

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACION EN FINANZAS**

Tema: Análisis de la estructura del mercado de capitales argentino y su comparación a nivel latinoamericano.

Autor: Manuel Tevas.

Tutor: Santiago Jove

Director: Adrián Tarallo

Mayo 2021

Resumen

El mercado de capitales nace y se constituye con el principal propósito de ser el nexo entre las empresas que requieren fondos para financiar su actividad, y los inversores que buscan rentabilidad. Para ello, los agentes económicos exigen que sus inversiones tengan requerimientos mínimos de seguridad jurídica, estabilidad y rentabilidad. Esto ha sido particularmente difícil para un país tan volátil y con ciclos económicos tan amplios como la Argentina.

Entendiendo al mercado de capitales como un actor central en el sistema financiero de un país, a través del presente trabajo se busca analizar la estructura del mercado de capitales argentino, su historia, sus partes intervinientes, las alternativas de inversión y financiamiento disponibles y su comparación a nivel latinoamericano.

Será desafío de los actuales y futuros gobernantes estimular el ahorro y la inversión productiva de la economía argentina e incentivar la intermediación financiera en el marco del mercado de capitales en vistas de lograr un desarrollo económico sustentable que mejore el nivel de vida de sus ciudadanos.

Palabras claves

Mercado de capitales: ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

Mercados: sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia del citado organismo las actividades afines y complementarios compatibles con el desarrollo de ese fin.

Valor negociable: título valor emitido que, por su configuración y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Ejemplos de lo mencionado lo constituyen las acciones, bonos, Cedears, obligaciones negociables y cheques de pago diferido, entre otros.

Índice

Cap. I: Introducción.....	3
Cap. II: Marco Teórico.....	4
Cap. III: Fundamentos Teóricos	6
Cap. IV: El Mercado de capitales argentino: breve reseña histórica	7
Cap. V: La estructura del mercado de capitales en Argentina	9
Cap. VI: Los principales instrumentos de inversión	10
Cap. VII: Dinámica del mercado de capitales argentino	11
Cap. VIII: Principales mecanismos de financiamiento empresario.....	13
Cap. IX: Estructura de los mercados especializados en financiamiento empresario.....	14
Cap. X: La comparación del mercado de capitales argentino a nivel latinoamericano	16
Cap. XI: Conclusión	21
Anexo	22
Bibliografía	24

I. Introducción

Se podría conceptualizar al mercado de capitales como un mercado donde se negocian títulos valores con cotización pública de corto y largo plazo, entre otros instrumentos financieros. Los inicios de la intermediación financiera se ubican en las civilizaciones antiguas, pero es recién en el siglo XVI donde comienzan a tomar mayor notoriedad las herramientas de financiamiento de empresas y gobiernos, utilizando emisiones de capital y de deuda (Dapena, 2009).

Uno de los principales objetivos del mercado de capitales es la transferencia de fondos desde los ahorristas (individuos y empresas superavitarias de fondos) hacia los agentes económicos que, por cuestiones estratégicas o temporales, precisan dichos fondos para financiar su actividad. Sin duda el mercado de capitales ha sido un enorme motor de financiamiento para las empresas, fundamentalmente en los países desarrollados donde, tanto el alcance como los instrumentos y las alternativas disponibles para el financiamiento, están muy extendidos en la práctica y ampliamente difundidas en la educación financiera.

El mercado de capitales es fundamental en cuanto cumple diferentes funciones en la economía, siendo la principal el de ser el canalizador del ahorro hacia la inversión productiva, fundamentalmente logrando el financiamiento de empresas locales, en tanto sea una institución que provea flexibilidad para generar instrumentos de financiación claves para atenuar las crisis estructurales. La transparencia en la operatoria bursátil y su auditabilidad se constituye como un mecanismo sencillo para que los gobiernos aumenten sus ingresos por medio de la recaudación impositiva. Por último, podemos mencionar que los mercados de capitales hacen las veces de “termómetros” de la economía, donde mientras se expande la actividad económica y se desarrollan círculos virtuosos en la economía, los índices bursátiles y los bonos soberanos muy probablemente tendrán un desempeño destacable expresando el humor de los inversores locales e internacionales.

Teniendo en cuenta la relación explicada anteriormente, se desprende la importancia para los gobiernos (y para sus hacedores de política económica) incentivar el ahorro nacional y profundizar los canales de transmisión de dichos saldos hacia la inversión, de forma tal de direccionarlos a la actividad productiva en vistas de expandir la actividad económica. Esto es cierto en países que tienen un horizonte claro, objetivos y consensos de largo plazo y, fundamentalmente, reglas claras y estabilidad económica y jurídica, la cual permite a los agentes privados tomar decisiones económicas con la posibilidad de realizar proyecciones hacia el futuro.

Las diferentes crisis económicas y financieras en las que ha caído Argentina en los últimos 30 años (Hiperinflación 89-90; Crisis 2001) han provocado, entre otras consecuencias, el fuerte deterioro en la confianza de los individuos hacia el sistema financiero argentino. Muestra de ello son los datos de la Encuesta de medición de capacidades financieras realizada por el BCRA en 2017 (BCRA, 2018), donde se destaca que solo el 29% de la población adulta ahorró durante ese año, pero más relevante aún, el 58% del total de los individuos ahorró de forma precaria, esto es, en alcancía o “bajo el colchón”, denotando falta de educación financiera y nula confianza en el sistema financiero argentino. Consecuencias de lo indicado implican bajos niveles de ahorro y de inversión con relación al PBI.

El objetivo general del presente trabajo es analizar la estructura del mercado de capitales argentino. Para ello, se plantean diversos objetivos específicos en vistas de profundizar diferentes

conceptos que serán desarrollados a lo largo de trabajo, a saber: identificar los elementos que mejoran y/o fortalecen el ahorro y la inversión (por medio del mercado de capitales) y, en última instancia, el crecimiento económico; revisar el estado del conocimiento sobre la relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico de un país; describir el mercado de capitales argentino, su estructura, su composición y métricas numéricas de su desarrollo; y comparar el mercado de capitales argentino a nivel latinoamericano.

Es necesario para dicho análisis plantear, entonces, los siguientes interrogantes: ¿Existe una relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico de los países? ¿Los gobiernos pueden incentivar el ahorro y la inversión por medio de incentivos a los agentes económicos? ¿Cómo está formado el mercado de capitales argentino? ¿Cuáles son las principales alternativas de financiamiento disponibles para las empresas argentinas en el marco del mercado de capitales? ¿Los demás países latinoamericanos poseen mercados de capitales más desarrollados? El presente trabajo intentará encontrar evidencia teórica y empírica al respecto.

Hipotéticamente, si bien la relación puede no ser directa, un mercado de capitales desarrollado abarca reglas claras, respeto por las instituciones formales e informales, cumplimiento de contratos, precios públicos e información transparente, confianza en las instituciones bancarias, financieras y gubernamentales, entre otros factores, que, en última instancia, fortalecen las relaciones entre los individuos mejorando su sinergia y su productividad, y contribuyendo al crecimiento económico. Se podría esperar que no exista una relación causal y directa, siendo que múltiples factores como el acceso al crédito, la credibilidad del gobierno, la penetración financiera, entre otros, mejoran la relación entre los agentes de mercado y, de esta manera, su potencial crecimiento económico. Es menester del presente trabajo profundizar y contrastar dicha hipótesis.

En el intento de arribar a una mayor comprensión del tema de estudio, el presente autor se basará fundamentalmente en el relevamiento, lectura y análisis bibliográfico. Priorizando el análisis crítico del material bibliográfico, dada la amplia cantidad de material disponible, es necesario un proceso de selección de los artículos relevantes para el objeto de estudio. El análisis de datos, cotizaciones y precios de los mercados de capitales y sus economías nacionales se basarán en información proveniente de páginas oficiales de organismos gubernamentales (BCRA, INDEC, IAMC, entre otros), así como de servicios de información gratuita y paga (Bloomberg). Se procederá a exponer los mismos en tablas, gráficos y cuadro comparativos.

La motivación del presente autor es tanto personal como profesional. El autor está convencido de que el mercado de capitales es una herramienta fundamental para el desarrollo económico de una nación, tanto por su función de canalizador de recursos, como por su función de relevamiento de precios e información transparente, y que tanto la oferta de instrumentos financieros, como las reglas claras y el respeto por los contratos deben ser estandartes de una inclusión financiera integral en nuestro país. Sin duda, el subdesarrollo del mercado de capitales argentino es uno de los muchos desafíos que enfrenta la Argentina, pero si se quiere estimular la inversión local se deben aplicar políticas específicas por medio de soluciones claras y precisas, siendo uno de los principales objetivos sembrar confianza y educar al público inversor.

II. Marco Teórico.

No son pocos los modelos económicos que buscan explicar la relación entre el aumento del ahorro y la inversión (vía acumulación de capital) y el crecimiento económico. Son conocidas y generalmente aceptadas por la literatura económica las proposiciones de diferentes autores, entre ellos se destacan las de Solow (1956), en las que se enfatiza el rol de la acumulación de capital como explicación para el crecimiento económico (entendido como aumento del PBI per cápita) en el corto plazo. El autor expone la importancia del ahorro per cápita, el cual genera mayor inversión y eleva el crecimiento económico en la “transición” hacia el largo plazo.

Los modelos de crecimiento requieren, entre otros determinantes, de la acumulación de capital para sostener el desarrollo económico en el largo plazo. La mencionada acumulación se da en la medida que exista un adecuado entorno donde los ahorros puedan canalizarse de manera eficiente hacia la inversión productiva, mecanismo que se da fundamentalmente en los mercados de capitales desarrollados.

Dentro de esa dinámica, y teniendo en cuenta el rol actual de los mercados de capitales desarrollados, sin duda toman relevancia los hacedores de política económica de forma tal de incentivar, promover y facilitar el rol del mercado de capitales como intermediario por excelencia para trasladar el ahorro de la economía a la inversión, y con ello financiar y estimular proyectos de inversión que motoricen el crecimiento económico, mejorando la calidad de vida de los ciudadanos.

Ahora bien, los modelos de crecimiento económico desarrollados a partir de la década de 1980, entre ellos las postulaciones de North (1981), Hall y Jones (1999), y posteriormente Romer (2006), incorporan al análisis elementos tales como la importancia de las instituciones y su relación con el entorno económico, la acumulación de conocimientos, la estructura de incentivos, la innovación, la investigación y el desarrollo, y la inversión en capital humano para intentar explicar cómo una economía logra una mayor tasa de inversión y por ende de crecimiento y desarrollo económico.

En tanto se creen correctos mecanismos de incentivos que permitan el fortalecimiento de mercados de capitales desarrollados, se estará facilitando el proceso de crecimiento en el largo plazo a través de la acumulación de capital, lo que en última instancia derivará en externalidades al resto de la economía, mejorando la estructura económica, la formación de capital intelectual y humano y la innovación y el desarrollo tecnológico.

Prosiguiendo, ¿Por qué el subdesarrollo de un mercado de capitales es un problema? En primera instancia, el subdesarrollo de un país de ingreso medio como Argentina denota falencias institucionales y financieras. Un país que desde 1970 tuvo al menos una crisis cada 10 años, implementó cuatro cambios de signo monetario y experimentó dos hiperinflaciones, entre otros sucesos financieros traumáticos, no hace más que contribuir al deterioro y falta de confianza del sistema financiero argentino (BCRA, 2021). Sin instituciones financieras, sin confianza y sin ahorro el crecimiento potencial de la economía es inferior al óptimo.

Por contraste, las naciones más desarrolladas, con estabilidad política y financiera han logrado ser correctos canalizadores del ahorro hacia la inversión por medio del mercado de capitales siendo un claro ejemplo los Estados Unidos, donde actualmente el sector financiero representa casi el 10% del PBI. Al respecto surgen argumentos a favor y en contra del mercado de capitales. Rapaport y Brenta (2010) destacan el carácter especulativo de la operatoria bursátil

(particularmente de las llamadas “burbujas especulativas”), las cuales en los últimos 40 años han impactado fuertemente en las crisis financieras, acelerando dichos procesos. Ejemplos de lo mencionado fueron el crack del 87’, la crisis de las .Com en el año 2000, y la crisis del sector financiero e inmobiliario (sub-prime) de 2008.

III. Fundamentos teóricos

Siguiendo lo expuesto por Parkin, Esquivel y Muñoz (2007), el producto bruto interno está formado por cuatro componentes: el consumo, la inversión, el gasto público y las exportaciones netas. Cualquier aumento de algunos de sus componentes, ceteris paribus, provoca un aumento del PBI y, en consecuencia, crecimiento económico. El aumento del PBI per cápita en el largo plazo genera mejores condiciones materiales de vida para los habitantes de un país y es uno de los principales objetivos macroeconómicos de los gobiernos nacionales.

Entre los cuatro componentes del PBI señalados, se destaca la inversión como motor del crecimiento económico en el mediano y largo plazo. La inversión puede ser entendida como aumento del stock de capital de una economía (concepción clásica), una mejora en la tecnología disponible o una mejora del capital humano lo cual posibilita mayor productividad en el futuro, entre otros ejemplos.

La inversión total de un país puede desagregarse en: inversión privada (inversión de los agentes económicos locales), inversión pública (inversión de los diferentes niveles de gobierno) y la inversión extranjera, ya sea a través del mercado de capitales o de Inversión Extranjera Directa.

Entonces, si se quiere incentivar la inversión en vistas de incrementar el crecimiento de largo plazo de una economía, se debería incentivar el ahorro interno y externo con el objetivo de volcar parte de ese ahorro a la inversión en el país.

Para lograr derivar gran parte del ahorro a la inversión (fundamentalmente al sector real o productivo) se precisan principalmente dos tipos de elementos: factores cualitativos y factores cuantitativos.

Dentro del primer grupo se encuentra la necesidad de un país estable y de un sistema financiero saludable, de tener estabilidad económica y seguridad jurídica, de forma tal que el mercado de capitales sea un verdadero nexo entre las unidades superavitarias de fondos (ahorro privado, ahorro gubernamental y/o ingreso de capitales) y las unidades deficitarias de fondos, es decir, empresas e individuos que precisan fondos para financiar su actividad cotidiana o para aumentar su inversión y potenciar su crecimiento. Olivera (1977) plantea la enorme importancia de la seguridad jurídica, refiriéndose a ésta como el cumplimiento de los contratos formales y escritos, y al respeto por la propiedad privada, factores fundamentales para el correcto funcionamiento de las relaciones económicas entre los individuos.

Por otro lado, en cuanto a los factores cuantitativos, se debe ofrecer una rentabilidad por el ahorro de los particulares que sea lo suficientemente elevada para que los agentes asuman el riesgo de invertir en nuevas tecnologías, en nuevos proyectos o en empresas pequeñas y medianas. Con respecto a este punto, es tan importante el porcentaje de rentabilidad como el instrumento y las garantías que intervienen en el proceso de financiación e inversión. Al respecto, uno de los principales mecanismos de financiación de las empresas son las emisiones de acciones ordinarias.

En las mismas, la empresa ofrece en cotización una parte de su capital social en forma de “acciones” que serán ofrecidas al público inversor, el cual por medio de un análisis exhaustivo deberá decidir la conveniencia de invertir o no en una determinada empresa. Luego, dichas acciones tendrán una cotización pública donde se podrán comprar o vender libremente en el entorno de un mercado regulado.

Prosiguiendo con el análisis, un inversor local que desee comprar acciones argentinas podría invertir en el índice S&P Merval (índice de referencia para las acciones con mayor volumen diario operado en el mercado bursátil local). El mencionado índice cotiza en pesos, pero, si se lo deflacta por el tipo de cambio financiero (cotización del dólar contado con liquidación) se puede obtener un rendimiento comparable en moneda dura. En los últimos 10 años el S&P Merval tuvo un retorno negativo del 62% medido en dólares, es decir, quienes financiaron a las empresas argentinas con cotización pública por medio de la compra de sus acciones en el mercado secundario tuvieron un rendimiento medido en dólares fuertemente negativo. Por otro lado, situación totalmente contraria experimentaron los inversores estadounidenses: en los últimos 10 años, quien invirtió en el S&P 500 (índice representativo de las 500 compañías más grandes de EEUU) tuvo un rendimiento positivo del 188%. En el Anexo se pueden ver los gráficos de ambos índices.

La impresionante diferencia en los rendimientos de ambos mercados puede estar explicada, probablemente, por el importante crecimiento de la economía estadounidense en los últimos años (y sus empresas), la confianza en las instituciones y el cumplimiento de sus contratos, la sobreliquidez mundial, la cual disminuye las tasas de interés internacionales y estimula la inversión en acciones de países desarrollados, entre otros factores.

El sobresaliente desempeño de la economía estadounidense, en contraposición con años de estancamiento de la economía argentina, y la intachable seguridad jurídica de su sistema financiero lo hacen uno de los mercados más desarrollados para invertir, atrayendo al público inversor internacional, incentivando su crecimiento y su desarrollo.

Por otro lado, los traumáticos sucesos financieros que tuvieron lugar en Argentina en los últimos años, solo por nombrar brevemente el plan Bonex de 1989, la pesificación asimétrica y el corralito del 2001, y el re-perfilamiento de la deuda de corto plazo en pesos y dólares de 2019, son ejemplos de incumplimiento de contratos y avasallamiento del sector público sobre los bienes del sector privado, los cuales quiebran en gran medida la confianza en el sistema financiero, debilitando aún más, crisis tras crisis, su capacidad para ser generador de recursos y de financiar al sector privado.

Considerando lo anterior se desprende la relevancia del cumplimiento de los contratos y de las obligaciones, así como la importancia de que el inversor pueda tener en el mediano plazo retornos positivos medidos en moneda dura (dólares) de forma de incentivar el financiamiento de las empresas, con el objetivo último de que el país tenga mayores recursos productivos.

IV. El mercado de capitales argentino: breve reseña histórica.

El mercado de capitales argentino tiene sus orígenes en las Bolsas de Comercio, lugar donde antiguamente se concentraban las negociaciones de valores bursátiles y de commodities. En Argentina, las Bolsas más antiguas son la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, fundada 1854, y la

Bolsa de Comercio de Rosario, fundada en 1884, las cuales fueron constituidas como asociaciones civiles sin fines de lucro. Luego, en 1909, se funda el Mercado a Término de Rosario SA (ROFEX) con el objetivo de realizar operaciones de futuros de granos y, en 1927, se crea el Mercado de Valores de Rosario (actualmente convertido en el MAV) para liquidar y garantizar operaciones de compraventa de títulos valores. Dos años más tarde, en 1929, inicia sus actividades el Mercado de Valores de Buenos Aires SA.

Entre 1929 y 1937, luego de la sanción de diversas leyes, empieza a organizarse y estructurarse el mercado bursátil argentino con crecientes intervenciones estatales en vistas de regular la operatoria en dicho marco. Más tarde, en 1968 se crea la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV), y en 1974 se funda Caja de Valores SA, empresa privada cuyo objetivo es ser depósito colectivo central de valores negociables. Las políticas intervencionistas que aplicó el Estado argentino sobre la actividad bursátil y agropecuaria en el período mencionado, a saber, la instauración del Instituto Argentino de Promoción del Intercambio (IAPI), la fijación de precios máximos a los bienes exportables, la prohibición de listar determinados productos financieros y agropecuarios, y los constantes cambios en las normativas y las regulaciones, provocaron que se interrumpiera el desarrollo de los mercados bursátiles y de futuros.

En el año 2001 se establece el Régimen de Transparencia de Oferta Pública, el cual incorpora a la legislación vigente prácticas de buen gobierno corporativo, transparencia y protección del inversor minorista en el marco del mercado de capitales.

En 2013, luego de varios años de planeación y negociación, se dictamina la nueva ley de Mercado de Capitales (ley 26.831), determinando que se integrarían e interconectarían los mercados bursátiles de todo el país. De esta manera, la CNV pasa a ser el principal organismo de control de todos los participantes del mercado de capitales. Entre las principales modificaciones de la nueva ley, la desmutualización de los mercados fue una de las más relevantes. La misma implicaba que los operadores no necesariamente debían ser accionistas del mercado donde operaban, es decir, ya no era necesario que un mercado este adherido a una bolsa. Prosiguiendo con las modificaciones de la nueva ley, podemos encontrar la clasificación y creación de nuevos agentes, la facultad de designación de veedores y administradores por parte de la CNV, la obligación de que los mercados cuenten con tribunales arbitrales y la eliminación de la autorregulación por parte de los mercados.

En 2018 se sanciona la Ley de Financiamiento Productivo 27.440 con el objetivo de atraer nuevas inversiones a partir de un mayor desarrollo del mercado de capitales local. Entre sus principales modificaciones, la nueva ley crea diversos instrumentos de financiamiento para facilitar a las pequeñas y medianas empresas el acceso al crédito (destacándose la introducción de la Factura de Crédito Electrónica), reformó el marco regulatorio de las ofertas públicas de adquisición (OPA) con el propósito de proteger al inversor minorista y corregir potenciales problemas, en tanto se modificaron ciertas disposiciones tendientes a facilitar la operatoria de los Fondos Comunes de Inversión y a fomentar la emisión de Obligaciones Negociables por parte de las empresas.

En la actualidad, los mercados de valores se han especializado en la negociación bajo su entorno de diferentes productos financieros, siendo ROFEX el mercado especialista en futuros financieros y agropecuarios, el Mercado Argentino de Valores (MAV) se centra en el descuento de cheques y el financiamiento Pyme, y BYMA y el Mercado Abierto Electrónico (MAE) se constituyen

como los principales mercados de negociación de valores negociables de renta fija y variable (bonos, acciones, Cedears, obligaciones negociables, etc). La especialización ha segmentado claramente los productos a operar en torno a dichos mercados posibilitando el avance de tecnologías y desarrollos óptimos para la concreción de las negociaciones.

V. La estructura del mercado de capitales en Argentina.

El mercado de capitales en Argentina está formado por diferentes entidades o agentes. En primer lugar, los “mercados” se organizan como sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para organizar operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública. Estos mercados serán los que dicten las reglamentaciones para habilitar la actuación en su ámbito de Agentes autorizados por la CNV. Se pueden nombrar como ejemplos el mercado de valores de Buenos Aires “BYMA” (Bolsas y Mercados Argentinos” por sus siglas), el Mercado Argentino de Valores (MAV) y el mercado de futuros de Rosario (ROFEX).

En segundo lugar, la Comisión Nacional de Valores es el ente autárquico con jurisdicción nacional encargado de ser el órgano de control y disciplina del ámbito bursátil. Entre sus tareas se pueden señalar registrar, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar a los Mercados y a los Agentes Registrados, siendo que además deberá controlar a las Emisoras de títulos valores con cotización pública.

En tercer lugar, los Agentes registrados son personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la CNV para realizar actividades de intermediación financiera de valores negociables. La CNV les impondrá determinados requerimientos cuantitativos (por ejemplo, capital social mínimo), como cualitativo (la imposibilidad de dar crédito a sus clientes, la incapacidad de tomar decisiones por éstos salvo deriva autorización, entre otros). Entre los principales agentes, podemos mencionar los Agentes de Liquidación y Compensación (AlyC), los Agentes de Negociación (AN), los Agentes Productores (AP), entre otros.

En cuarto lugar, se encuentran las Cámaras Compensadoras. En nuestro país la principal es Argentina Clearing, es una SA cuyo objeto principal es actuar en la liquidación, compensación y administración de garantías de las operaciones, asumiendo las funciones de contraparte central en el caso de las operaciones garantizadas. La actuación de dicha entidad robustece la seguridad y la transparente de la operatoria bursátil.

Por último, la entidad depositaria de valores negociables en Argentina se denomina Caja de Valores SA, quien cumple funciones de custodia por cuenta y orden de los depositantes, esto es, agentes registrados, fondos comunes de inversión, banco y mercados. Esto hace que cada inversor posea una cuenta comitente con un agente registrado (AlyC, Banco, etc) y por ende una subcuenta en Caja de Valores donde los títulos están a su nombre. Lo mencionado posibilita que los valores negociables no corran riesgo de custodia por parte del agente registrado con quien el inversor opera habitualmente.

Así estructurado el mercado de capitales argentino, nace y sigue vigente con el propósito de ser el principal intermediario entre las unidades superavitarias y las unidades deficitarias de fondos con el objetivo de financiar proyectos en el largo plazo, los cuales en muchas ocasiones requieren de importantes sumas de dinero que de otra forma sería muy difícil de financiar.

VI. Los principales instrumentos de inversión.

Se podrían clasificar los valores negociables en el ámbito bursátil en títulos de renta fija y títulos de renta variable, donde en los títulos de renta fija se sabe de antemano cual será el flujo de fondos futuro a percibir, mientras que en el instrumento de renta variable no se conoce con certeza el rendimiento que recibirá el inversor.

Entre los principales instrumentos de inversión de renta fija en el mercado de capitales argentino, podemos mencionar a los bonos soberanos, a los bonos corporativos (u obligaciones negociables) y a las cauciones bursátiles.

Los bonos soberanos son instrumentos de renta fija emitidos por el gobierno nacional provincial o municipal. Estos títulos se emiten con el objetivo de financiar al sector público, donde quien toma el préstamo (emisor del bono), se obliga a devolver el capital que le fue prestado más un interés convenido. La emisión de bonos es uno de los principales mecanismos de financiamiento de largo plazo de los países, donde tiene particular relevancia la historia y la seguridad jurídica de su sistema financiero: mientras que países desarrollados y con un prolijo desempeño financiero podrán endeudarse a tasas bajas y con horizontes temporales largos, países subdesarrollados con elevada volatilidad, baja previsión de ingresos fiscales futuros, reglas volátiles y poco claras no lograran obtener el financiamiento óptimo en el mercado de capitales, pagando tasas elevadas por sus empréstitos y teniendo que recurrir esporádicamente a organismo multilaterales de crédito (principalmente al Fondo Monetario Internacional).

Las obligaciones negociables (o bonos corporativos) representan un contrato de empréstito entre la empresa y el inversor. Las empresas encuentran en este instrumento un mecanismo interesante para financiar sus actividades en el mediano y largo plazo dado que, en general, son emisiones con plazos largos y montos elevados. Al igual que en los bonos soberanos, este tipo de títulos otorgan el derecho a percibir intereses anuales y la devolución del capital invertido al vencimiento. En particularmente importante este mecanismo de financiamiento para las empresas derivado del beneficio impositivo de contraer deuda, dado que los intereses anuales que la empresa paga a sus inversores disminuyen el resultado del ejercicio, reduciendo así la base imponible del impuesto a las ganancias.

La caución bursátil es un préstamo entre partes en el marco del mercado de capitales, donde la parte superavitaria de fondos presta un determinado capital (lado colocador de fondos) a la unidad deficitaria de fondos (tomador de los fondos), quien pide prestado el monto convenido, pero con la obligación de colocar títulos en garantía para garantizar el cumplimiento de la devolución del capital más los intereses correspondientes. Las cauciones bursátiles tienen una rentabilidad anual proporcional al plazo colocado y una fecha de vencimiento estipulada ex-ante del compromiso del contrato. La caución se caracteriza por ser una alternativa de colocación de fondos para los inversores con excedentes de dinero y una forma de conseguir fondos líquidos para los que necesitan financiamiento. Este instrumento es fundamentalmente relevante para las empresas e individuos que tienen necesidades de efectivo de muy corto, asumiendo que tienen una cartera de inversión capaz de garantizar la obligación hasta el vencimiento del préstamo bursátil.

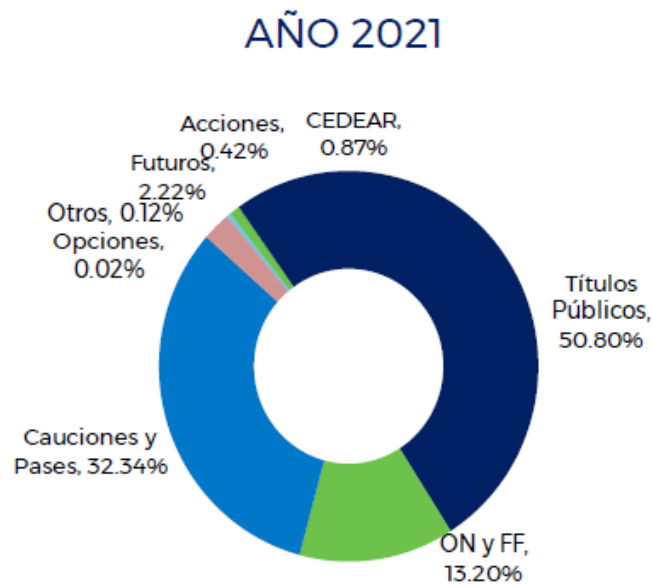
Entre las principales alternativas de inversión de renta variable en el mercado local podemos encontrar a las acciones argentinas y a los Cedears.

Las acciones representan una parte del capital social de una sociedad anónima, le proponen a su tenedor la condición de socio o accionista y establecen un conjunto de relaciones jurídicas y económicas entre éste y la sociedad en cuestión. Así, el tenedor de acciones puede participar de las asambleas de accionistas, tiene el derecho a percibir dividendos (si los hubiera) y el derecho de suscripción preferentes, entre otros. Mediante la emisión de acciones, la empresa busca ampliar el capital obteniendo fondos para financiar sus operaciones, pero adicionalmente a esto la empresa adquiere prestigio dado que parte de su capital cotiza en un mercado bursátil, lo cual le proporciona cierta revalorización de marca, notoriedad a nivel internacional y le otorga cierta percepción de transparencia. Por otro lado, mediante la emisión de acciones una empresa podría conseguir financiamiento de muy largo plazo necesario para desarrollar inversiones productivas que de otra forma sería muy difícil, siendo que en ocasiones es una alternativa disponible para aquellas empresas que ya tienen emitidas obligaciones negociables y no pueden expandir su deuda financiera.

Por último, los Cedears (por sus siglas, Certificado de Depósito Argentino) representan una determinada cantidad de valores negociables que no tienen oferta pública ni cotización en el mercado argentino. En general son empresas extranjeras cotizantes en los principales mercados bursátiles del mundo, donde el rendimiento que recibirá el inversor cuando compra un Cedear estará determinado por la variación de la cotización del dólar contado con liquidación y de la cotización del activo subyacente en su principal mercado de referencia, siendo que en última instancia estos factores afectan y determinan la cotización del activo en pesos en el mercado local.

VII. Dinámica del mercado de capitales argentino.

Según el informe del IAMC de marzo de 2021 (IAMC, Informe mensual marzo 2021, 2021) apenas el 1.3% del volumen operado en BYMA (el mercado más grande de Argentina) corresponde a renta variable (considerando acciones argentinas, opciones y Cedears), mientras que el 96 % del volumen operado corresponde a renta fija. Esto podría estar caracterizado por un menor apetito de riesgo por parte del público inversor, dado que el invertir en activos de renta variable no le asegura un rendimiento al inversor que lo compra.



Fuente: IAMC.

Ahora bien, si se toman datos para fin del año 2020, encontramos que las 10 acciones más negociadas del Índice S&P Merval explican el 79% del volumen total, una cifra mayor al año anterior (65%), denotando una gran concentración del volumen operado en pocos activos (IAMC, Resumen de mercado, 2020). El mercado argentino de renta variable ha visto reducido su volumen en los últimos 3 años derivado de su magra performance bursátil, donde el Índice S&P Merval acumula una baja del 82% en dólares entre el 31/01/2018 y el 31/03/2021. En igual periodo, el volumen operado diario, medido en dólares contado con liquidación, disminuyó desde los 53.435.114 USD el 31/01/2018, hasta los 5.049.269 USD al 31/03/2021, siendo actualmente apenas poco más del 9% del volumen promedio operado hace 3 años.

En contraposición con lo mencionado anteriormente, y principalmente afectado por las restricciones nacionales a la compra de dólares sobre las personas física y jurídicas por el recrudecimiento del “cepo” cambiario, muchos inversores encontraron en los Cedears un refugio para los pesos que buscaban ser dolarizados, dado que el instrumento señalado ajusta su capital por suba del tipo de cambio contado con liquidación. En el año 2020, el volumen operado de Cedears aumento casi 270% en comparación al año previo, siendo que, en promedio, representó el 97% del volumen operado en renta variable (IAMC, Resumen de mercado, 2020). Esto habla a las claras de un mercado cada vez más “internacionalizado”, donde los inversores buscan cobertura ante la suba del tipo de cambio, aun asumiendo el riesgo de comprar una compañía donde su cotización, medida en dólares, puede disminuir.

Derivado de las restricciones a la compra de dólares, la operatoria de “dólar bolsa” en el ámbito bursátil tuvo un gran crecimiento. Esta operatoria consiste en la posibilidad de que un inversor pueda cambiar sus pesos por dólares, o viceversa, a un tipo de cambio “libre”. Para esto, en general y por motivos de liquidez, el “dólar bolsa” se realiza mediante la compra venta de bonos

soberanos, siendo el Bono 2030 (AL30) el más utilizado. Con relación al volumen operado en bonos soberanos, el mismo representa más de la mitad del total, siendo el Bono AL30 el de mayor participación (71% del volumen total en bonos soberanos).

Si se analiza el mercado de obligaciones negociables y fideicomisos financieros desde el lado del inversor, se puede observar que está dominado principalmente por inversores instituciones y grandes participantes de mercado, mientras que son las pymes y las grandes empresas las principales emisoras de estos títulos. Al respecto me referiré en el próximo capítulo.

Por último, cabe señalar que el 32% del total operado en el mercado corresponde a cauciones bursátiles, siendo el plazo más utilizado el de préstamos a 1 día (69% del total operado). El instrumento señalado se constituye como una alternativa de inversión de muy corto plazo con alta flexibilidad, dado que le permite al inversor colocar su capital y tener la posibilidad de derivarlo a otro instrumento, al vencimiento, en caso de que así lo precise.

Descripta así la distribución, parecería ser que la mayor parte del mercado es transaccional, donde los inversores, en un contexto de elevada emisión monetaria y alta inflación, buscan desprenderse de sus pesos y pasarse a dólares por medio de la operatoria en bolsa, así como intentar encontrar cobertura en instrumentos de inversión dolarizados, de manera de resguardar el poder de compra de sus ahorros.

VIII. Principales mecanismos de financiamiento empresarial.

Entre los principales mecanismos de financiamiento para las empresas podemos mencionar a la emisión de acciones, el descuento de cheque de pago diferido y de factura electrónica, la emisión valores de corto plazo y de obligaciones negociables, y la constitución de fideicomisos financieros.

Ya se ha mencionado la importancia y los beneficios para una empresa de la emisión de acciones, así como de la emisión de obligaciones negociables. Es particularmente relevante el régimen de emisión de Obligaciones Negociables Pyme, donde la empresa tiene menores requerimientos administrativos a la hora de la emisión. Al respecto, este instrumento se destaca por su menor costo, mayor agilidad, la obtención de bonificaciones en cuanto a gastos de mercado y el acceso a tasas de interés preferenciales. Sin duda que se ha convertido en una alternativa muy valiosa para las pequeñas y medianas empresas que comienzan a dar sus primeros pasos en el mercado de capitales.

Uno de los principales mecanismos de financiamiento para las pymes es el descuento de cheques de pago diferido por bolsa. La ley 24452 define al cheque como “una orden de pago librada a días vista, a contar desde su presentación para registro en una entidad autorizada, contra la misma u otra en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado”. El cheque de pago diferido es un instrumento de deuda con un plazo máximo de emisión de 360 días y de tipo cupón cero, ya que el inversor que lo compra lo hace a un valor inferior al que recibirá al vencimiento del mismo.

Las empresas que requieran adelantar el cobro del cheque de pago diferido podrán descontarlo en el mercado de capitales resignando un porcentaje correspondiente a la tasa de

interés anual del descuento del cheque. La tasa del descuento dependerá del segmento en el que se negocie. Al respecto, podemos mencionar entre los principales segmentos de negociación el segmento Garantizado y el No Garantizado, el Avalado por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) y al segmento Patrocinado.

El descuento de cheque de pago diferido por medio del segmento Garantizado se caracteriza porque la garantía del cheque negociado es otorgada por el MAV, quien a su vez solicita contragarantías al Agente que introduce el cheque al Mercado para su descuento, otorgando al inversor garantías suficientes que avalan el pago. Por otro lado, en el segmento No Garantizado el descuento del cheque no cuenta con ninguna garantía adicional de pago más que la del librador del cheque, lo cual lo convierte en el segmento “más caro” para la pyme en términos de tasa de descuento.

El segmento Avalado por SGR ha ganado muchísima notoriedad en los últimos años, en tanto los procesos se volvieron más eficientes y se amplió el espectro de sociedades avalistas. Este segmento es exclusivo para Pymes, donde la empresa primero debe obtener el aval de la SGR para, posteriormente, poder descontar valores en el ámbito bursátil. Ante cualquier dificultad de cobro del cheque, será la propia SGR quien pague el monto negociado bajo su aval. Este segmento se caracteriza por ser el más seguro y, por ende, el de menor tasa de descuento para las pymes. Con datos a marzo de 2021, el segmento de descuento de cheques Avalados por SGR se constituye como el principal, representando el 58% del total descontado, ascendiendo a 7.909 millones de pesos descontados (MAV, 2021).

Por último, el descuento de cheque por medio del segmento Patrocinado se caracteriza por ser el librador del cheque quien patrocina y fomenta el descuento de su propio cheque, facilitando el acceso al financiamiento para su cadena de proveedores.

Por otro lado, los Valores de corto plazo se caracterizan por ser un mecanismo de financiamiento por medio de la emisión de valores representativos de deuda, con plazos de vencimiento menores a 365 días, siendo que solo podrán ser adquiridos para su inversión por inversores calificados.

Por último, el descuento de factura de crédito electrónica es el instrumento de financiamiento pyme más reciente. Este crédito comercial puede pasar a ser un crédito financiero en el marco del mercado de capitales para su descuento, donde la empresa pyme se financiará descontando este título ejecutivo resignando un porcentaje correspondiente a la tasa de interés.

IX. Estructura de los mercados especializados en financiamiento empresario.

Podemos distinguir dos principales mercados donde se concentra la mayor parte del financiamiento de las empresas: BYMA para las grandes emisiones de ON, valores de corto plazo (VCP) y fideicomisos financieros, y por otro lado el MAV para la negociación de cheques de pago diferido y facturas electrónicas.

Con relación a la operatoria en BYMA, el 90.5% del financiamiento en 2020 fueron emisiones de Obligaciones Negociables y de VCP, seguido por los fideicomisos financieros con el 8.3%. Del total colocado en ON (4.449 millones de USD), los tres sectores más activos fueron el de industria de

petróleo y gas, el de generación de energía y el de telecomunicaciones (IAMC, Resumen de mercado, 2020).

Instrumento	Financiamiento Empresarial a través del Mercado de Capitales (Millones de USD)										Total
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2011-20*
ON	2.170	3.899	5.538	4.160	6.064	8.922	9.703	4.114	2.640	4.252	51.464
FF	5.494	3.446	4.718	2.994	2.762	2.516	2.402	1.444	735	373	26.884
ACC	49	26	91	42	15	287	2.344	50	24	50	2.978
CPD	346	427	525	622	822	810	854	573			4.978
FCC							281	41	139	6	467
Pagarés						12,3	120	124			256
TOTAL General	8.060	7.798	10.872	7.818	9.662	12.547	15.704	6.347	3.541	4.682	87.030

Fuente: IAMC.

Tal como lo expone el gráfico anterior, entre los años 2011 y 2020 (con datos a noviembre de 2020) el financiamiento a través del mercado de capitales (en el ámbito de BYMA) ascendió a 87.030 millones de USD, representando la emisión de ON y de fideicomisos financieros el 59% y el 30% respectivamente del total.

La especialización y división de los mercados se expone claramente cuando se analizan los montos emitidos en función del tamaño de la empresa. En 2020, el 99% de las emisiones de ON y VCP en BYMA fueron de empresas grandes, mientras que solo 1% correspondió a Pymes (IAMC, Financiamiento a través del mercado de capitales, 2020).

Ahora bien, el MAV se especializa en el financiamiento de pequeñas y medianas empresas. Con datos al cierre del primer trimestre de 2021, el financiamiento pyme a través del descuento de cheques de pago diferido (tanto físico como electrónico) y de factura de crédito electrónica aumento un 127% interanual, acumulando un volumen para los primeros tres meses del año 2021 de 58.443 millones de pesos en montos descontados (MAV, 2021). En lo que respecta al año 2020, el monto total de financiamiento de pymes en MAV fue de 168 mil millones de pesos, siendo el descuento de cheque de pago diferido el principal mecanismo elegido por las empresas, con el 96% del total.

Por motivo de la pandemia derivada del Covid-19, se ha popularizado y extendido en el mercado el uso del ECHEQ (el cual no es más que un cheque de pago diferido electrónico), haciendo más eficaz los procesos de transferencia de fondos y reduciendo al mínimo posible la transmisión de valores físicos, en vistas de disminuir el riesgo de contagios por Covid. Al respecto, en tanto el ECHEQ tiene las mismas características que los cheques físicos, se pueden descontar en el ámbito de un mercado regulado disminuyendo la interacción física entre personas. Este cambio de paradigma se puede evidenciar en los números, donde el 70% del valor total negociado en MAV durante el mes de marzo de 2021 lo constituyen instrumentos electrónicos, siendo el principal instrumento el ECHEQ, explicando el 89% del total.

Si se analiza la estructura de participación de las AlyCs en el proceso de negociación y descuento de cheques de pago diferido, podemos encontrar también una especialización elevada: poco más del 60% del volumen en cheques es descontado a través de 10 sociedades de bolsa del país. Sin duda que la asesoría personalizada y la cercanía con la empresa pyme hace que

determinadas Alycs se centren en este producto, mejorando la eficiencia y el análisis de oportunidades de mercado.

Con relación al descuento de factura electrónica, si bien es un instrumento muy reciente, el mismo viene creciendo con fuerza desde sus inicios en 2018, acumulando un crecimiento del 164% durante el año 2020, habiéndose operado 2.271 millones de pesos en descuento de factura electrónica en el señalado año.

En síntesis, el mercado de capitales argentino tiene claramente distribuidos los principales mercados de instrumentos de financiamiento, lo cual favorece la especialización y el avance tanto de tecnologías como de mejoras en la operatividad. Sin duda que aún se necesitan grandes avances para extender los mecanismos de financiamiento a la totalidad de las pymes en la economía, pero tanto las leyes del Mercado de Capitales promulgadas en 2013 y 2018, como los enormes esfuerzos de capital humano llevado a cabo por los mercados y las bolsas de comercio regionales, posibilitan que cada vez sean más las empresas que accedan a este tipo de financiamiento, mejorando su ciclo productivo.

X. La comparación del mercado de capitales argentino a nivel latinoamericano.

Sin duda, la selección correcta de países comparables a la Argentina es muy difícil, ya sea por las características económicas y culturales propias de nuestro país, como por la historia y los desafíos por los que países tan cercanos (geográficamente) han debido enfrentar.

A propósito de realizar una aproximación a la comparación de Argentina a nivel latinoamericano, se busca tomar en consideración tanto la cercanía geográfica como el grado de desarrollo económico. Al respecto, se han seleccionado para su comparación los siguientes países: Brasil, Chile y Colombia.

Brasil es el país, medido por superficie, más grande de América del Sur y el quinto a nivel mundial. Su economía se centra principalmente en el sector agrícola, minero, manufacturero y de servicios. El sorprendente crecimiento de la economía brasilera en los últimos años estuvo potenciado principalmente por las exportaciones de materias primas y de bienes acabados, tales como la soja, el acero, café y hierro, automóviles, maquinaria, aeronaves, dispositivos electrónicos y textiles.

Chile es uno de los países con mayores Índices de Desarrollo Humano (IDH) de Latinoamérica, según el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. Su economía se ha convertido en una de las más abiertas del mundo, celebrando acuerdos de libre comercio con diferentes bloques regionales y con las principales potencias económicas del mundo. A pesar de esto, su nivel de actividad se encuentra muy relacionado al precio internacional del Cobre, el cual se constituye como el principal producto de exportación y el mayor generador genuino de divisas para el país.

Colombia está posicionada como la cuarta economía más grande de Sudamérica, detrás de Brasil, México y Argentina. Entre los sectores económicos más dinámicos podemos encontrar a la agricultura (destacando la producción de café), la ganadería, el turismo y la explotación minera y de petróleo.

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
PBI en millones (en USD a precios actuales)	445.445 USD	1.839.758 USD	282.318 USD	323.615 USD
Población total	44.938.712	211.049.527	18.952.038	50.339.443
PBI per cápita (en USD a precios actuales)	9.912	8.717	14.896	6.429

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

Como puede observarse en el cuadro, si bien no hay una uniformidad perfecta en los niveles de PBI nominal y población total, los 4 países poseen niveles similares de PBI per cápita. Al respecto, la región latinoamericana se caracteriza por ser un actor central en la producción mundial de materias primas agropecuarias, desarrollos de ganadería y explotación minera y de petróleo, entre otros. Cabe recalcar que los precios de las materias primas señaladas se constituyen como *commodities*, esto es, materias primas fungibles con cotizaciones y precios determinados internacionalmente. Este último factor determina en gran medida el desempeño de las economías regionales, lo cual termina impactando en última instancia en el ingreso de divisas y en el nivel de actividad económica.

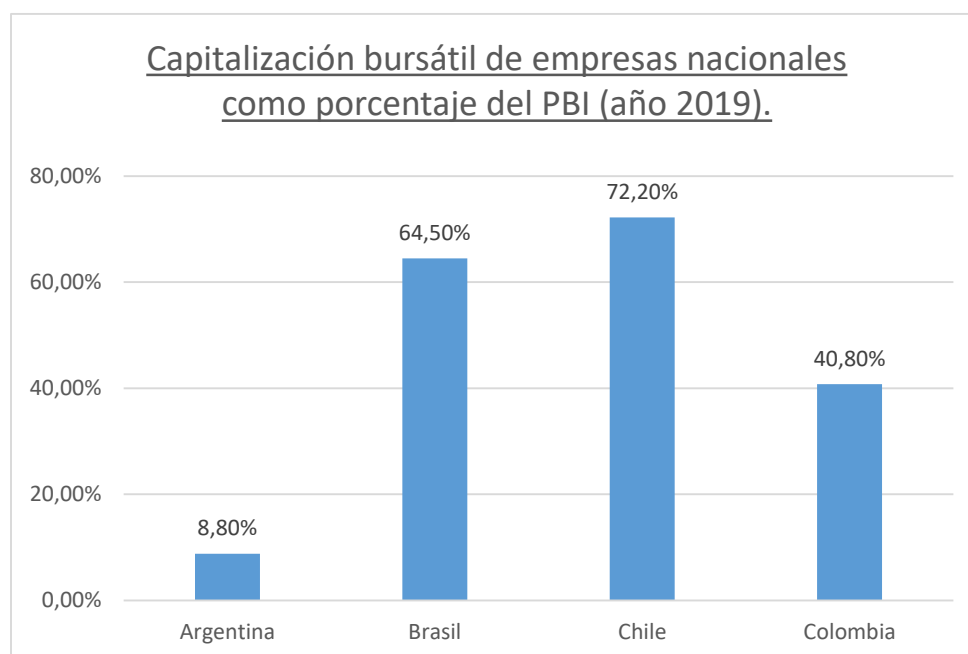
<u>Datos a abril de 2021</u>	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
Principal Mercado de Valores	BYMA	B3	Bolsa de Santiago	Bolsa de Valores de Colombia
Número total de sociedades de bolsa	246	161	25	110
Cantidad total de empresas locales cotizantes	91	361	194	64
Riesgo País	1586	241	124	227

Fuente: elaboración propia en base a FIAB y Banco Mundial.

Tal como se expuso en el cuadro anterior, si bien Argentina es el país con mayor cantidad de sociedades de bolsa, esto es, empresas que hacen las veces de intermediarios entre el mercado de capitales y el inversor final, Brasil es el país con mayor cantidad de empresas locales cotizantes, lo cual va en consonancia con el hecho de ser la economía más grande de la región, donde parte de las empresas deciden financiar una porción de su patrimonio emitiendo acciones.

Se destaca Chile, donde si se lo compara con Argentina, tiene la mitad del PBI nominal y la mitad de la población de éste, mientras que en contraposición existen actualmente 194 empresas

chilenas cotizando en su mercado local, número que más que duplica el registro de Argentina. Lo indicado puede estar determinado por la gran apertura del mercado de capitales financiero de Chile, donde la economía ha experimentado grandes ingresos de capitales extranjeros, mejorando aún más sus indicadores financieros. Al respecto, Chile se posiciona como el país con el riesgo país más bajo de la región, con tan solo 124 puntos básicos, lo cual posibilita el acceso del gobierno al mercado financiero internacional de deuda a tasas solo comparables con países desarrollados de ingresos elevados, y lo que es más importante aún, el bajo riesgo país posibilita a las empresas privadas locales acceder a financiamiento internacional a tasas considerablemente reducidas.



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

Como puede evidenciarse en el gráfico, con datos al 2019, Chile se constituye como el mercado de capitales con mayor porcentaje de capitalización bursátil de empresas locales en función del PBI. Si bien su PBI en términos nominales es el más pequeño de los países en comparación, es de destacar el elevado porcentaje mencionado anteriormente, superando inclusive al de Brasil. Por otro lado, es lamentable mencionar el paupérrimo nivel de participación bursátil en Argentina, donde la cotización de empresas locales medida en dólares en función del PBI solo alcanza el 8,8%. Esto puede ser atribuido a la falta de estabilidad económica y financiera de largo plazo, y a las constantes crisis financieras por las que ha atravesado desde la década de 1950.

Tal como se ha mencionado anteriormente, en Argentina toda persona, tanto física como jurídica, que posea títulos valores con cotización pública debe tener abierta una subcuenta comitente en Caja de Valores, donde los mismos son custodiados. Según datos de Caja de Valores correspondientes al cierre del 1er trimestre de 2021, existen en Argentina 497.041 subcuentas con saldos disponibles (Caja de Valores, 2021).

Si se lo compara con la población de Argentina, y si bien el último censo fue realizado en 2010, según estimaciones del INDEC para 2021, la Argentina cerrará 2021 con una población total de 45.808.747 habitantes (INDEC, 2021). Prosiguiendo con el análisis, si se tiene en cuenta la cantidad de subcuentas comitentes activas en Caja de Valores, y asumiendo a los fines prácticos del análisis que el 100% corresponde a personas físicas, si comparamos la cantidad mencionada con la población total proyectada de Argentina para 2021, encontramos que poco más que 1% de la población tiene cuenta comitente de forma tal de realizar actividades de inversión y financiamiento. La comparación, sumado a la baja capitalización bursátil mencionada anteriormente, denota a las claras la baja profundización del mercado de capitales en el sistema financiero argentino.

<u>Año 2021</u>	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
Capitalización bursátil de empresas domésticas (valores a fin de marzo, en millones de USD)	25.972	899.478	210.193	95.828
Monto total negociado en acciones (acumulado en el año, en millones de USD)	582	387.624	10.946	2.169
Número total de operaciones en acciones domésticas (acumulado en el año, en miles)	1.035	214.185	1.994	233
Rotación del mercado accionario local (porcentaje promedio para los primeros tres meses de 2021)	8,50%	167,92%	21,86%	8,87%

Fuente: elaboración propia en base a FIAB y Banco Mundial.

Con relación a las operaciones en acciones de los diferentes mercados de capitales locales, se puede observar la sobresaliente capitalización bursátil del mercado brasileiro en comparación al resto de los países tomados para el análisis. Al respecto, también es considerable la diferencia en cuanto a los volúmenes operados (medidos en dólares), siendo que las acciones locales en B3 operan hasta 34 veces más en comparación a Chile. Muy lejos de los volúmenes operados en Brasil y Chile, Argentina solo lleva negociado 582 millones de dólares en el acumulado de los primeros tres meses de 2021, siendo que ni siquiera llega al 0,5% del volumen operado en el mercado de capitales brasileño.

Si se observa el número total de operaciones en acciones domésticas en lo que va del 2021, nuevamente Brasil se posiciona como el principal mercado de capitales de la región, superando ampliamente a los comparables. Es particularmente destacable la diferencia en cuanto a la rotación del mercado accionario local (tomado como promedio de los primeros tres meses de 2021), donde el B3 tiene una rotación promedio mensual del 167,92%, es decir, se negocia mensualmente en promedio 1,68 veces el monto total de acciones en circulación, denotando una elevada liquidez del mercado de acciones locales. Nuevamente Argentina se posiciona como el mercado de capitales entre los comparables dado que la rotación asciende apenas al 8,5%.

<u>Datos a marzo de 2021</u>	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
Número de ETF listados	0	33	304	2
Monto total negociado en ETF (acumulado de los primeros tres meses del 2021, en millones de USD)	0	13.747	108	179

Fuente: elaboración propia en base a FIAB.

Por último, uno de los instrumentos de inversión más operados en los mercados de capitales desarrollados son los Exchange Traded Funds (ETF por sus siglas). Estos son fondos cotizados en bolsa, compuestos por diferentes valores negociables con el propósito de replicar el desempeño de un sector, industria, activo, país o región. Son un instrumento de inversión sencillo de operar, en tanto se negocia de una forma muy similar a las acciones y tiene como principal ventaja el de lograr que el inversor acceda a una variedad diversificada de valores negociables a través de la compra de un solo instrumento de inversión. Tal como lo expone el gráfico, y en consonancia con lo mencionado en las estadísticas de los cuadros anteriores, Brasil y Chile se constituyen como los principales mercados para la operatoria de ETFs a nivel regional, mientras que en Argentina por cuestiones normativas y de regulatoria aún no está permitida la negociación de este tipo de instrumento de inversión, desaprovechando la posibilidad de ofrecer a sus inversores locales una alternativas altamente extendida en el mercado financiero internacional.

En síntesis, como se ha expuesto en los diferentes gráficos y cuadros, Argentina se constituye como el mercado de capitales más atrasado entre los comparables. Sin duda que uno de los desafíos que deberá afrontar su mercado de capitales será conseguir que una mayor proporción de empresas salgan a cotizar en bolsa, ampliando el abanico de alternativas de inversión en acciones y aumentando la formalidad de las empresas locales. A su vez también será central lograr bajar el riesgo país, de forma tal de posibilitar el acceso al mercado financiero internacional, lo cual hoy resulta imposible.

Un factor fundamental dentro del potencial crecimiento del mercado de capitales local será la rentabilidad. Si bien son esenciales, en un mercado de capitales, la estabilidad normativa y la seguridad jurídica, la posibilidad de que el inversor puede tener consistentemente rendimientos positivos en dólares en la medida en que invierta en acciones locales posibilitará atraer a un mayor público inversor. Para ello se deberá estabilizar la macroeconomía local y dar una clara señal del camino a seguir en los próximos años, de manera de que los inversores puedan tener un horizonte temporal de inversión largo y no solo se vean atraídos por una especulación de corto plazo.

XI. Conclusión.

El presente trabajo ha intentado realizar una descripción de la estructura del mercado de capitales argentino derivado de su importancia central en el crecimiento en economías emergentes. Los modelos económicos enfatizan el rol del ahorro y la acumulación de capital en el desarrollo económico de los países. Dentro de esta dinámica, son necesarios mercados de capitales desarrollados que canalicen eficientemente el ahorro nacional hacia la inversión. Mercado de capitales poco desarrollados, donde no se incentiva a los individuos a participar, donde existen problemas de información y de estabilidad, y donde la liquidez y la disponibilidad de instrumentos de inversión es acotada pueden derivar en menor inversión nacional y menor crecimiento económico de largo plazo.

Las recientes modificaciones y sanciones de leyes relativas al mercado de capitales han posibilitado dar impulso a nuevos instrumentos y nuevas figuras dentro del ámbito bursátil, y si bien los Mercados (entendidos como instituciones) realizan un importante trabajo de difusión del conocimiento, es necesario que nuestro país salga de la crisis en la que se encuentra y logre volver nuevamente a las vías del crecimiento y la estabilidad financiera para incluir a los ciudadanos en el ámbito bursátil.

El grado de relativo atraso del mercado de capitales argentinos a nivel latinoamericano puede deberse a diversos factores de índole político, económico y cultural, pero es inevitable pensar que por la estructura y el grado de desarrollo económico de Argentina se podrían alcanzar niveles similares a los países tomados en comparación.

Sin duda que deberá ser menester de los hacedores de política económica ampliar el acceso al mercado de capitales por parte de los inversores, de forma tal de lograr que más individuos y más empresas tengan cuentas comitentes activas con el objetivo de realizar actividades de inversión y financiamiento. El potencial de crecimiento financiero en argentina es gigantesco considerando el tamaño de su economía, el nivel de educación de la población y el reducido porcentaje de participación de la ciudadanía en el mercado de capitales, pero será fundamental dar los incentivos correctos para lograr sembrar confianza en el sistema bursátil, incrementar el número de empresas que cotizan públicamente, aumentar los volúmenes de operatoria diaria y así potenciar el financiamiento productivo.

Anexo.

Índice S&P Merval en USD.



Fuente: Elaboración propia en base a Trading View.

Índice S&P 500 en USD.



Fuente: Elaboración propia en base a Trading View.

Comparativa S&P Merval vs S&P 500, medido en dólares al tipo de cambio oficial, periodo 2011-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Bibliografía.

- BCRA. (2018). *Encuesta de medición de capacidades financieras*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.
- BCRA. (8 de marzo de 2021). <http://www.bcra.gov.ar/>. Obtenido de BCRA página oficial: <http://www.bcra.gov.ar/>
- BCRA. (2021). *Informe de Inclusión Financiera*. Buenos Aires: BCRA.
- Caja de Valores. (2021). *Caja en Cifras*. Buenos Aires: CV.
- Dapena, J. (2009). *Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía*. Buenos Aires: Universidad del Centro de Estudio Macroeconómicos (UCEMA).
- Hall, R., & Jones, C. (1999). Why do some Countries produce so much more Output per Worker than Others? *Quarterly Journal of Economics*.
- IAMC. (2020). *Financiamiento a traves del mercado de capitales*. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.
- IAMC. (2020). *Resumen de mercado*. Buenos Aires: Instituto Argentina de Mercado de Capitales.
- IAMC. (2021). *Informe mensual marzo 2021*. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.
- INDEC. (9 de Mayo de 2021). *Proyecciones nacionales*. Obtenido de <https://www.indec.gob.ar/>
- Ley nro 27.440. Año 2018. Ley de Financiamiento Productivo.
- MAV. (2021). *Informe mensual - marzo 2021*. Rosario: Mercado Argentino de Valores.
- North, D. (1981). *Structure and Change in Economic History*. New York.
- Olivera, J. (1977). *Economía Clásica Actual*. Buenos Aires: Ediciones Machi.
- Parkin, M., Esquivel, G., & Muñoz, M. (2007). *Macroeconomía*. Mexico: Pearson.
- Rapaport, M., & Brenta, N. (2010). *Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*. Buenos Aires: Capital intelectual.
- Romer, D. (2006). *Macroeconomía Avanzada*. España: Mc Graw Hill.
- Solow, R. (1956). A contribution to the Theory of Economic Growth. *The quaterly journal of economics*.

Sitios web.

- Banco Mundial - www.bancomundial.org
- Banco Central de la República Argentina - www.bcra.gov.ar
- Caja de Valores - www.cajadevalores.com.ar

Instituto Argentino del Mercado de Capitales - www.iamc.com.ar

Instituto Nacional de Estadística y Censos - www.indec.gob.ar

Mercado Argentino de Valores - www.mav-sa.com.ar

SGT-4 Mercosur – www.sgt4.mercosur.int/es-es