

Radiografía de los
Mercados de Capitales
Regionales: Flujos
Externos y Dependencia.

Mag. Nicolás Litvinoff
Marzo 2006.



1. Vulnerabilidad y desarrollo de los mercados de capitales.

A nivel global y durante los últimos 10 años, la creciente volatilidad e internacionalización de los mercados financieros han aumentado la importancia de manejo prudencial del riesgo.

La dependencia de los flujos de inversión externa en los mercados de capitales de América Latina es distinta según la estructura, tamaño y grado de apertura.

Los productos derivados (opciones estándar, *fordwars*, futuros, *swaps*, y opciones exóticas) constituyen instrumentos esenciales para facilitar la cobertura de riesgo de mercado. La extrema volatilidad de tasas de interés y tipo de cambio que caracterizan a las economías emergentes presentan a las mismas como el escenario natural para el uso de derivados como instrumentos de cobertura (*hedging*).

La vulnerabilidad de la economía a fluctuaciones cambiarias nace fundamentalmente del descalce de moneda de las firmas deudoras, que eventualmente se traduce en riesgo crediticio de las entidades financieras. Por tal motivo es que se resalta la importancia de las posibilidades de cobertura que ofrece el mercado y el uso que hacen las firmas de ésta, aunque a nivel regional sean muy pocos los mercados de capitales que ofrezcan esta operatoria dentro de su menú de instrumentos.

Dentro de los países de la región, parece desestimarse el rol vital del mercado de capitales dentro de un sistema financiero.

En mercados que se asemejan a los de competencia perfecta, sobre todo los de los países avanzados, el sector privado cuenta con mayores atractivos para financiarse en los mercados de capitales que en el sector bancario.

De esta forma, una de las funciones de un mercado de capitales es resolver asimetrías de información a través de la fijación de precios para el paso del tiempo y el nivel del riesgo. Con estos precios indicativos, los oferentes y demandantes de capital llegan a un acuerdo sobre transacciones de activos.

En ese sentido, el mercado de Brasil es visto como el *benchmark* (punto de referencia) de la región, debido principalmente a su grado de desarrollo.



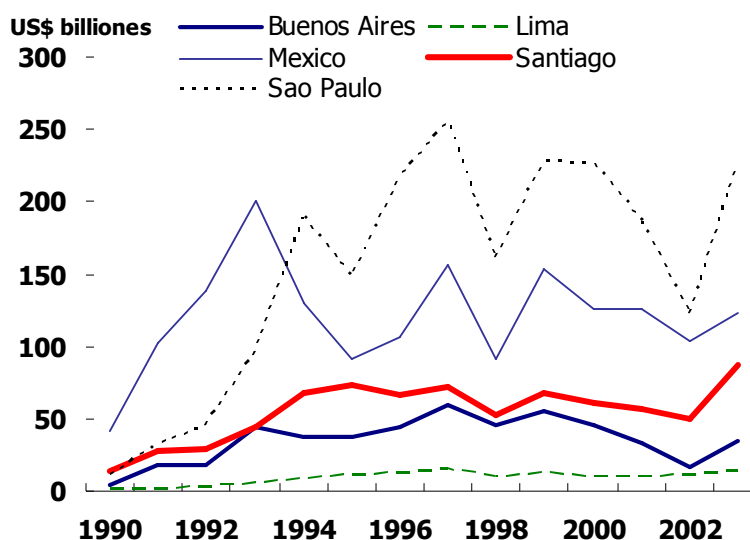
1.2 Capitalización Bursátil de la región

Una medida de aproximación al grado de desarrollo de un mercado de capitales está dada por su capitalización bursátil. La capitalización bursátil se calcula, a nivel individual, por el valor de mercado de una empresa, que se obtiene de multiplicar la cotización de sus acciones en el mercado por el número de acciones emitidas.

A nivel general, se puede obtener la capitalización bursátil del mercado, que es la suma de la capitalización de cada uno de los valores cotizados y permite su comparación con otros mercados para calcular su dimensión relativa.

El gráfico 1 muestra una serie histórica de la Capitalización Bursátil de los mercados de capitales de América Latina, en el período 1990-2002.

Gráfico 1
Serie histórica de Capitalización Bursátil para América Latina en billones de dólares americanos, 1990-2002.



Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

En el cuadro 1 se realiza un estudio comparativo de Capitalización Bursátil como porcentaje del PIB entre México, Argentina, Brasil, Chile, Canadá, Australia y Estado Unidos, para el año 2003.

Cuadro 1

Comparativo de Capitalización Bursátil como porcentaje del PBI,

Variable	Mexico	Argentina	Brazil	Chile	Canada	Australia	USA*
PIB en U\$S **	623,9	144,8	493,9	89,3	714,5	11750,4	358,0
Capitalización Bursátil	126,3	35,0	226,4	87,5	611,5	11329,0	375,6
Capitalización Bursátil (en % del PIB)	20,2	24,2	45,8	98,0	85,6	96,4	104,9

2003.

(*) PIB de USA en trillones de u\$s.

(**) A precios corrientes.

Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

El mercado de capitales mexicano es el de menor desarrollo según el ratio Capitalización Bursátil/PIB, seguido por el mercado de capitales argentino. La mayor capitalización bursátil como porcentaje del PIB para América Latina corresponde a Chile (98%).

Asimismo, se observa que a excepción de Chile los niveles de capitalización bursátil relativos al PIB de los países latinoamericanos se encuentran significativamente por debajo de los alcanzados en las economías desarrolladas.

2. Participación de los mercados emergentes en el mercado de capitales global.

Según un estudio realizado por el International Finance Corporation (IFC) en 1982, los 32 mercados de capitales pertenecientes a las economías denominadas emergentes contabilizaban una capitalización bursátil de 67 billones de dólares, lo cuál representaba por aquel entonces 2,5% del total de la capitalización bursátil mundial.

Hacia el final de 1999, el IFC identificó un total de 81 mercados de capitales de países en desarrollo con una capitalización bursátil que excedía a U\$S 3.000 billones, representando 8,5% de la capitalización bursátil total.

Este crecimiento de tamaño y volumen de los mercados de capitales emergentes se produce en un contexto de globalización financiera y mayores facilidades en cuanto a la búsqueda de retornos superiores a los ofrecidos a los inversores de los países desarrollados en su lugar de origen.

El cuadro 2 pone en perspectiva la diferencia entre los mercados de capitales de los países desarrollados y los mercados de capitales de los países emergentes mediante estadísticas obtenidas por Standard & Poor's y Merrill Lynch en 1998.

Cuadro 2
Medidas relativas y absolutas de tamaño de los mercados de capitales emergentes (1998)

	Mundial	Mercados desarrollados	Mercados emergentes
Población (en billones de personas)	5.8	15%	85%
PBN (en trillones de u\$s)	28.8	78,30%	21,70%
PBN per capita (en u\$s)	4.966	25.480	1.246
Capitalización de mercado de acciones (en trillones de u\$s)	36.0	91,50%	8,50%
Capitalización de mercado de acciones/PBN	90,00%	110,00%	30,00%
Capitalización del mercado de bonos (en trillones de u\$s)	31.1	95,30%	4,70%
Capitalización del mercado de bonos/PBN	1,01	1,22	0,23

Fuentes: Standard & Poor's, Emerging Stocks Markets Factbook 2000 y Merrill Lynch, "Size and Structure of the Bond Market 2000".

En el cuadro expuesto se aprecia una participación marginal, pero en aumento, de los mercados de capitales de las economías emergentes en el total, situación que gana importancia si se tiene en cuenta que 85% de la población mundial habita en países en desarrollo y solo el restante 15% en países desarrollados.

Esta importante brecha se observa tanto en el mercado de acciones como en el de bonos, tanto en medidas absolutas (capitalización bursátil) como en medidas relativas (capitalización bursátil/PIB). De esta forma, se halla una correlación significativa entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento de la economía. En este sentido es relevante la función de mercado de capitales como alternativa al sistema bancario a los efectos de generar una financiación más eficiente de proyectos de inversión del sector público y privado.

3. Conclusión: Razones por las cuales se debe invertir en el desarrollo del mercado de capitales.

La existencia de los sistemas financieros está justificada principalmente por tres ventajas que los mismos aportan al funcionamiento de la economía:

- Mejoran la evaluación de oportunidades de inversión y control corporativo.
- Facilitan la administración del riesgo, incluyendo el de liquidez.
- Reducen el costo de la movilización del ahorro.

El mercado de capitales en sí mismo comprende la transferencia original o primaria de recursos a mediano y largo plazo y de capital de riesgo que tiene lugar vía el sistema bancario y financiero y a través de los mercados de valores. Asimismo, comprende el mercado de negociación o secundario de estos valores.

El crecimiento de las economías se ve afectado por el sistema financiero en su conjunto, facilitando la difusión de información relevante para los agentes y reduciendo los costos de transacción. De esta manera, el mejor acceso a la información y los menores costos involucrados en la canalización de los recursos superavitarios hacia los deficitarios afectan positivamente la acumulación de capital y con ello las tasas de crecimiento. Por lo tanto, el mercado de capitales representa una herramienta básica para el desarrollo económico de una sociedad, dado que se constituye como el instrumento que facilita la transición del ahorro a la inversión.

El mercado de capitales juega un papel muy importante en el desarrollo de la economía de un país a partir de transformar una mayor propensión a ahorrar en un mayor nivel de inversión. De esta forma, se canalizan los excedentes de capital de los que ahorran, los cuales buscan invertirlo y generar mayor riqueza.



A mayor transparencia, escala y eficiencia de los intermediarios financieros (mercado de capitales y bancos), mayor ahorro formal (financiero) poseerá la economía. Por el contrario, mientras mayor sea la incertidumbre y opacidad y menor la eficiencia, existirá tendencia a un mayor atesoramiento o exportación del ahorro.

En consecuencia, tanto el desempeño de los bancos en su rol de intermediarios financieros tradicionales, como también el del mercado de capitales, constituyen en su conjunto la base para aumentar la disponibilidad de fondos domésticos y orientarlos hacia la inversión.

La experiencia acumulada por el sistema bursátil a través de más de un siglo de provechosa actuación permitió moldear, a nivel global, una estructura operativa segura y a la vez actualizada con las prácticas y los procedimientos de los mercados más avanzados.

La correcta canalización de los recursos desde los ahorristas hasta los demandantes de fondos requiere la presencia de una apropiada estructura, conformada por diversas instituciones, instrumentos y modalidades. La existencia de instituciones financieras desarrolladas permite, a su vez, una mejor selección de los proyectos de inversión. Ello hace posible que se financien, en una mayor proporción, los proyectos de alta rentabilidad social, dando lugar a un aumento en la productividad de la economía.

Algunos países han desarrollado instrumentos aptos para mejorar la asignación del ahorro hacia las firmas, fundamentalmente mediante disminuciones de los costos de la intermediación y el aumento de los plazos de colocaciones, basando la expansión de sus sistemas financieros en el impulso hacia el sistema de capitales.

Con esta premisa, el mercado de capitales a nivel global ha demostrado ser un canal adecuado para financiar de manera más eficiente los proyectos de inversión resultantes de una adecuada y equilibrada combinación de riesgo y rentabilidad.

Salvo contadas excepciones, se verifica que en los países subdesarrollados los bancos proveen más financiamiento que los mercados de capitales, y lo contrario ocurre en los países más desarrollados. De tal manera, las firmas de las economías más avanzadas cuentan con una mayor variedad de mecanismos para financiarse y diversificar riesgos, hecho que impacta favorablemente sobre la estructura productiva.

En contraposición, los sistemas financieros más pequeños (como el argentino) tienen un desempeño subóptimo debido a que mantienen una elevada concentración de riesgos y poseen altos costos unitarios, como consecuencia de la falta de economías de escala y la limitada competencia que existe en el interior de los mismos.

Por último, los países con menor grado de desarrollo de su mercado de capitales son presa fácil de capitales especulativos de corto plazo y por ende,



su grado de exposición a los ciclos de flujos extranjeros aumenta en comparación con los países con mayor desarrollo bursátil.

De tal manera, en un contexto actual de suba de tasas (E.E.U.U. y Europa), no debería sorprender complicaciones en la senda de crecimiento sostenido que mostraron los países de la región en los últimos 3 años, al disminuir los flujos externos hacia estos países como consecuencia del deterioro de la relación riesgo rentabilidad (o mejora de esa relación en los países desarrollados) producto de tasas de retorno cada vez más atractivas en los países avanzados.



Bibliografía consultada

Capital Flows and Capital Market Crisis, autor Calvo Guillermo A, Journal of Applied Economics, Vol I, No. 1, 1988.

Consejo Federal de Inversiones: El Mercado de Crédito en la Provincia de Tucumán, Análisis y Perspectivas, 2005.

La Inversión Extranjera Directa en América Latina y El Caribe, autor CEPAL, 2004.

Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects, autores Francisco Gallego y Norman Loayaza, Preliminary Versión, 1999.

Global Financial Market Developments, autor International Money Fund, Chapters II, III y IV, 2005.

La Globalización de los Mercados Financieros, autores Gonzalez Sara y Mascareñas Juan, Universidad Complutense de Madrid, 1999.

The Limits of Financial Globalization, autor Stulz Rene M, American Finance Association, 2005.

Banco Central de la República Argentina (www.bcra.gov.ar)

Base de datos del IMF (www.imf.org).

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (www.bolsar.com.ar).

Centro de Economía Aplicada de Universidad de CEMA (www.cema.edu.ar/cea/index.html)

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (www.merval.sba.com.ar).

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (www.indec.gov.ar)

