dicho indicador en el año 2015, explicada por una reducción en el valor de la capitalización de mercado para los valores de renta fija (-32,5%).

También es posible apreciar en el **gráfico 7** que casi la totalidad de la profundidad alcanzada por los instrumentos de renta fija, viene explicado por el sector público.

A modo de ejemplo del 44% que asume el coeficiente en el año 2006, el sector público explica el 41,6%.

Gráfico 7: Índice de profundidad: mercado de renta fija de Argentina. Expresado en porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FIAB.

Si se compara la profundidad del mercado de renta variable con la de renta fija, el valor del coeficiente para el segundo mercado es mayor, entre el 2006 y 2016. En algunos

años la diferencia es más del doble, por ejemplo en el año 2008 es del 28,4% para renta fija y 11% para renta variable. Hacia el final del período los coeficientes tienden a igualarse.

En base a lo analizado respecto a la profundidad del mercado de capitales, se destaca el mayor desarrollo en los instrumentos de renta fija, y dentro de ellos, los pertenecientes al sector público. Por lo tanto, la escasa profundidad que exhibe del mercado de renta variable en Argentina, indica la baja concurrencia de las empresas para financiarse mediante el mercado de capitales.

Los indicadores desarrollados hasta el momento hacen referencia al mercado secundario, es decir aquel en donde se comercializan los valores ya emitidos. Si bien el mercado primario es el que permite la canalización directa del ahorro hacia la inversión productiva, el mercado secundario cumple un rol vital en la provisión de liquidez, atributo necesario para el desarrollo del mercado de capitales.

En el mercado primario se negocian las nuevas emisiones de valores, es la primera venta de los valores emitidos. Dado que quienes emiten estos valores son las empresas o el sector público, el monto obtenido por dicha comercialización pasa a formar parte íntegramente de la financiación de las empresas (en el caso de valores emitidos por el sector privado).

Por lo tanto, se considera relevante analizar algunas variables que refieren al mercado primario.

Cantidad de empresas que cotizan en bolsa (listadas): para poder cuantificar la profundidad del mercado accionario es importante analizar cuántas empresas conforman el mercado de renta variable, y cómo ha sido el movimiento de entrada de nuevas empresas y salida de las existentes.

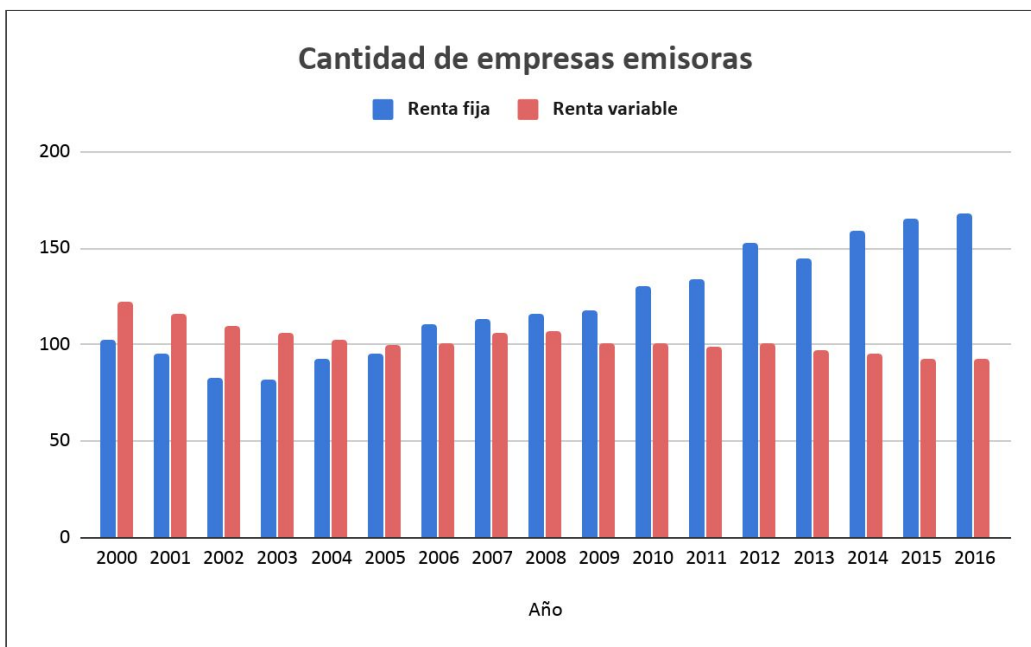
El período analizado comienza con la mayor cantidad de empresas cotizantes, 122, y luego empieza a reducirse. Actualmente, en octubre de 2019 hay 93 empresas listadas, número que se ha mantenido desde el año 2015.

Apenas 104 firmas, cuando eran 364 en 1972. En la última década, 23 compañías dejaron de cotizar y 12 ingresaron. En su gran mayoría aducen problemas de financiamiento (Infobae, 25 de agosto de 2014)

Cantidad de sociedades con emisión de renta fija: respecto a la cantidad de participantes en el mercado de renta fija, se consideran solamente las sociedades privadas y mixtas. El periodo analizado comprende desde el año 2000 hasta el 2016 a causa de la inexistencia de datos para años posteriores.

En el año 2000 existen un total de 103 sociedades, en los años posteriores se reduce la cantidad, hasta llegar a 83 compañías en el año 2003. A partir de allí, como puede apreciarse en el **gráfico 8**, crece el número de participantes en el mercado de renta fija, totalizando 168 sociedades en el año 2016.

Gráfico 8: Cantidad de empresas argentinas emisoras. Discriminadas entre renta fija y renta variable.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FIAB.

Si se realiza una comparación entre la cantidad de empresas que participan en el mercado de renta variable respecto al de renta fija, se observa que para el primer mercado existe una tendencia hacia la disminución en la cantidad de participantes, mientras que en el de renta fija la tendencia es hacia una mayor cantidad de participantes.

Emisión de renta fija por parte del sector privado como porcentaje de la emisión total:

Otra de las razones que es importante analizar, tiene que ver con la importancia que tiene la emisión de títulos de deuda privada respecto a la emisión de deuda total (pública y privada).

Este indicador se obtiene dividiendo el valor de las nuevas emisiones de deuda por parte de las empresas privadas y mixtas, sobre el monto total de nuevas emisiones de deuda (sociedades privadas más instituciones públicas).

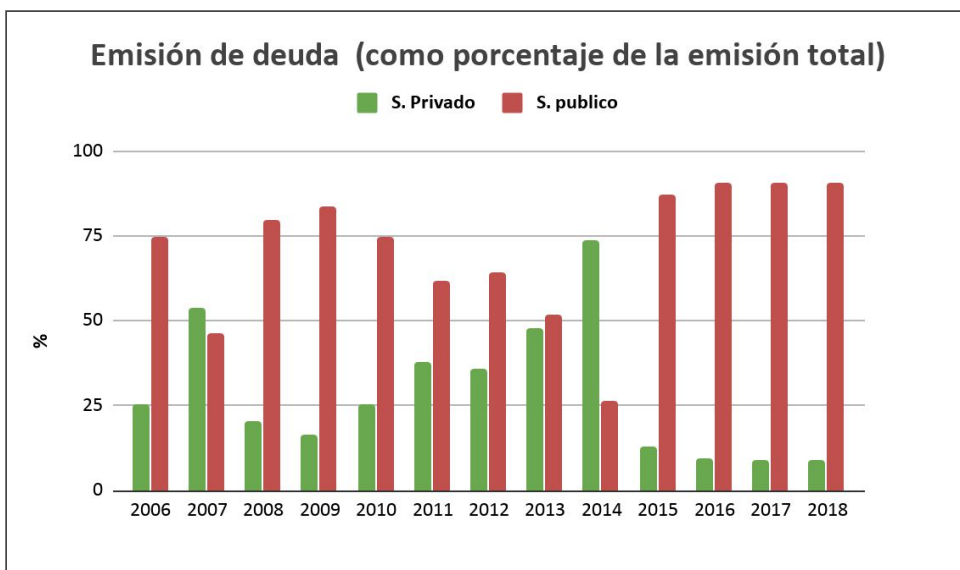
En el **gráfico 9** se destaca el año 2014 con el valor más alto que asume el coeficiente para la serie comprendida entre los años 2006-2018. En ese año las nuevas emisiones de títulos de renta fija por parte de sociedades privadas y mixtas representaron el 73,5% del total de las nuevas emisiones.

En general se observa una elevada participación del sector privado en el mercado de renta fija, pero a partir del año 2015 se observa una disminución de la misma. En los últimos tres años del periodo analizado, la participación del mencionado sector ronda en el 9%, al mismo tiempo que crece la emisión de títulos públicos.

El sector público mantiene una elevada presencia en la emisión de nueva deuda a lo largo de todo el período, por ejemplo en 2009 supera el 80%. A la vez que siempre supera la participación del sector privado, excepto en 2007 y 2014.

Cuando la participación del sector privado disminuye, hacia el final del periodo, la participación del sector privado alcanza valores superiores al 90%.

Gráfico 9: Nuevas emisiones de renta fija como porcentaje de las nuevas emisiones de deuda total en Argentina. Discriminado por sector público y privado.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FIAB.

Es importante destacar que los instrumentos que representan las principales fuentes de financiación para empresas Argentinas, a los cuales se hizo referencia en el punto 4.1, tienen muy poca participación en el volumen comercializado en el mercado de capitales. A modo de ejemplo, según el informe anual del IAMC, en el año 2008 el valor negociado en títulos públicos representó el 72,5 % del total negociado en el mercado de capitales, mientras que las acciones aportaron alrededor del 9% al valor total.

En tanto que en 2018, la participación de los títulos públicos fue del 81% y de las acciones sólo un 5%.

Se observa un incremento de la participación de los títulos públicos y una disminución del porcentaje para las acciones, pero en general se mantiene la baja participación de las acciones en el volumen total negociado.

Estos datos, sumados al análisis de los indicadores realizado en párrafos anteriores, confirman la poca relevancia del mercado de capitales en Argentina como proveedor de fondos para llevar a cabo las inversiones requeridas por la economía real. Por lo tanto las empresas se encuentran restringidas a la capacidad de financiación propia, lo que se traduce en limitaciones al crecimiento económico y en la generación de empleo.

6. COMPARACIÓN DE RESULTADOS

Al igual que cuando se clasifica a un país en desarrollado o subdesarrollado, es necesario compararlo con otro país, de igual manera para determinar cuán desarrollado está el mercado de capitales argentino es necesario compararlo con otro mercado de capitales.

Para llevar a cabo esta tarea se eligió a Chile porque se considera uno de los países latinoamericanos que presenta el mercado de capitales más desarrollado (Brugger y Ortiz, 2011), y en base a la clasificación de Morgan Stanley Capital Internacional, tanto Argentina como Chile se consideran mercados emergentes.

“Dentro de América Latina, sólo Chile exhibe niveles de profundidad comparables con los de otras regiones” (Manuelito y Jimenez, 2010:22)

Morgan Stanley Capital Internacional elabora los índices denominados MSCI que permiten clasificar a los países según el desempeño de su mercado de capitales en: mercado desarrollado, mercado emergente y mercado frontera.

Los MSCI se construyen en función del riesgo y el retorno esperado en el mercado de capitales del país considerado. Reflejan el valor de las compañías que cotizan en la bolsa, y dado que se construyen respetando la misma metodología es posible realizar comparaciones entre países.

El índice MSCI Argentina permite medir la performance de grandes y medianas empresas del mercado de capitales argentino, las 8 empresas que lo conforman cubren aproximadamente el 85% del total de renta variable en Argentina (MSCI Argentina Index).

En el año 2009, a causa de la restricción al flujo de capitales, nuestro país descendió a la categoría de mercado frontera. A partir de la revisión del MSCI que se realiza trimestralmente, en mayo del corriente año, Argentina ascendió a la categoría de mercado emergente.

Argentina se suma así al grupo de países latinoamericanos que ya formaban parte del grupo de mercado emergente: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Telam

En los apartados siguientes se realiza la comparación entre Argentina y Chile, respetando la estructura utilizada para la descripción del mercado de capitales argentino.

6.1 INDICADORES DE LIQUIDEZ

Tanto el monto operado en acciones como en instrumentos de renta fija es superior en Chile.

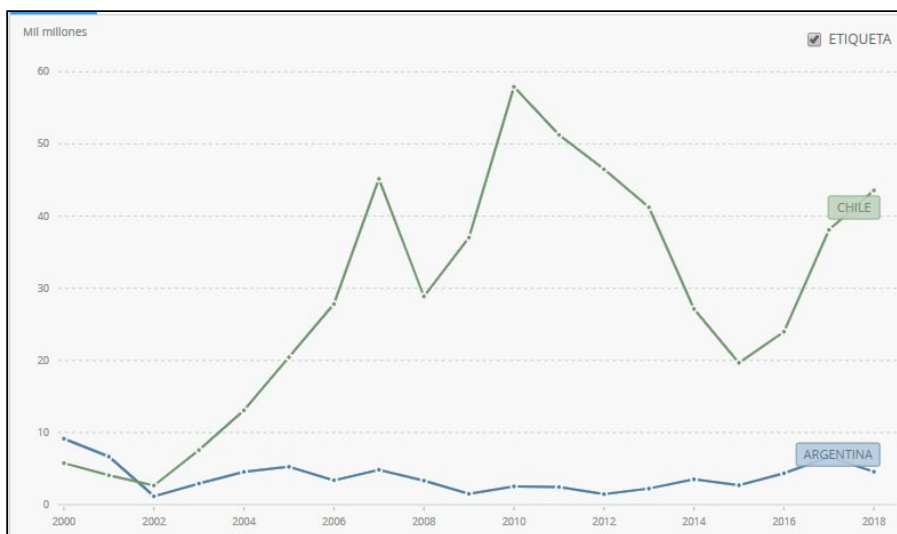
A partir de los datos publicado por el Banco Mundial, en el año 2000 el valor de las acciones negociadas en Argentina es de 9.146 millones de dólares (mínimo valor de la serie), en tanto que en Chile el monto operado asciende a 5.764 millones de dólares. Como exhibe el **gráfico 10**, el monto operado en ambos países presenta una tendencia negativa hasta el 2002, año a partir del cual el valor negociado en Chile comienza a crecer a un ritmo acelerado, superando al indicador de nuestro país.

En el año 2004, el monto operado en acciones en el mercado de capitales chileno es aproximadamente el triple del monto operado en Argentina. La diferencia va creciendo hasta llegar a ser 32 veces mayor en el año 2012.

En 2010 Chile alcanza un máximo de 57.925 millones de dólares en el valor operado en acciones, en contraposición en Argentina sólo se negocian acciones por un monto de 2.545 millones de dólares.

En el año 2002, en nuestro país se reporta el menor valor negociado en acciones. A partir de allí la serie no logra superar el techo de 5 mil millones, recién en 2017 se produce el máximo de la serie con 6.593 millones negociados, aunque no recupera los valores anteriores a la crisis económica del 2001.

Gráfico 10: valor de las acciones negociadas en Argentina y Chile. Expresado en mil millones de dólares.



Fuente: Banco Mundial

Al igual que para el caso argentino, en Chile el monto operado en renta fija por parte del sector público es mayor al operado por parte de las empresas.

Ambos países se caracterizan por la preponderancia de títulos públicos en el mercado de renta fija, pero en Argentina para algunos años el monto operado por parte del sector público llega a ser 100 veces lo operado por el sector privado. A modo de ejemplo en 2007 es 112 veces y en 2016 es 32 veces. Mientras que en Chile dicho monto no alcanza a triplicar lo operado por el sector privado. Lo expuesto muestra la mayor presencia de las empresas en el mercado de renta fija para el caso chileno.

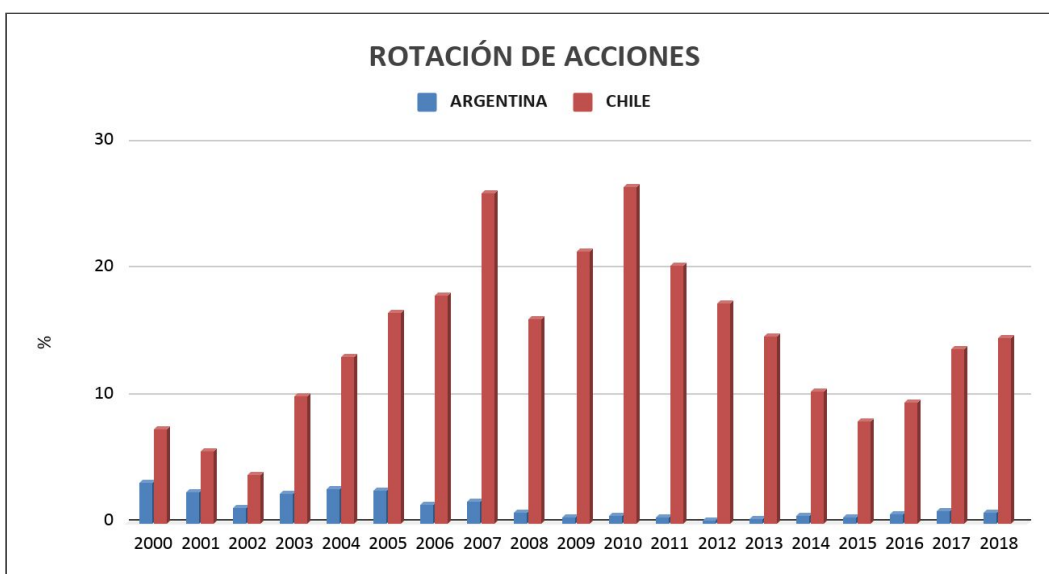
A continuación se procede a describir para Chile, algunos de los coeficientes estudiados para el caso argentino, por lo tanto no se describe la forma de cálculo, por haberlo efectuado en los apartados 5.2 y 5.3.

Rotación de acciones: El gráfico 11 compara el índice entre Argentina y Chile. Se puede apreciar la diferencia entre los dos países, sobre todo hacia la mitad del periodo, donde el coeficiente va disminuyendo en Argentina, mientras que crece en Chile.

El valor más bajo que asume el indicador en Chile, se presenta en el año 2002 (3,8%), pero alcanza valores por encima del 26%. Si bien sigue siendo un porcentaje bajo, recordemos que en Argentina no supera el 3%.

Hay que tener en cuenta que el PBI de Argentina es aproximadamente el doble del PBI Chileno, y si se añade que el monto operado en el país vecino es desde 3 a 32 veces mayor que el valor comercializado en Argentina, da como resultado un muy bajo índice de rotación de acciones para nuestro país.

Gráfico 11: índice de rotación de acciones para Argentina y Chile. Expresado en porcentaje.



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

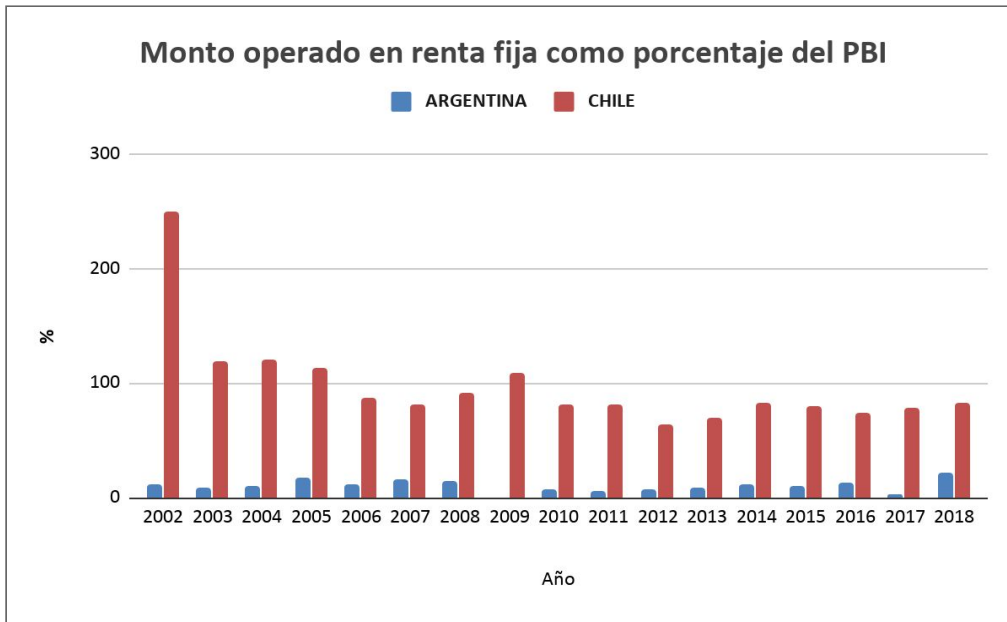
El **gráfico 12** muestra el valor operado en renta fija como porcentaje del PBI, haciendo la comparación entre Argentina y Chile. Dicho cociente es mucho más alto en Chile, los valores van desde el 60% al 120%. En Argentina el porcentaje más alto es del 22%.

Las diferencias se deben tanto al menor valor operado en el mercado de renta fija, como al mayor PBI en Argentina.

Al igual que en nuestro país, la mayor contribución al monto operado en renta fija en Chile, es aportado por el sector público. Aunque la brecha entre el indicador para el sector público y el privado, se va acortando entre los años 2011 y 2016, para luego

ampliarse nuevamente. Por ejemplo, en el año 2015 el coeficiente para el sector público es de 40% y para el sector privado de 39%.

Gráfico 12: valor total operado en instrumentos de renta fija como porcentaje del PBI. Argentina y Chile.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la FIAB.

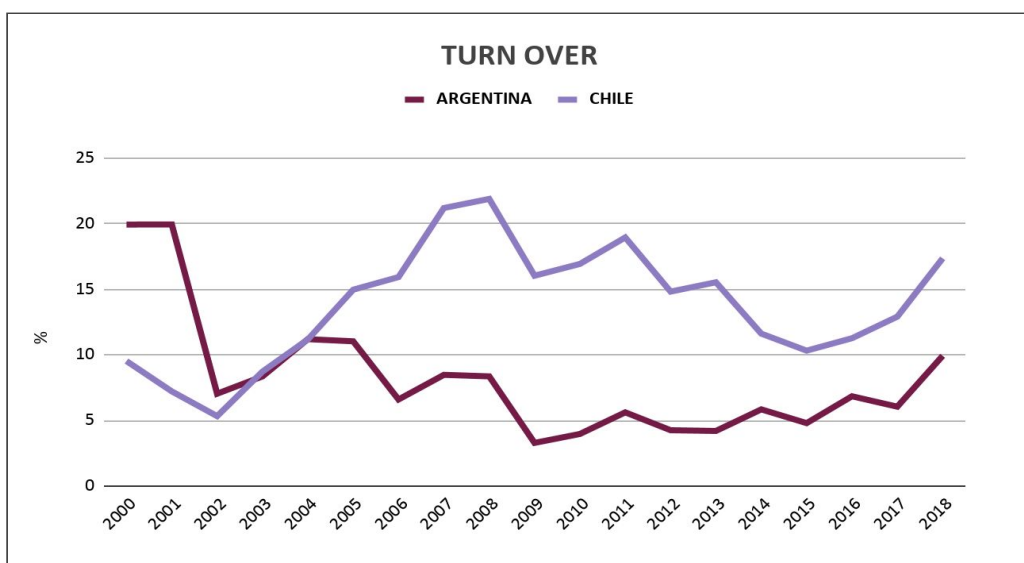
El **gráfico 13** muestra el turn over (mercado de renta variable) para Chile y Argentina. Aquí se puede apreciar que en los dos primeros años del periodo bajo estudio, el indicador es mayor en nuestro país, luego se igualan (2003, 2004), y en los siguientes años comienza a despegarse el índice chileno.

Nuestro país presenta una caída importante en el año 2002, lo cual es consecuencia de la crisis que sufrió nuestro país en el 2001. En los años siguientes logró recuperarse lentamente, pero es afectado nuevamente por la crisis internacional del 2008. Esta vez la recuperación es más lenta. Chile, en cambio, parece que fue menos afectado por la crisis.

A grandes rasgos, se observa que a partir del año 2006, las tendencias del indicador son similares en ambos países, aunque más suavizada para el caso de Argentina.

El valor más alto para Chile es 22% (año 2008), mientras que en Argentina es del 20% (2000). Si analizamos la tendencia para el periodo completo, Chile presenta un incremento en el valor de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil de 0,82 puntos (82%), mientras que en Argentina dicha relación disminuye en 0,5 puntos (50%).

Gráfico 13: Turn over para instrumentos de renta variable en Argentina y Chile. Expresado como porcentaje.



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

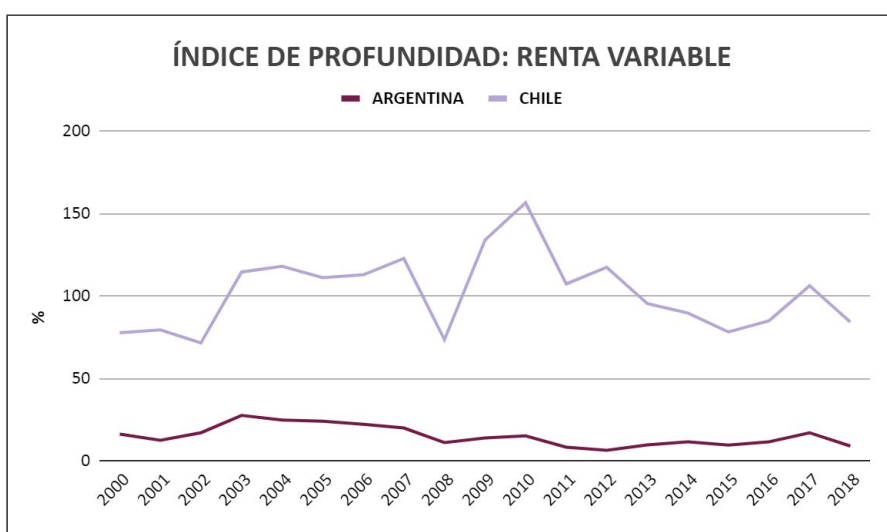
6.2 INDICADORES DE PROFUNDIDAD

El índice de profundidad para el mercado de renta variable es superior en Chile. Para el mencionado país se observa que el coeficiente de profundidad crece para el periodo comprendido entre el 2000 y 2010, pero a partir de este año la tendencia es decreciente. En Argentina, en cambio presenta una disminución en la profundidad del mercado de renta variable, en el periodo analizado.

La capitalización bursátil como porcentaje del PBI oscila entre 73% y 156% para Chile, mientras que en Argentina representa entre el 6% y 27%.

A modo de referencia, el índice de profundidad a nivel mundial en el año 2018 es aproximadamente el 93% y si en cambio consideramos los países de América Latina y el Caribe es del 40%.

Gráfico 14: índice de profundidad de renta variable para Argentina y Chile. Expresado en porcentaje.



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

Cantidad de empresas que cotizan en bolsa: Chile al igual que en nuestro país presenta una tendencia hacia la reducción de la cantidad de empresas. Cuenta con 260 empresas listadas en el año 2000, y para el año 2018 se reducen a 205.

La cantidad de participantes en Argentina para el mercado de renta variable se encuentra por debajo de la mitad de los participantes para el caso de Chile.

Un dato interesante es la concentración del mercado de renta variable, la que se puede analizar en función del monto operado o de la capitalización bursátil.

En 2018 las 10 sociedades domésticas con mayor capitalización bursátil, en Argentina concentran el 65% de la capitalización bursátil doméstica, mientras que en Chile concentran el 43%. Si se considera el periodo comprendido entre 2008 y 2018, en Argentina hay una clara tendencia hacia la menor concentración en el mercado de renta variable, mientras que en Chile permanece relativamente estable.

Si en cambio se analiza el monto operado de las 10 sociedades domésticas más comercializadas como porcentaje del monto total operado en acciones domésticas, la concentración del mercado es superior en Argentina, durante todo el periodo considerado. En Chile dicho ratio representa entre el 48% y 60%, mientras que en Argentina oscila entre el 53% y el 83% aproximadamente.

La serie comienza el periodo con una tendencia creciente, es decir hacia una mayor concentración, pero a partir de 2015 sufre una considerable caída. En cambio Chile mantiene una participación más estable, con oscilaciones más suaves.

Concentración del mercado de renta fija: Se mide como el monto operado de los 10 instrumentos de renta fija más negociados, considerando sector público y privado, como porcentaje del monto total operado en el mercado de renta fija.

Argentina presenta un mercado de renta fija más concentrado que Chile. Sin embargo entre 2008 y 2018, la tendencia es hacia una menor concentración en dicho mercado. Por el contrario, Chile muestra una tendencia hacia una mayor concentración.

A modo de ejemplo, en el año 2008 los 10 instrumentos de renta fija más comercializados representan el 81% del total operado en renta fija en Argentina y en Chile sólo el 14%. En 2018 estos montos representan el 53% y 35% para los respectivos países.

6.3 CAUSAS DEL SUBDESARROLLO EN EL MERCADO DE CAPITALS

Los factores que determinan el limitado desarrollo de los mercados de capitales en América Latina, se pueden clasificar en tres grandes grupos: factores macroeconómicos, microeconómicos y estructurales (Manuelito, S. y Jimenez, L. 2010).

Uno de los factores macroeconómicos más importantes es la inestabilidad de la economía, lo que se agrava por la falta de políticas económicas de largo plazo. Bajo un escenario incierto y con reglas de juego cambiantes, es muy difícil que se lleven a cabo inversiones.

Una característica que comparten los países latinoamericanos es el elevado déficit fiscal, el cual obliga a los países a emitir deuda pública. Si bien los títulos públicos son importantes para el logro de un mercado de capitales desarrollado, los altos niveles de deuda pública compiten con el financiamiento disponible para la inversión real.

En cuanto a los factores microeconómicos, se puede mencionar la falta de educación y el desconocimiento por parte del ciudadano común sobre el mercado de capitales. Además, la estructura familiar de las empresas se traduce en la resistencia, por parte de los dueños, a la apertura y control de sus empresas por parte de terceros.

El funcionamiento de los sistemas financieros actuales, se basan en el uso intensivo de tecnologías de información y comunicaciones. Un factor estructural es el rezago en la infraestructura que caracteriza a los países Latinoamericanos, lo que ocasiona un desigual acceso a los servicios brindados por el mercado de capitales.

Según un artículo publicado por Pablo Ponce, en DolarSi el 20 de septiembre de 2017, “sólo el 1% de los argentinos invierte en el mercado de capitales”.

En base a la experiencia del autor, identifica a la inestabilidad política y económica, a la falta de confianza en el sistema financiero y a la falta de educación bursátil como causantes de la limitada participación.

7. CONCLUSIONES

Para lograr un mayor nivel de empleo y en consecuencia incrementar el bienestar para la sociedad, es necesario promover la producción, es decir generar crecimiento económico. La acumulación de capital permite un mayor crecimiento económico, pero se requiere de un vaso comunicante entre el ahorro y la inversión productiva. En este punto, entra el mercado de capitales, como intermediario entre quienes poseen excedente de dinero y quienes tienen necesidades de financiación.

En el presente trabajo se adopta la postura de que el desarrollo del mercado de capitales favorece el crecimiento económico, al canalizar el ahorro, reducir los costos de transacción y eliminar la información asimétrica.

En nuestro país los principales instrumentos que utilizan las empresas para financiarse son los fideicomisos financieros, las obligaciones negociables y las acciones.

Si se considera la totalidad de instrumentos comercializados en el sistema financiero, los títulos públicos son los que presentan mayor participación, luego se encuentran las cauciones y pases, en tercer lugar las acciones y con menor participación, las obligaciones negociables.

Las acciones y las obligaciones negociables, son los únicos instrumentos de los mencionados en el párrafo anterior que canalizan de forma directa el ahorro hacia actividades productivas. A partir del análisis realizado, se pone en evidencia que las acciones sólo representan alrededor del 5% del total negociado en el sistema financiero.

Para determinar el desarrollo alcanzado por el mercado de capitales, es necesario describir la profundidad y liquidez del mismo, lo cual se lleva a cabo a través de diferentes indicadores.

Al describir estos indicadores para el caso de Argentina, las conclusiones a las que se arriban son las siguientes:

Liquidez

El valor negociado en acciones en la última década no representa más del 1% de la producción de nuestro país. Mientras que el volumen operado como porcentaje de la capitalización bursátil se encuentra por debajo del 10%.

El mercado de renta fija posee mayor liquidez que el mercado de renta variable, tanto si se analiza como el monto operado sobre el PBI o como porcentaje de la capitalización de mercado. En algunos años, el monto operado en renta fija es entre 15 y 17 veces mayor al monto operado en renta variable.

Dentro del mercado de renta fija, si diferenciamos los instrumentos pertenecientes al sector público y al sector privado, el sector privado presenta mayor liquidez.

Profundidad

Tanto el mercado de renta fija como variable, presenta una tendencia hacia una menor profundidad. La capitalización bursátil representa menos del 10% del PBI, a partir del año 2011.

Al igual que para los indicadores de liquidez, la mayor profundidad la exhiben los instrumentos de renta fija, llegando a ser más del doble, la diferencia entre los referidos coeficientes para algunos años. Además, esa mayor profundidad viene explicada casi en su totalidad por bonos emitidos por el sector público.

Si se analiza la cantidad de participantes, se observa una mayor participación en el mercado de renta fija, si bien al inicio del periodo los participantes en el mercado de renta variable y fija eran similares.

Otro dato relevante hace referencia a la elevada presencia del sector público en la emisión de nueva deuda, sobre todo en los últimos 4 años, donde los bonos emitidos por este sector superan el 90% de la emisión total en instrumentos de renta fija.

Para poder determinar cuán desarrollado está el mercado de capitales en Argentina, se lo compara con el mercado de capitales de Chile. La elección se basa en que dicho mercado se considera como uno de los más desarrollados en América Latina.

Además, según la clasificación de MSCI, Chile es considerado un mercado emergente, categoría en la que también se encuentra Argentina a partir de mayo del corriente año.

En la última década, en Chile el monto operado en acciones es entre 5 a 25 veces el monto operado en Argentina.

El mercado de capitales de Chile presenta mayor liquidez y profundidad que el argentino. De donde se destaca la mayor liquidez y profundidad en el mercado de renta fija, para ambos países.

El monto negociado en acciones como porcentaje de la capitalización bursátil en los últimos 20 años, presenta una variación positiva del 82% para Chile, mientras que en Argentina se desploma un 50%.

En 2018 el índice de profundidad del mercado de renta variable en Argentina (9%) se encuentra por debajo del índice para países de América Latina y el Caribe (40%) y muy por debajo de Chile (84%).

Ambos países se caracterizan por la predominancia de los títulos públicos en el mercado de renta fija. Pero en Chile, ésta mayor participación no alcanza a triplicar al sector privado, mientras que en nuestro país llega a ser 100 veces lo operado por el sector privado.

El párrafo anterior muestra que en Chile las empresas mantienen una mayor presencia en el mercado de renta fija, mientras que en nuestro país el predominio del sector público puede estar absorbiendo financiamiento en detrimento de las inversiones de las empresas.

La cantidad de participantes en el mercado de renta variable fue disminuyendo para ambos países, aunque el mercado chileno duplica la cantidad de participantes respecto a nuestro país. Tanto si se considera la capitalización bursátil como el monto operado, Argentina presenta un mercado de renta variable más concentrado que Chile.

El mercado de renta fija también es más concentrado en Argentina, aunque presenta una tendencia hacia la disminución de la concentración, mientras que para Chile va en aumento.

En síntesis, el mercado de capitales en Argentina presenta muy poca liquidez y un bajo nivel de profundidad. Tanto el mercado de renta fija como el de renta variable exhiben

una alta concentración, al tiempo que se destaca la elevada participación del sector público dentro del mercado de renta fija.

Las características del mercado de capitales argentino, elevan los costos de adquirir financiación, reducen la diversificación del riesgo y se producen ineficiencias en la asignación de recursos, ya que muchos proyectos rentables quedan sin ejecutarse.

Por lo tanto, el mercado de capitales en nuestro país es poco relevante a la hora de proveer fondos para llevar a cabo las inversiones requeridas por la economía real, lo que implica que las empresas se encuentran restringidas a la capacidad para generar reinversiones de sus propias ganancias, donde las más perjudicadas son las PYMES.

Todo ello se traduce en limitaciones al crecimiento económico y a la generación de empleo.

Como posibles causas del limitado acceso de los argentinos al mercado de capitales, se mencionan la inestabilidad económica y política, la falta de educación bursátil y la desconfianza en el mercado de capitales, el rezago en la infraestructura de tecnología informática y telecomunicaciones y el elevado peso de la deuda pública, entre otros.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Ayerbe, G., Blanco, M. y Bongiorno, M. “*Situación del mercado de capitales en Argentina*”. Subsecretaría de Servicios Financieros, Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.
- Baiguera Müller, M. (2017). “Mercado de capitales argentino: Análisis sobre el grado de desarrollo relativo, en referencia a los países del Mercosur”.
- Banco Mundial. URL <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=AR-CL-BR>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. URL <https://www.bolsar.com/Vistas/Investigaciones/PaginaCapitalizacionEmpresas.aspx> (Última entrada)
- Brugger, Samuel y Ortiz, Edgar (2011). “*Mercados accionarios y su relación con la economía real en América Latina*”. Revista Problemas del Desarrollo, 168 (43).
- Buchieri, F. (2011). “*Desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico. Teoría y evidencia empírica hasta la presente crisis financiera internacional*”. Ciencias económicas 9.01. pág. 11-39.
- Buchieri, F., Pereyra, A. y Mancha, T. (2012). “*Contribuciones del desarrollo financiero al crecimiento económico: Aspectos teóricos y empíricos de largo plazo*”. Serie documentos de trabajo 03/2012. Instituto Universitario de Análisis Económico y Social.
- Comisión Nacional de Valores. URL <http://www.cnv.gov.ar>
- Dapena, J. (2009). “*Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina*”. Documentos de trabajo 393. Universidad del CEMA.
- Farias, J., Deseda, C., Moya, A., Castillo, T. y Teixeira, D. (2019) “*Bolsas de Valores en América Latina: descripción del mercado e importancia en el desarrollo de los países*” Rendivalores- Casa de Bolsa. URL

<http://rendivalores.com/pdf/reportes/Mercado%20de%20Valores%20Latinoamerica.pdf>

- Federación Iberoamericana de Bolsas. URL https://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte_anual
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales. URL <https://www.iamc.com.ar/informesanuales>
- Lanteri, L. (2014). “Indicadores del mercado accionario y actividad económica. *Alguna evidencia para la Argentina*”. Ensayos Económicos, núm. 70, pág. 83-108. Editorial: BCRA. http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Investigaciones/70_Lanteri.pdf
- Manuelito, S. y Jimenez, L. (2010). “*Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo*”. Macroeconomía del desarrollo 107- CEPAL.
- Manuelito, S. y Jimenez, L. (2011). “*América Latina: Sistemas financieros y financiamiento de la inversión. Diagnósticos y propuestas*” Revista CEPAL 103.
- Ponce, Pablo (20 de septiembre de 2017). “*¿Por qué apenas el 1% de los argentinos invierte en el mercado de capitales*”. URL <https://www.dolarsi.com/mercado-de-capitales-argentinos/>
- Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus (2004). “*Principios de inversiones*”. McGraw-Hill. Quinta edición.