

2

DESARROLLO E INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN ARGENTINA

**Ramiro Albrieu (CEDES)
Ricardo Beckzuk (UNLP)
José María Fanelli (CEDES)**

sea útil para evaluar las posibilidades de desarrollo de un mercado de capitales integrado en el MERCOSUR. Las dos hipótesis centrales que motivan el proyecto son, primero, que no es posible consolidar la integración regional profunda y explotar sus beneficios para el crecimiento de la productividad sin una estructura de intermediación financiera eficiente y, segundo, que en vista de los problemas para integrarse en los mercados financieros internacionales, vale la pena investigar si la construcción de un mercado integrado regional podría ayudar al desarrollo de los mercados nacionales.

La estructura del trabajo es la siguiente. En la sección II se caracteriza el sistema financiero y se analiza el sector bancario. En relación con el primer punto se evalúa si la intermediación es basada en bancos o en mercados de valores, el nivel de profundidad alcanzado y la calidad institucional. En relación con los bancos, se examina la morfología del sistema en lo que hace a tamaño, estructura de mercados, rentabilidad y eficiencia. La sección III estudia los mercados de valores, incluyendo bonos y acciones. Luego se evalúa el grado de integración de la Argentina con los mercados internacionales y con Brasil (sección IV) y se ensayan argumentos alternativos para explicar la baja integración financiera regional (sección V). Por último, en la sección VI se discuten las implicaciones de política en lo que hace a la construcción de un mercado integrado de capitales.

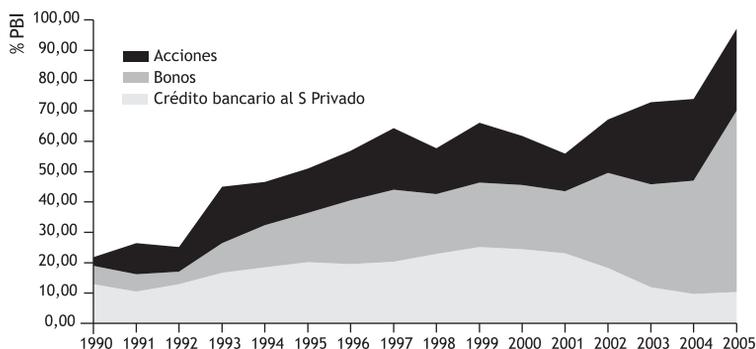
2. LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y EL SISTEMA BANCARIO

2.1 Características y nivel de desarrollo de la intermediación financiera

Hay tres preguntas que surgen naturalmente al intentar caracterizar la estructura de financiamiento de un país: la primera es en qué medida la intermediación se basa en bancos o en mercados de valores; la segunda es qué grado de desarrollo ha alcanzado esa estructura y la tercera es cuál es la calidad de la infraestructura institucional.

El gráfico 1 es una forma simple de abordar la primer pregunta; el mismo muestra la evolución de la intermediación financiera (la suma del crédito bancario al sector privado y la capitalización de bonos y acciones como porcentaje del PBI) desde 1990. El indicador muestra que el tamaño de la intermediación en su conjunto se triplicó largamente durante los noventa, luego de que los episodios hiperinflacionarios de 1989 y 1990 redujeran de manera significativa el tamaño de la estructura de intermediación. Adicionalmente, nótese que, luego de la crisis de 2001, hay un cambio en la estructura del sistema financiero; aumenta la participación de los mercados de bonos y se reduce la del crédito al sector privado. Esto podría sugerir que la Argentina pasó de un régimen basado en bancos a otro basado en mercados. Sin embargo, esta impresión sería falsa, pues no se trata de un desarrollo “natural” que surge del libre funcionamiento de los mercados sino que, por el contrario, es un hecho que refleja la emisión de bonos por parte del sector público para manejar los

Gráfico 1
Tamaño del mercado financiero



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

efectos de la crisis financiera así como la destrucción de buena parte del stock de crédito. Es importante aclarar, además, que una substancial proporción de los nuevos bonos son mantenidos por los bancos en cartera, ya que les fueron entregados para compensar las pérdidas que ciertas medidas de las autoridades les infligieron.

Para evaluar si el sistema financiero argentino es uno basado en bancos o en mercados es útil comparar a la Argentina con otros países relevantes en términos de dos indicadores propuestos en la literatura (v. Levine et al., 2003; Hartmann et al. 2005): a) activos de los bancos / capitalización del mercado de acciones y b) crédito al sector privado / valor intercambiado en el mercado de acciones. Los resultados se presentan en el cuadro 1. Argentina se encuentra más próxima a los países de la zona euro, que tradicionalmente tienen sistemas financieros basados en bancos. Vale mencionar, de paso, que en el MERCOSUR, los casos de Uruguay y Paraguay muestran una virtual inexistencia de mercados de capital (v. Aboal et al., 2007).

Cuadro 1. Medidas de estructura financiera

1. Activos Bancarios vs. Capitalización MK

Zona MERCOSUR				
Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Venezuela
179,90	146,77	3.808,41	1.078,50	177,31
Zona EURO				
Francia	Alemania	Italia	España	Portugal
240,77	404,10	345,84	276,74	440,10
Otros				
UK	Estados Unidos	Japón	HK-China	
99,47	43,85	188,12	62,74	

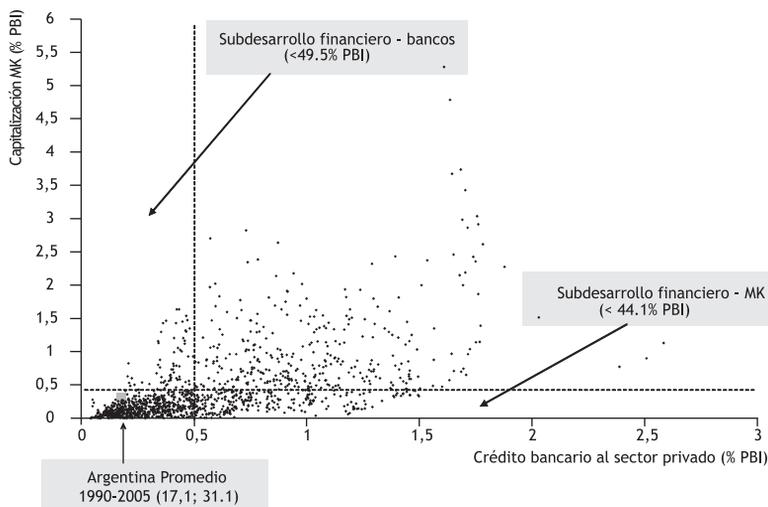
2. Créditos Bancarios vs. Valor Intercambiado MK

Zona MERCOSUR				
Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Venezuela
743,71	172,33	s.d.	s.d.	1.984,01
Zona EURO				
Francia	Alemania	Italia	España	Portugal
374,92	280,43	670,42	398,24	919,13
Otros				
UK	Estados Unidos	Japón	HK-China	
192,28	47,49	349,70	116,94	

Fuente.: *Elaboración propia en base a Beck et al. (2006)*

Para evaluar la segunda pregunta, referida al grado de desarrollo de la intermediación financiera, pueden ser útiles los criterios propuestos por Levine et al. (2003) y Rajan y Zingales (1998). Para detectar el subdesarrollo financiero la estrategia es calcular el valor medio de una muestra representativa de países y comparar este valor con el país a analizar: Si la media del país se encuentra por debajo de la media de la muestra, ese país tiene un sistema financiero subdesarrollado. El gráfico 2 muestra dos indicadores: crédito bancario al sector privado y capitalización de los mercados de capitales, ambos como porcentaje del PBI. Se considera una muestra de 104 países que abarca el período 1990-2005. El ratio crédito al sector privado/PBI promedio es 49,5%. Para el caso argentino dicho ratio alcanza el 17,2% en promedio para el período 1990-2005. Con respecto al indicador del mercado de capitales, el promedio muestral alcanza el 44.1% del PBI, en tanto que la media para Argentina llega a 31.1%. Ambos indicadores sugieren que la intermediación financiera se encuentra subdesarrollada.

Gráfico 2

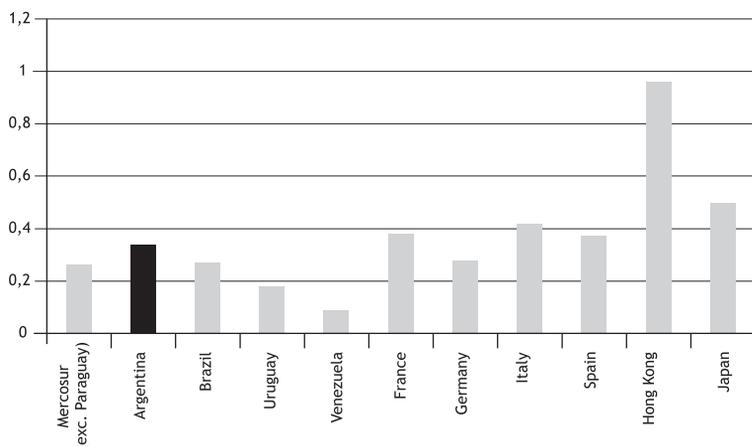


Fuente.: Elaboración propia sobre la base de Beck et al. (2006)

Una forma simple de abordar la pregunta relacionada con la calidad institucional que aportan el marco legal e institucional –que son la infraestructura sobre la que se apoyan las reglas de juego que gobiernan las transacciones financieras – es pasar revista de los indicadores utilizados más frecuentemente para la comparación internacional (cf. Hartmann et al., 2006). Aunque estos indicadores no son muy precisos y pueden ser objeto de crítica (cf. Fanelli, 2007a) son convenientes para dar una visión general desde una perspectiva comparada.

El primer indicador se refiere a la calidad de la *corporate governance*. La literatura sobre gobernanza corporativa pone el acento en la calidad de las reglas que regulan el conflicto potencial entre inversores y administradores o entre los inversores que proveen el financiamiento. Al respecto, se considera el indicador de protección de los derechos de los acreedores, tomado de La Porta et al. (2004). El gráfico 3 muestra la posición de la Argentina, en base a datos correspondientes al año 2004. Nótese que en la comparación internacional, la Argentina se posiciona por debajo de las economías desarrolladas pero por encima de la media del MERCOSUR.

Gráfico 3
Enforcement de los derechos del acreedor
(índice de anti-selfdealing)



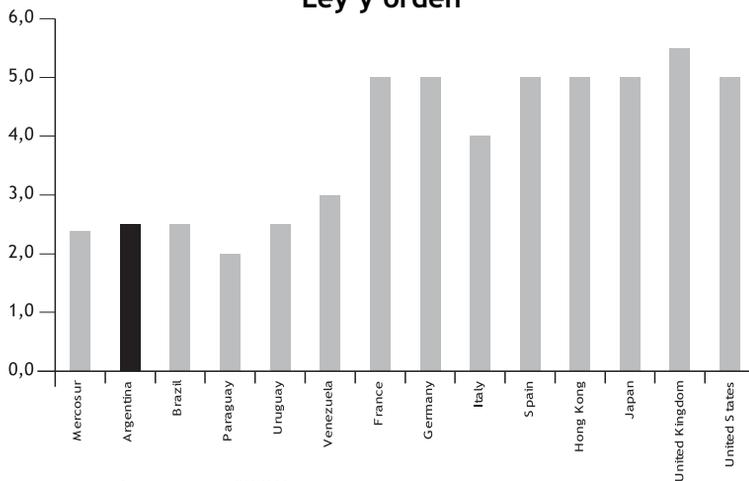
Fuente: La Porta (2006)

Un segundo indicador de importancia es la calidad del sistema legal y regulatorio. Por un lado, el sistema legal juega un rol central en la determinación del grado de *enforcement* de los contratos; por otro lado, la infraestructura de regulación es fundamental para dar respuestas eficientes a la existencia de fallas de mercado. Un indicador que suele usarse en la literatura financiera es el de “ley y orden” (cf. Erv, 1996; Hartmann, 2006). En el gráfico 4 puede verse que la Argentina se ubica por debajo de los países desarrollados, pero muy cerca de Brasil y del promedio para el MERCOSUR.

Resultados similares arroja la variable “*enforcement* del sector público” (gráfico 5), que mide la capacidad de sanción judicial ante ciertos tipos de transacción ilegal (véase La Porta et al., 2006).

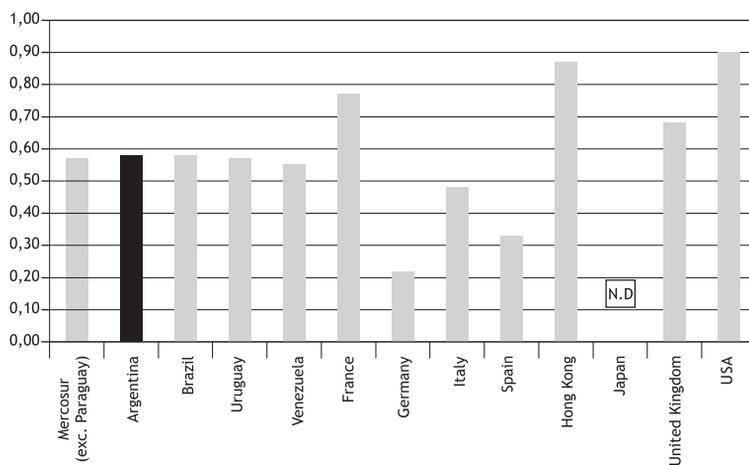
La Heritage Foundation elabora índices de libertad en distintas esferas o actividades. En particular, nos interesan dos: la esfera monetaria y la esfera financiera.

Gráfico 4
Ley y orden



Fuente: La Porta et al. (2006)

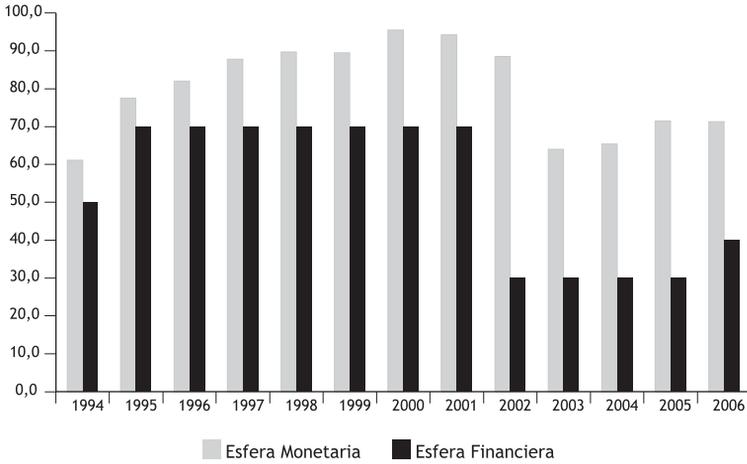
Gráfico 5
Enforcement del sector público (source: La Porta 2004)



Fuente: La Porta et al. (2004)

El gráfico 6 muestra la evolución de estos indicadores para el período 1995-2006. Allí puede verse que la ruptura de contratos y acuerdos implícitos en el año 2001 significó un aumento en las limitaciones al accionar de los individuos en la esfera financiera.

Gráfico 6
Indicadores de libertad de Argentina



Fuente: Heritage Foundation

En síntesis, si bien luego de las reformas estructurales la intermediación financiera se incrementó, ello no fue suficiente para el logro de una estructura desarrollada ni para evitar las crisis financieras. Asimismo, la intermediación sigue estando dominada por los bancos y no se cuenta con un ambiente institucional de calidad. En lo que resta de esta sección estudiamos las características del sistema bancario y en la que sigue evaluamos los mercados de valores.

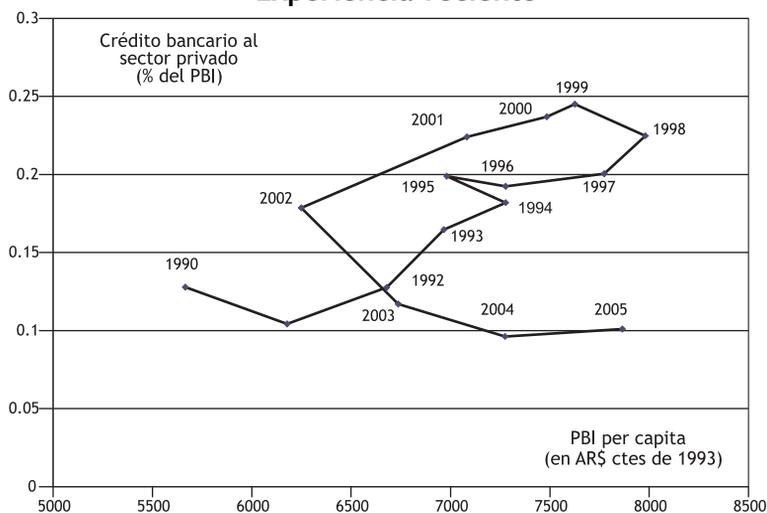
2.2 El sistema bancario: hechos estilizados básicos

En los noventa, la Argentina implementó reformas de gran alcance y profundidad (Forteza y Tommasi, 2005). La arquitectura financiera doméstica no fue una excepción; tanto el régimen cambiario/monetario como el marco regulatorio del sistema bancario y la cuenta capital fueron reformados (cf. Fanelli, 2007b). Una nueva carta orgánica estableció la independencia de banco central; se implementó un sistema de *currency board*, se liberaron los movimientos de capital y se introdujeron de manera gradual las recomendaciones de Basilea. Pese a seguir en rasgos generales el modelo canónico de desregulación, las autoridades incorporaron algunas especificidades no triviales, como el permiso irrestricto a la fijación de depósitos y créditos en dólares o el incentivo desde la regulación a la tenencia por parte de

los bancos de activos públicos¹. La nueva arquitectura impuesta por la reforma, sin embargo, resultó inconsistente y el país sufrió una crisis financiera en 2001-2 que indujo una fuerte regresión en el proceso de profundización financiera, proceso que el país aún se encuentra en etapa de superar.

En base a la trayectoria seguida por el crédito al sector privado como porcentaje del producto (a precios de 1993), el gráfico 7 ilustra de manera sintética lo ocurrido con la profundización financiera durante los periodos de reforma y crisis. Las flechas indican la trayectoria cronológica. Como puede observarse, en toda la década de los noventa la intermediación financiera se incrementa en relación al PBI: el crédito bancario al sector privado pasó de 13 a 24 puntos del PBI entre 1990 y 1999. A partir de este último año, el crédito comienza a caer y colapsa a partir de 2002 en concomitancia con las restricciones impuestas por el gobierno en el contexto de la crisis. Si bien la economía comienza a crecer en 2003, lo hace con el crédito al sector privado cayendo. El uso de fondos propios para financiar la inversión y el capital de trabajo a la salida de una crisis, de cualquier forma, no es sorprendente y es un fenómeno reconocido en la literatura empírica (cf. Calvo, 2006). Más allá de esto, a medida que la crisis fue quedando atrás, el crédito comenzó a expandirse nuevamente.

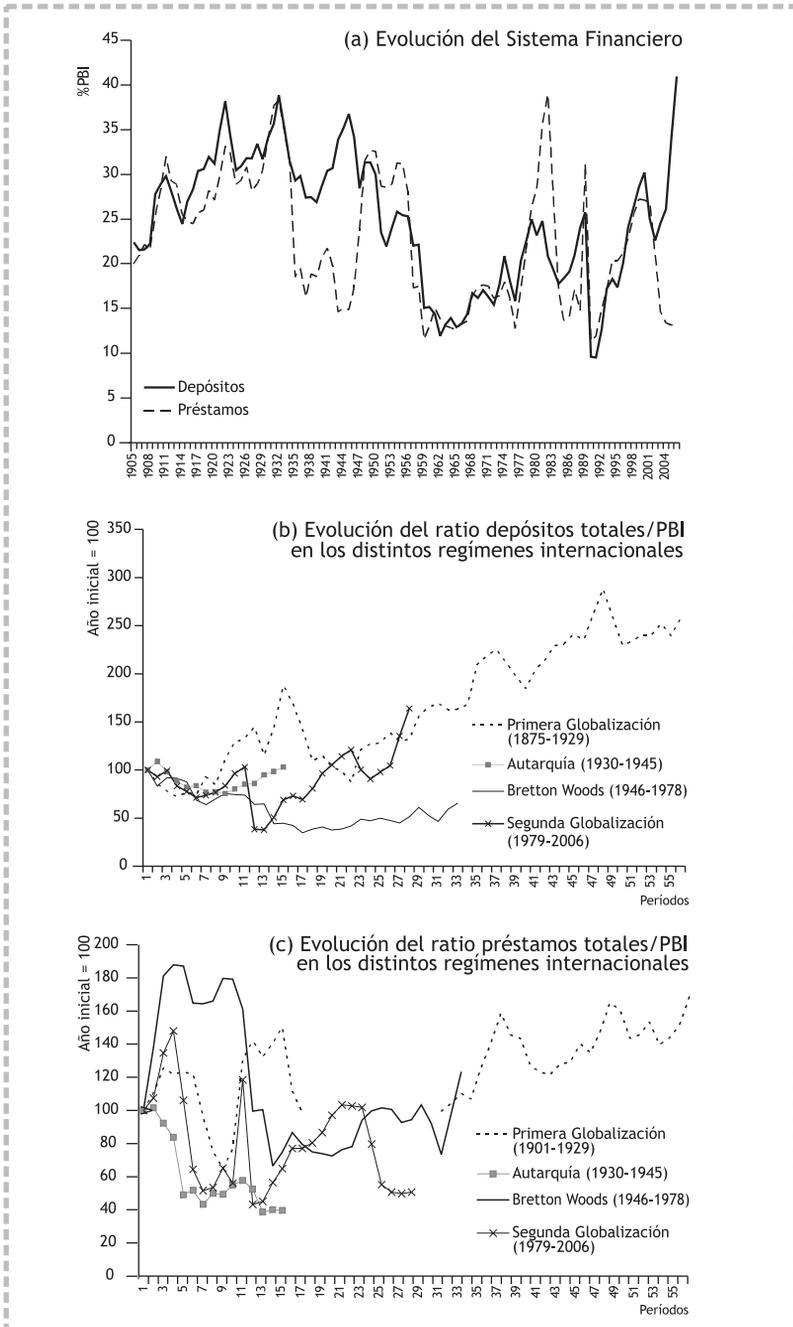
Gráfico 7
Crecimiento económico e intermediación financiera.
Experiencia reciente



Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

1 Primero, los requerimientos de capital introdujeron un sesgo a favor de la asignación de fondos al sector público. Mientras que un mínimo de 11,5% de los activos era requerido en el caso del sector privado, los requerimientos para activos del gobierno eran mucho más bajos (entre 1 y 5%).

Panel 1



En realidad, la volatilidad del crédito y los agregados monetarios no es exclusiva del período que estamos examinando; se trata, más bien, de una característica estructural de la economía argentina. El panel 1 muestra la evolución del ratio depósitos/PBI y el ratio préstamos/PBI en el largo plazo. La parte (a) del panel muestra la evolución de estos ratios desde 1905. Una característica que surge claramente es la volatilidad de la serie. Asimismo, los paneles (b) y (c) muestran la evolución de estos ratios bajo diferentes regímenes internacionales.

Como puede observarse en todos los períodos el crédito es muy volátil y es más volátil que la demanda de depósitos. En gran medida, la volatilidad del crédito y los depósitos está íntimamente asociada con el hecho de que la Argentina es un país en el cual las crisis macroeconómicas son frecuentes. El cuadro 2 muestra que los períodos de crisis se correlacionan con fuertes caídas tanto del crédito como de los depósitos.

Cuadro 2
Crisis, depósitos y crédito 1875-2006

Crisis	PBI			Depósitos / PBI	Préstamos / PBI
	Año de comienzo	Duración (1)	Profundidad (2)	Profundidad (3)	Profundidad (3)
Crisis de Baring	1892	Dos	14,84	n.d.	n.d.
1era Guerra Mundial	1913	Cinco	29,84	19,33	15,99
Crisis de los '30	1930	Tres	20,11	26,91	50,43
Crisis Institucional	1962	Dos	6,93	22,57	7,20
Rodrigazo	1975	Dos	4,28	25,69	20,25
Crisis de la deuda	1981	Dos	9,52	31,3	59,3
Hiperinflación	1988	Tres	14,90	63,59	62,05
Crisis de la Convertibilidad	1999	Cuatro	22,66	26,68	60,49

(1) Años consecutivos de recesión.

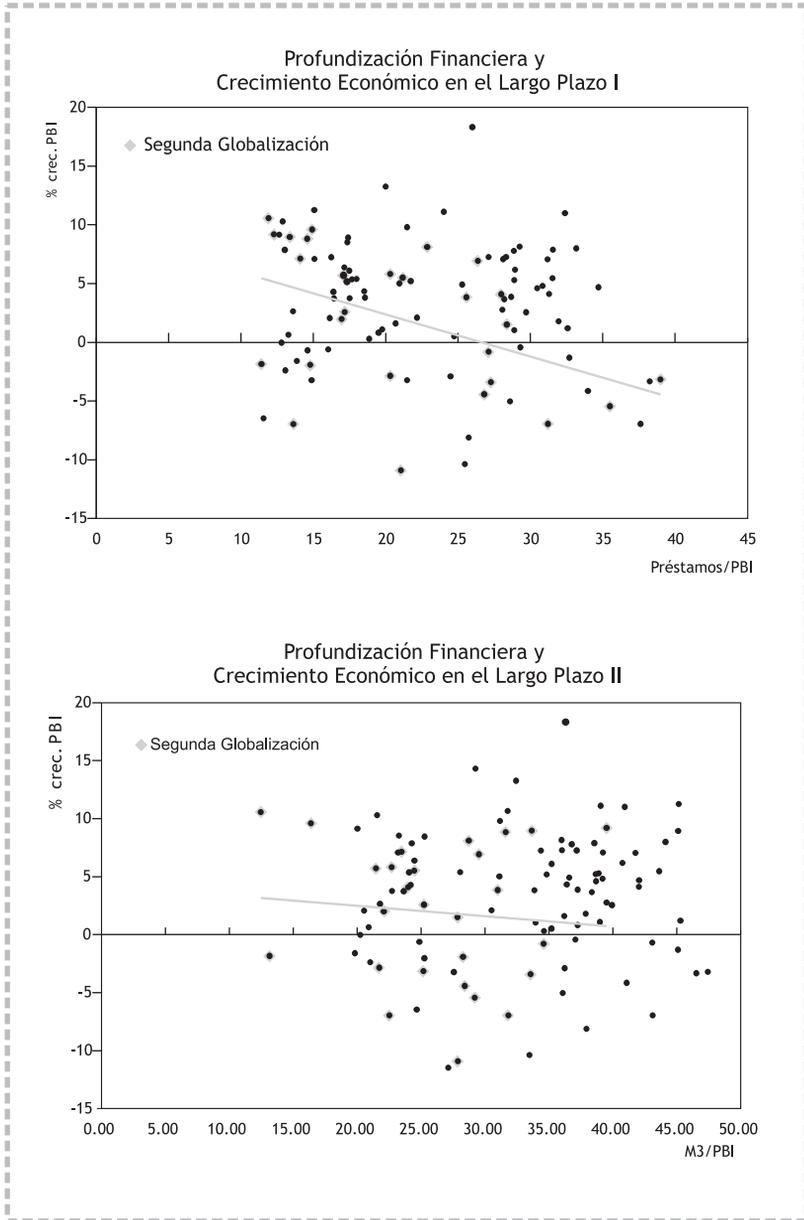
(2) Porcentaje de caída total del PBI per capita.

(3) Caída acumulada en las proximidades de la crisis.

Fuente. *Idem* cuadro 1

La gran volatilidad que muestran las series da lugar a hechos algo anti-intuitivos como, por ejemplo, que la relación entre crédito y crecimiento tiende a ser negativa durante el actual período de globalización (ver Panel 2). Obviamente, esto se relaciona con el hecho de que los aumentos en la oferta de crédito fueron artificialmente impulsados por reglas de juego inconsistentes que finalmente desembocaron en crisis financieras.

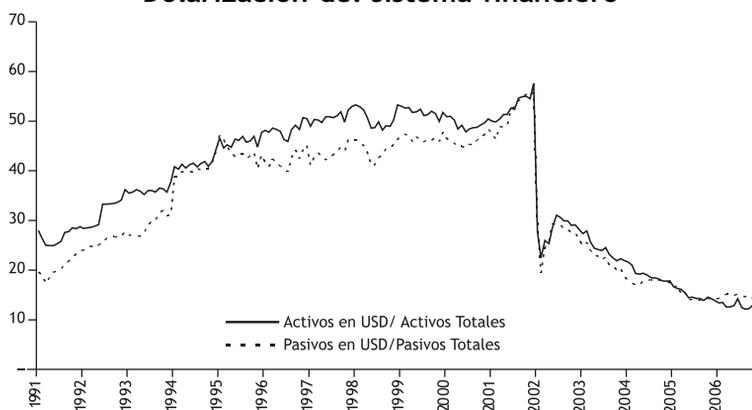
Panel 2



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005) y Beck et al. (2006)

Una característica muy asociada con la volatilidad es que la composición del crédito suele exhibir variaciones sustanciales en períodos de tiempo relativamente breves. Este fue el caso en lo que hace a la participación del crédito público y la dolarización en los últimos años. El gráfico 8 muestra la evolución cambiante del grado de dolarización del sistema financiero. Hacia 1991 un 28% de los activos y un 20% de los pasivos se denominaban en moneda extranjera. Tres años después, en el momento del *tequilazo* tanto los activos como los pasivos en moneda extranjera rozaban el 50% de los totales, porcentajes que se mantuvieron hasta las postrimerías de la crisis, cuando vuelven a subir (aunque los pasivos suben a mayor velocidad). La pesificación del sistema implementada por el gobierno como respuesta a la crisis reduce abruptamente el grado de dolarización, proceso que continúa hasta la actualidad².

Gráfico 8
Dolarización del sistema financiero



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

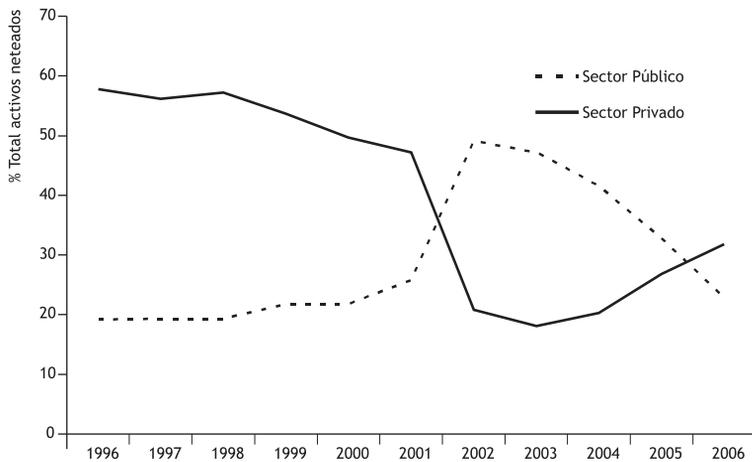
2 Tras el abandono del régimen de convertibilidad una parte sustancial de las obligaciones en dólares del sector privado con el sistema financiero fueron convertidas a razón de un peso por cada dólar, mientras que los depósitos (aquellos que habían sido reprogramados), fueron convertidos a una paridad de 1,4 pesos por dólar quedando indexados por CER. Sin embargo, debe destacarse que con el objeto de atenuar el impacto de la pesificación asimétrica en los balances de los bancos, y dado el peso de los activos del sector público en estas carteras, se optó por convertir a \$ 1,40 por dólar todas las obligaciones denominadas en moneda extranjera del Sector Público Nacional, Provincial y Municipal vigentes al 3 de febrero de 2002. Los montos así pesificados serían luego ajustados por CER, disponiéndose además las tasas máximas de interés aplicables para los diferentes tipos de activos.

En segundo lugar, se reemplazó la indexación al CER de los préstamos por debajo de ciertos montos por un ajuste según el CVS (Coeficiente de Variación Salarial).

En tercer término, debe mencionarse que las deudas bajo legislación extranjera plantearon un problema particular, dado que su pesificación efectiva estaba fuera de las atribuciones del gobierno nacional y porque se precisaba particular cautela en el tratamiento de los pasivos externos de los bancos para no perjudicar indebidamente el flujo de crédito comercial y, por otra parte, el mínimo acceso al fondeo externo que todavía conservaban las instituciones locales tras el default.

La participación del sector público no es menos cambiante. El gráfico 9 muestra la participación del crédito al sector público no financiero y al sector privado en el crédito total. Luego de haber ganado participación en la primera parte de los noventa, el crédito privado comienza a ser desplazado por el crédito público. La crisis produce una fuerte caída en el crédito privado, que sólo muestra signos de recuperación en los últimos años.

Gráfico 9
Exposición del sistema financiero por tipo de Agente

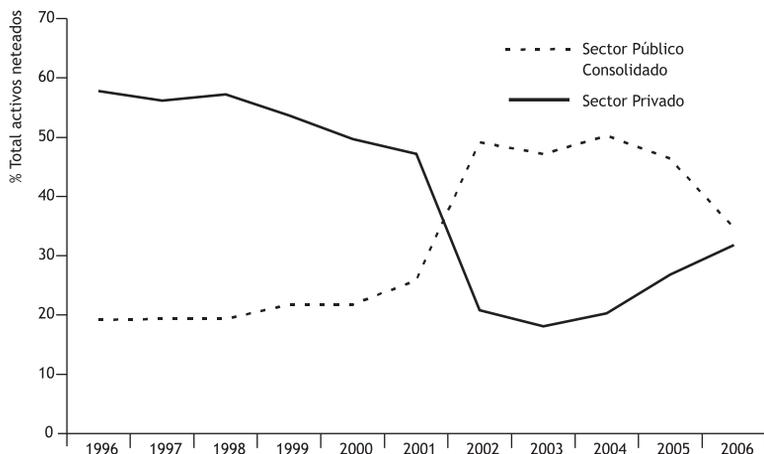


Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

Es importante tomar en cuenta que dentro de los créditos al sector público no se computan los títulos emitidos por el banco central con objetivos de esterilización. Si se contabilizan los títulos emitidos por el banco central en poder de los bancos, el resultado cambia. El gráfico 10 muestra el sector público consolidado. Nótese que la colocación de títulos del banco central adiciona 10 puntos porcentuales a este indicador.

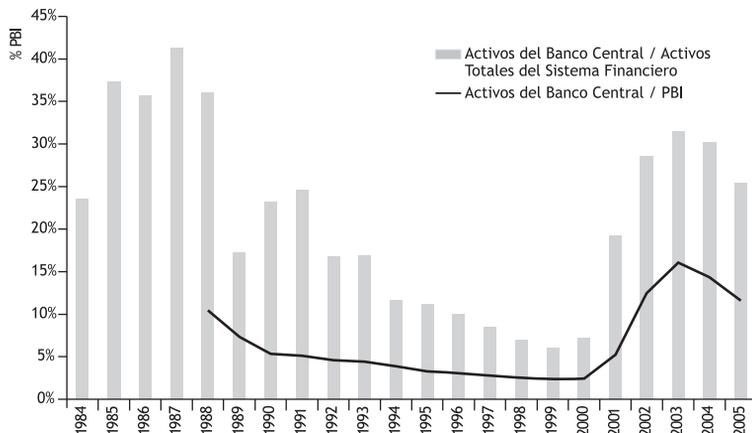
A partir de las políticas de intervención del banco central la emisión de deuda del banco central comenzó a tener importancia en términos macroeconómicos. La deuda alcanza en la actualidad valores cercanos a 5 puntos del PBI. Aproximadamente un 80% de esta deuda es mantenido en la cartera de los bancos. Sobre la composición, la mitad corresponde a deuda pactada en moneda doméstica, términos nominales y de corto plazo y en segundo lugar se ubica la emisión de títulos indexados por precios. La importancia creciente de la esterilización refleja la política del banco central de acumular reservas internacionales a un alto ritmo. Como resultado, la participación de los activos del banco

Gráfico 10
Exposición del sistema financiero por tipo de Agente



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 11
El Banco Central en el sistema financiero



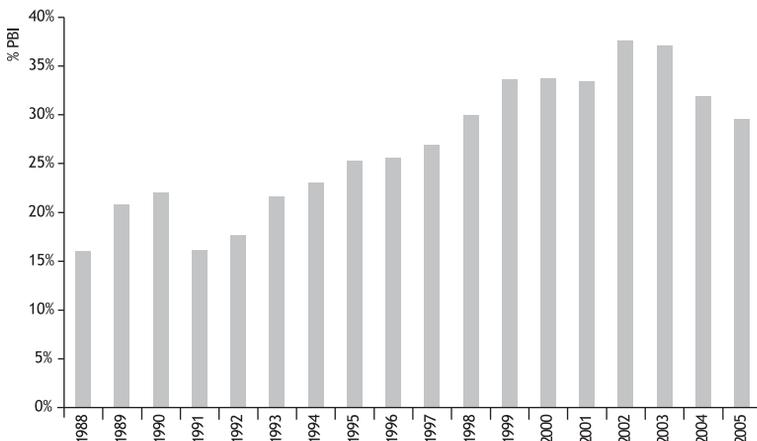
Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

central en el total de activos del sistema ha ido creciendo, llegando a representar más de un cuarto del total del activo del sistema en los últimos tres años (ver gráfico 11).

2.3. Morfología

En lo que sigue utilizaremos una serie de indicadores a los efectos de caracterizar la estructura bancaria. Comenzamos con el tamaño, medido en base al cociente entre los activos totales de las entidades financieras y el PBI. Durante la convertibilidad, los activos totales de los bancos crecieron en forma sistemática por encima del PBI. Como consecuencia, el ratio activos/PBI pasó del 21% en 1990 al 34% en 1999 (ver gráfico 12). Luego de la crisis el tamaño del sistema financiero se redujo, pero aún así se mantuvo por encima de los valores previos a la convertibilidad. Como resultado en el período 1990-2005 el ratio bajo análisis se ubicó en promedio en el 34%.

Gráfico 12
Activos totales en el sistema bancario



Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

¿Qué representa este 34% desde una perspectiva comparada? Este valor se ubica muy por debajo de los países con sistemas financieros desarrollados, donde usualmente supera el 100% (EEUU: 194%, Alemania: 125%, Portugal: 111%). Lo que es sorprendente es que también se ubique por debajo de países latinoamericanos, como Brasil (66%), Uruguay (54.3%) y Chile (78%). Parece claro que el sistema financiero argentino es pequeño.

La perspectiva es algo más alentadora con respecto a la evolución temporal. El cuadro 3 exhibe la evolución en los últimos diez años en comparación con los países del MERCOSUR, de la zona euro y otros. La expansión del sistema financiero argentino es mayor al del resto de las economías consideradas. Este hecho sugiere, por una parte, que el sistema tiene un gran potencial de crecimiento justa-

mente debido a su reducido tamaño y, por otra, que tal crecimiento muestra una cierta tendencia a la inestabilidad.

Cuadro 3
Evolución del tamaño del sistema financiero
en países seleccionados (1991=100)
Indicador: Activos Totales / PBI

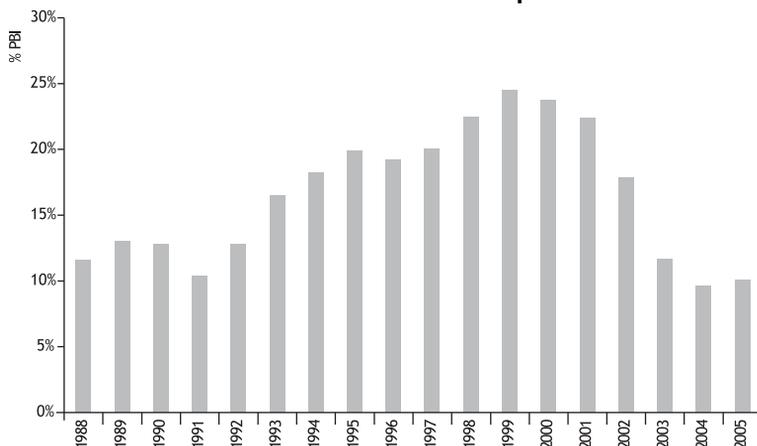
Zona MERCOSUR	1995	2000	2005
Argentina	135,02	172,86	217,95
Brasil	90,72	144,67	157,46
Paraguay	158,45	160,85	106,87
Uruguay	88,97	166,36	137,35
Venezuela	84,77	48,45	42,32
Zona EURO	1995	2000	2005
Francia	97,11	97,65	104,41
Alemania	118,65	136,40	128,92
Italia	107,36	114,70	128,63
España	117,73	156,70	185,55
Portugal	97,46	106,25	138,12
Otros	1995	2000	2005
UK	99,81	108,15	135,65
Estados Unidos	117,25	153,31	167,61
Japón	112,37	60,77	62,76
HK-China	103,67	112,92	110,49

Fuente: Elaboración Propia en base a Beck et al. (2006)

Ya hicimos notar más arriba que un síntoma explícito de los problemas que enfrenta el sistema bancario para incrementar su profundidad de manera estable es la volátil evolución del crédito bancario al sector privado. En los noventa el crédito al sector privado más que se duplicó, llegando a representar un cuarto del PBI hacia 1999. Posteriormente, la crisis redujo drásticamente el crédito en términos del PBI, hasta hacerlo volver a los valores de 1991. Nótese que la caída de este componente del activo de los bancos se dio en una forma mucho más pronunciada que los activos totales, por lo que se verifica un sesgo anti-crédito privado en la etapa de la post-convertibilidad.

El promedio de generación de crédito privado por parte de sistema bancario se ubicó en el período 1990-2005 en el 17% del PBI. Este guarismo está muy lejos de los correspondientes a los países con sistema financiero basado en bancos, en los cuales es cercano a 100% (112% para Japón y 99% para Alemania). Aún en la

Gráfico 13
Crédito bancario al sector privado



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

perspectiva regional la generación de crédito privado es magra: los valores argentinos son inferiores a Brasil (24%), Uruguay (33%) y Paraguay (18%). El cuadro 4 muestra la evolución temporal de la variable que estamos examinando. Puede verse allí el camino recorrido por la Argentina: fuerte expansión seguida de fuerte contracción. No obstante, debido a las crisis que afectaron a los países del MERCOSUR, esta evolución de la Argentina no es tan contraste cuando se la mira desde la perspectiva regional. Obviamente, este es un síntoma claro de los problemas de subdesarrollo financiero de la región como un todo.

El ratio de depósitos sobre PBI, aunque menos volátil que el crédito, también muestra una trayectoria poco alentadora: se expandió de manera significativa entre 1991 y 1999, pasando de 6 a 26 puntos del PBI pero esta trayectoria se vio interrumpida por la crisis, cuando el nivel de depósitos se achicó en 5 puntos del PBI.

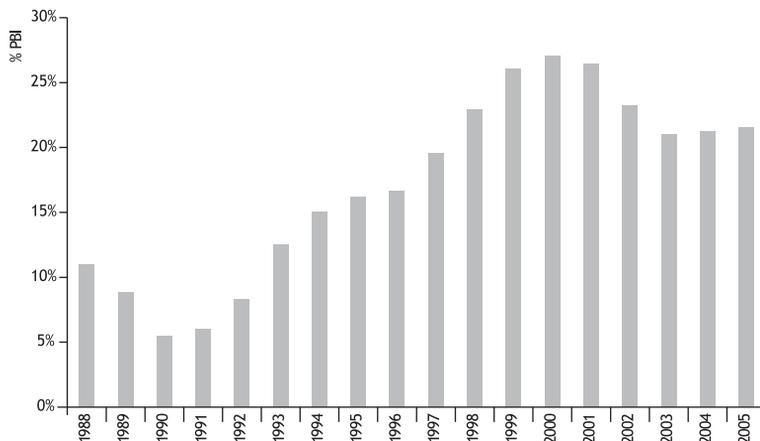
En promedio, en el período 1990-2005 el ratio depósitos/PBI se ubicó en 18% mientras que en los países con intermediación basada en bancos suele superar el 50% (Alemania: 69%, Portugal: 85%, Francia: 54%). Valores similares a los de Argentina se registran en la zona MERCOSUR (Brasil: 19%; Paraguay: 20%), salvo Uruguay, cuyo ratio de depósitos a PBI promedio para el período mencionado llega a 39%. En el cuadro 5 puede verse que la velocidad de crecimiento de los depósitos en relación PBI en la Argentina en el primer lustro de los noventa es muy superior a la del resto de los países considerados, aunque no ocurre lo mismo con posterioridad a la crisis.

Cuadro 4
Evolución del tamaño del sistema financiero
en países seleccionados
Indicador: Crédito al sector privado / PBI (1991=100)

Zona MERCOSUR	1995	2000	2005
Argentina	190,95	227,50	96,98
Brasil	157,65	142,23	161,85
Paraguay	164,32	180,80	102,26
Uruguay	106,86	244,62	133,18
Venezuela	46,61	61,85	68,89
Zona EURO	1995	2000	2005
Francia	91,11	86,81	96,59
Alemania	111,68	131,25	126,47
Italia	99,16	127,26	155,68
España	129,99	234,40	282,32
Portugal	90,77	116,11	168,50
Otros	1995	2000	2005
UK	98,03	110,19	138,68
Estados Unidos	96,81	108,54	124,78
Japón	99,21	100,63	84,91
HK-China	100,37	105,28	99,23

Fuente: elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

Gráfico 14
Depósitos bancarios totales



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Cuadro 5
Evolución del tamaño del sistema financiero
en países seleccionados (1991=100)
Indicador: Depósitos totales / PBI

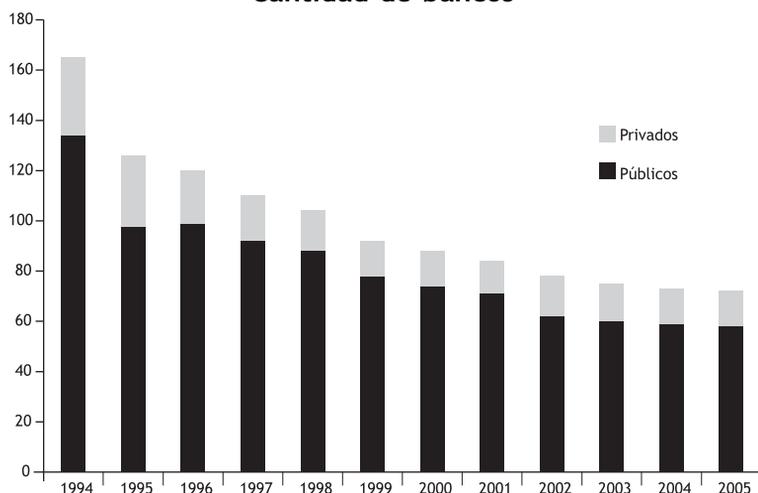
Zona MERCOSUR	1995	2000	2005
Argentina	270,14	452,13	359,19
Brasil	107,03	114,92	125,05
Paraguay	145,67	175,41	140,88
Uruguay	80,40	124,34	129,79
Venezuela	75,44	54,39	64,82
Zona EURO	1995	2000	2005
Francia	105,77	109,15	119,91
Alemania	108,57	170,31	185,20
Italia	95,17	86,55	93,04
España	119,24	120,29	118,82
Portugal	102,80	121,89	153,38
Otros	1995	2000	2005
UK	71,68	115,56	139,53
Estados Unidos	85,65	91,80	97,29
Japón	99,70	110,21	107,23
HK-China	92,10	167,74	209,91

Fuente.: elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

En conclusión, en base a los indicadores usualmente utilizados para medir el tamaño del sistema bancario puede afirmarse que el sistema argentino es pequeño en comparación con los países con sistemas financieros basados en bancos. En la comparación con los países del MERCOSUR los resultados no son tan concluyentes, salvo si se comparan los sistemas financieros de Argentina y Uruguay. No obstante esto, todos los indicadores muestran que la década del noventa se caracterizó por un espectacular crecimiento del sistema bancario argentino-en particular en el primer lustro de dicha década. Posteriormente la crisis redujo la intermediación y en la post-convertibilidad el crédito al sector privado disminuyó en forma particularmente fuerte.

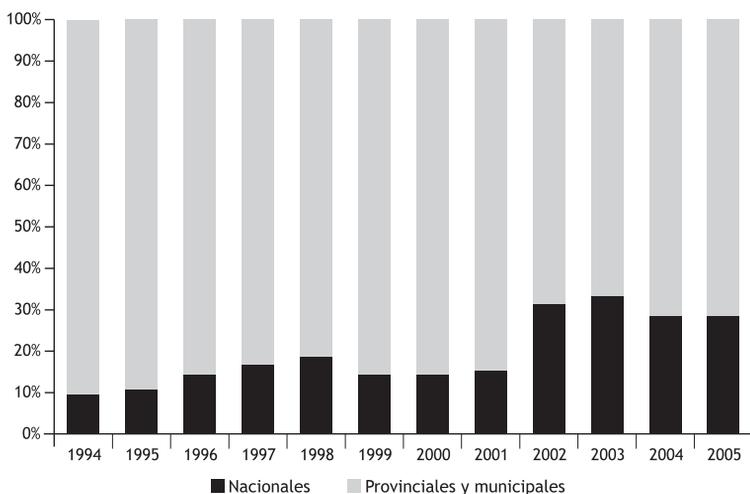
Un fenómeno que contribuyó a cambiar de manera sustancial la estructura del sistema bancario fue la reducción en la cantidad de bancos, fenómeno éste que se asocia tanto con las reformas como con la crisis. En la década de los noventa la cantidad de bancos se reduce a la mitad: de 165 bancos listados en 1993, hacia el año 2001 sólo quedaban 84. Luego de la crisis la cantidad de bancos siguió disminuyendo. En el gráfico 15 puede observarse que en el marco de este proceso hacia una mayor concentración desaparecieron tanto bancos públicos como privados.

Gráfico 15
Cantidad de bancos



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 16
Bancos de capital público



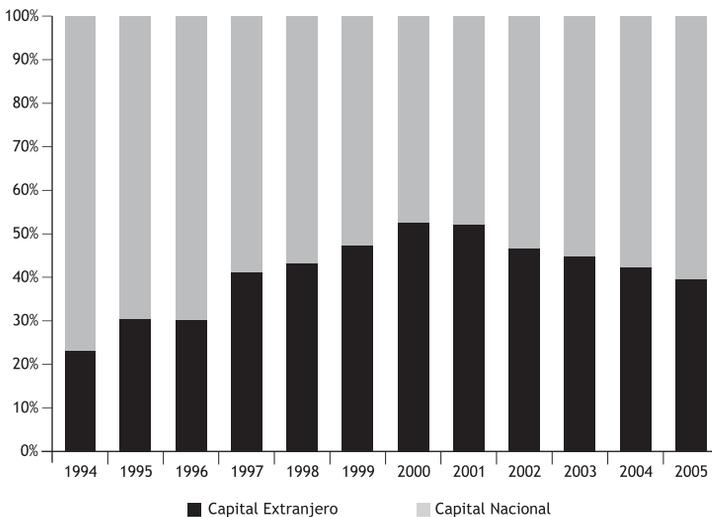
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En el contexto del ajuste de los bancos públicos, los que más se redujeron fueron los bancos provinciales y municipales: de representar un 90% del número total de bancos públicos en 1993 pasaron a representar un 83% en 2001. Este pro-

ceso se acentuó en la post-convertibilidad: para el año 2005 la cantidad de bancos públicos no nacionales representaba el 71% del total de bancos públicos. En la actualidad, aproximadamente un sexto de los bancos es de capital público.

La cantidad de bancos privados pasó de 134 a 71 entre 1993 y 2000. La mayor parte de esta reducción es explicada por la desaparición de entidades de capital nacional. De hecho, de un total de 103 bancos (incluyendo los cooperativos) nacionales en 1993, en el año 2000 sólo quedaban 35. Luego de la crisis, no obstante, la banca nacional recuperó terreno. La cantidad de bancos extranjeros se redujo a la mitad, mientras que se abrieron nuevas entidades de capital nacional. Una nota merecen los bancos cooperativos. Hacia 1994 existían 34 bancos cooperativos, lo que representaba un 23% del total de bancos del sistema. Durante los noventa 32 bancos desaparecieron. En la etapa de la post-convertibilidad, que parece marcar un cambio hacia los bancos de capital nacional, no se creó ningún banco cooperativo.

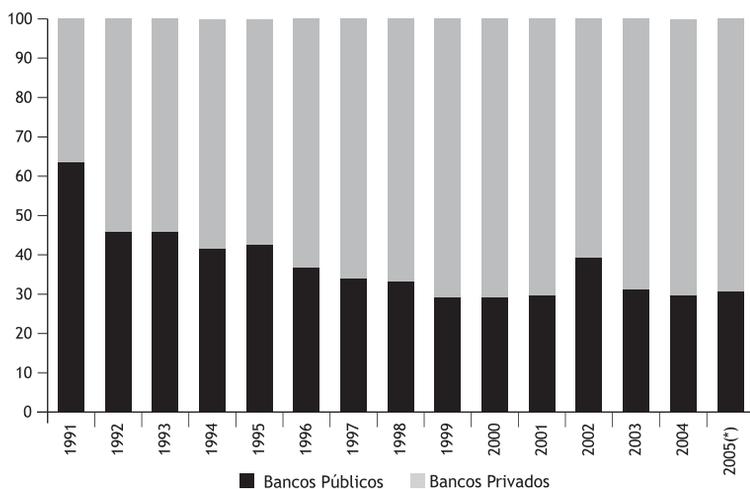
Gráfico 17
Bancos de capital privado



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

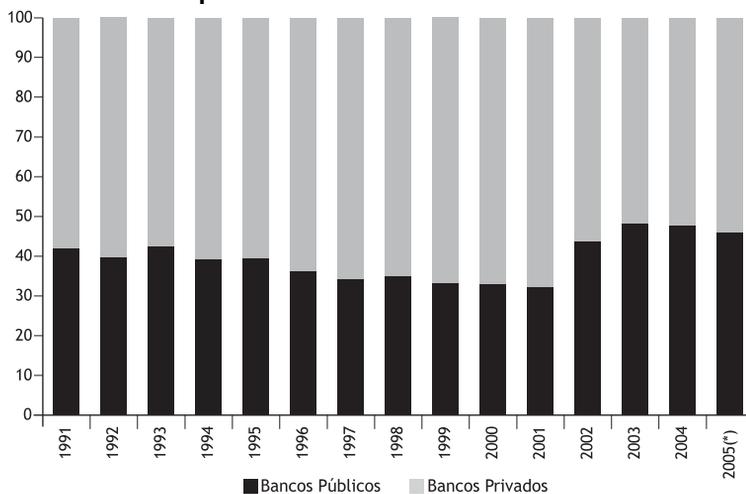
En lo que hace a la distribución de los préstamos por tipo de banco, la reestructuración de los noventa sesgó el otorgamiento de los préstamos hacia la banca privada, que llegó a colocar el 70% de los mismos en el año 2000, mientras que en 1993 sólo otorgaban un 55% de los préstamos. La crisis no cambió esta situación de manera significativa y las proporciones correspondientes a la banca pública y privada se mantienen en la etapa post-convertibilidad.

Gráfico 18
Préstamos del sistema bancario



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 19
Depósitos del sistema bancario



Fte.: elaboración propia en base a BCRA

La asignación de depósitos entre bancos públicos y privados evolucionó en el mismo sentido durante los noventa. En 1993 la banca pública captaba el 42% de los

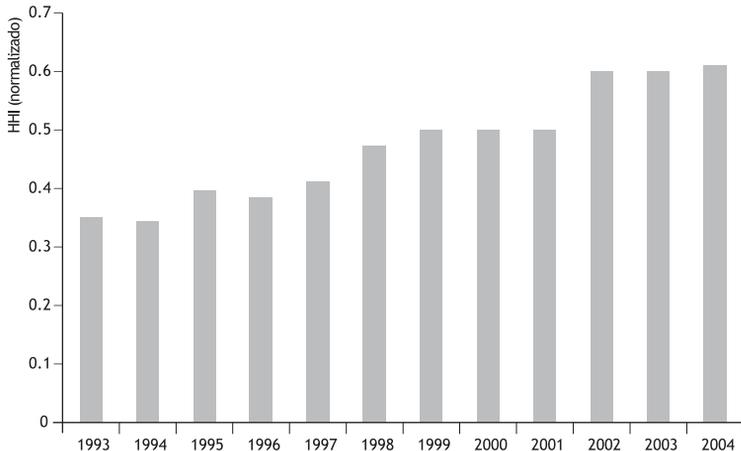
depósitos totales del sistema financiero mientras que hacia fines de los noventa captaba sólo el 33%. Con posterioridad a la crisis, sin embargo, además de existir una caída en el nivel agregado de depósitos se observó un pasaje del sector privado al sector público. Este hecho se consolidó en la post-convertibilidad; la captación de depósitos por bancos públicos alcanzó el 46 % de los depósitos totales del sistema en el año 2005 (ver gráfico 19).

Con el objeto de medir el grado de concentración en el sistema bancario utilizaremos dos indicadores. El primero es el índice de Herfindahl-Hirschman (H-H de aquí en adelante), definido en base a la suma de los cuadrados de las participaciones de mercado de cada firma. El gráfico 20 muestra el indicador H-H normalizado basado en los activos totales del sistema bancario, definido como:

$$H^* = \frac{\sum_i S_i^2 - \frac{1}{N}}{1 - \frac{1}{N}}$$

Donde S_i es la proporción de los activos de la institución financiera “i” en relación a los activos totales del sistema y N es el total de instituciones financieras³. Allí puede verse que, para el total de entidades, en los noventa la concentración aumentó: de 0.35 en 1993 a 0.51 en el año 2000. Es interesante notar que luego de la crisis el sistema se concentró aún más.

Gráfico 20
Índice de concentración bancaria

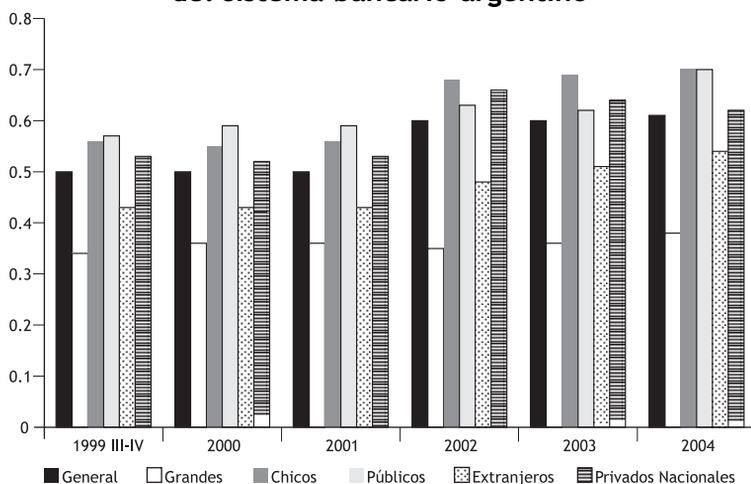


Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

³ Se elaboró el mismo indicador, pero teniendo en cuenta los depósitos en vez de los activos totales. Los resultados no difieren substancialmente, por lo que no se presentan aquí.

Para explorar este hecho en mayor detalle recurrimos al índice de Herfindahl sectorial del sistema bancario (ver gráfico 21). Allí pueden detectarse algunos hechos de relevancia. El primero es que la concentración es mayor en el sector de los bancos pequeños (con menos de 1% del total de activos del sistema) que en los bancos grandes. El segundo, es que la concentración creció fuertemente en la esfera de los bancos públicos y, en menor medida, en los bancos de capital extranjero, mientras que disminuyó en el sector de los bancos de capital privado. El resultado final es que el sistema financiero post-convertibilidad es uno con pocos bancos públicos y pocos bancos pequeños.

Gráfico 21
Índice de herfindahl sectorial
del sistema bancario argentino



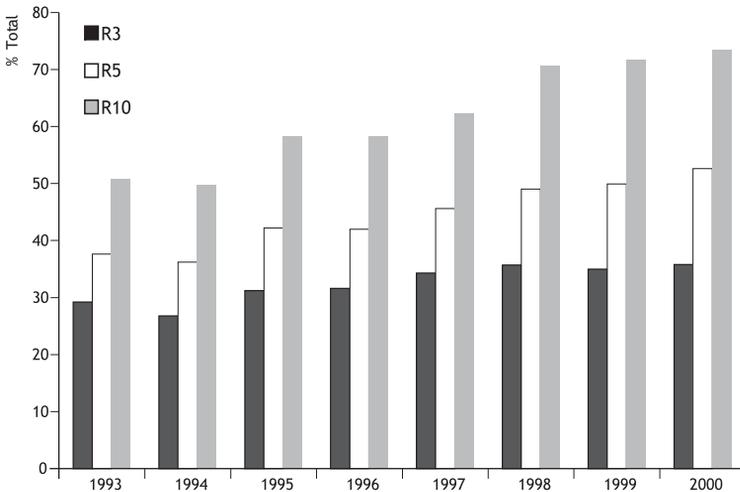
Fuente.: BCRA

El segundo indicador que utilizaremos para evaluar el grado de concentración es la proporción del agregado financiero que captan las instituciones financieras de mayor tamaño. En el gráfico siguiente se muestra la proporción de depósitos captado por las 3, 5 y 10 mayores instituciones financieras. Allí puede verse que si bien las 3 más grandes aumentaron su participación, son las diez primeras las que tomaron mayor protagonismo. Esto indica que la dinámica de concentración operó generando una mayor diferencia entre las primeras diez y el resto.

En suma, los indicadores de concentración de mercado indican claramente que existe una tendencia a una mayor concentración que, en principio, podría dañar la competencia y con ello la eficiencia. Sin embargo, hay que tener en cuenta que este fenómeno también tiene beneficios, relacionados con las economías de escala en la

selección de proyectos y monitoreo (V. Claessens y Laeven, 2005). Quizás, el problema de mayor envergadura es que dentro de este proceso puede haberse perdido parte de la capacidad del sistema de generar información sobre ciertos sectores y pequeñas empresas que eran atendidas por bancos cooperativos o entidades pequeñas con especialización regional que han desaparecido.

Gráfico 22
Concentración en el sistema bancario - Depósitos



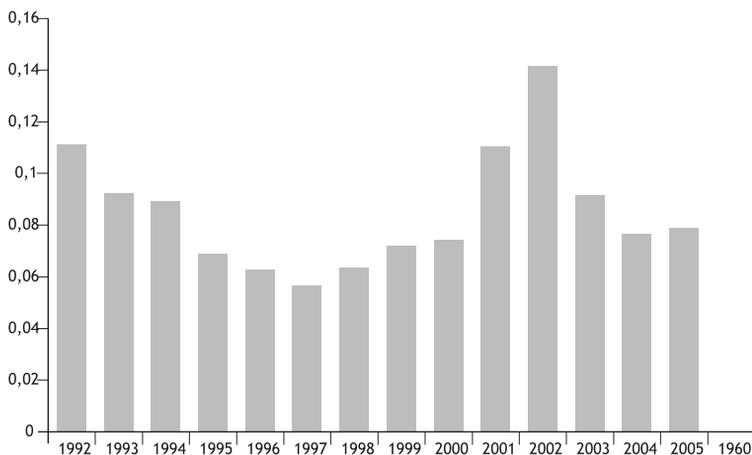
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

2.4. Eficiencia y rentabilidad

Con respecto a la eficiencia, el indicador usualmente utilizado es el *overhead* de costos sobre los activos totales, que muestra la incidencia de los costos fijos. Por construcción este ratio es muy sensible a las variaciones en el empleo y en los niveles salariales en las instituciones de crédito. En la comparación internacional el promedio para Argentina es alto. Por otro lado, el ratio parece moverse principalmente con el ciclo de crédito (ver gráfico 23).

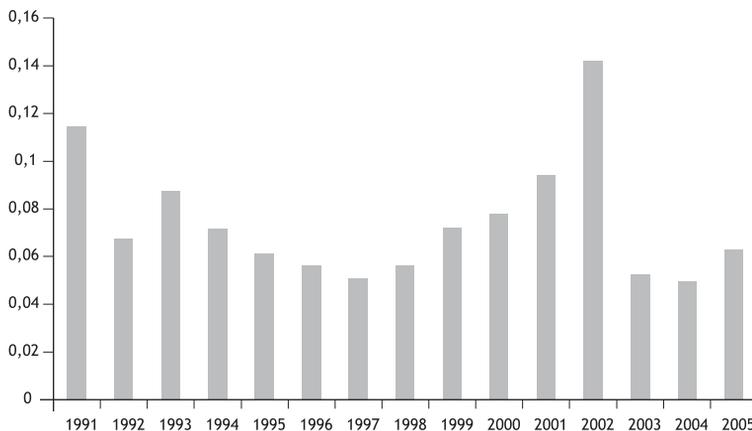
Con respecto a la rentabilidad, se suelen utilizar dos indicadores: el margen neto de interés y el retorno sobre los activos. Con respecto al primero, la evolución se muestra en el gráfico siguiente. Según este indicador, la rentabilidad habría sido muy alta en la crisis, muy baja en la post-convertibilidad y con forma de U en los noventa.

Gráfico 23
Sistema bancario: Overhead de costos/ Activos totales



Fuente.: elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

Gráfico 24
Rentabilidad del sistema bancario



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El gráfico 24 muestra adicionalmente un resultado aparentemente paradójico: el momento de mayor rentabilidad coincide con el momento de la crisis. El principal motivo detrás de esto se encuentra en la contabilidad que los bancos realizaron de los títulos públicos que el gobierno les otorgó como medida compensatoria con

posterioridad a la devaluación del peso. Esto se debió a que la pesificación del sistema financiero fue asimétrica, en tanto los depósitos en dólares se convirtieron a pesos a un valor de 1.40 pesos y se ajustaron por la inflación, mientras que los créditos se convirtieron a pesos a un valor de 1 peso por cada dólar de crédito otorgado. Los bancos imputaron contablemente estos títulos a partir de 2002, con anterioridad a haberlos recibido efectivamente. Así, la cuenta “compensación a recibir” del activo de los bancos ascendió hacia diciembre de 2002 a 17.111 millones de pesos, lo que representaba aproximadamente un 10% del activo total y el 60% del patrimonio neto. Adicionalmente, el stock de títulos públicos en tenencia de los bancos se valuaba contablemente a valor nominal residual, cuando en los hechos buena parte de la deuda pública se encontraba en *default*. Si se incorporan estas cuestiones a la hoja de balance de los bancos, el resultado financiero neto se vuelve negativo, lo que es consistente con el descalabro financiero que significó la última crisis en la Argentina (v. Corso, 2005).

3. MERCADOS DE VALORES

3.1 Globalización y mutaciones recientes en los mercados mundiales

Durante la actual etapa de globalización financiera los mercados de bonos se desarrollaron de manera significativa. Al respecto, Braun y Briones (2006) resaltan los siguientes hechos estilizados:

- En los últimos años, los mercados mundiales de bonos han crecido por encima del producto mundial. Así, mientras que en 1995 los mercados de bonos representaban un 53% del PBI, hacia 2003 representaban 70%.
- Hacia 2004 los mercados de bonos representaban cerca de un cuarto del PBI mundial, un 30% de la capitalización del mercado de acciones y un 17% del crédito doméstico al sector privado.
- La mayor parte de las emisiones de bonos se concentran en los países desarrollados. Estados Unidos y Japón, por ejemplo, concentran el 66% del total de emisiones de bonos (datos de 2004). América Latina (incluyendo el caribe), en tanto, representa menos del 1,5% del total.
- La mitad del stock total de bonos corresponde a emisiones del sector público (nuevamente para el año 2004). Esta relación se acentúa en los países en desarrollo (68% de los bonos los emite el sector público) y en América Latina en particular (79%).

Estos hechos indican que en el caso de las economías emergentes la participación en los mercados de bonos toma características particulares. En este sentido, cabe resaltar una serie de hechos. Primero, el sector público es el principal emisor quedando muy por delante del sector privado. Segundo, la profundidad de los mercados de bonos nacionales suele estar fuertemente influida por los movimientos de los flujos internacionales de capital, de tal manera que integración y profundización pueden ser difíciles de distinguir en la práctica. Tercero, los contratos de deuda —principalmente los de largo plazo— suelen estar denominados en moneda extranjera y, en ocasiones, la legislación aplicable puede también ser extranjera. Por último, como resultado de los puntos anteriores, el sector público puede verse envuelto en situaciones de alta vulnerabilidad que pueden generar dinámicas explosivas y episodios de volatilidad extrema (i.e. crisis).

En los últimos años, no obstante, la situación parece haber cambiado para un amplio conjunto de economías emergentes (Cf. Tovar y Jenneau, 2006) y, particu-

larmente, para las economías del MERCOSUR. El hecho más importante es que las economías del MERCOSUR están generando flujos superavitarios en la cuenta corriente, lo cual ha reducido la necesidad de financiamiento externo dentro de un contexto mundial en el que los EEUU han devenido en el mayor tomador de fondos prestables del planeta (Roubini y Setser, 2005). Esta nueva situación parece estar generando ciertas mutaciones. En particular, existe un proceso de desendeudamiento y de desdolarización de las nuevas emisiones de deuda, lo que contribuye a la estabilización y a la disminución en la probabilidad de una crisis futura.

En lo que sigue estudiaremos las características de los mercados argentinos de valores, con el propósito de analizar hasta qué punto la Argentina ha mutado su comportamiento. De esta forma, estudiaremos la evolución del mercado de bonos argentino desde una perspectiva comparada y analizaremos la evolución de los tres agentes emisores: el sector público no financiero, las empresas y el banco central.

3.2 Evolución reciente de los mercados de valores

Como lo mencionamos al comentar el gráfico 1, que muestra la participación de los diferentes mercados en la generación de crédito, en los últimos años ha habido una tendencia al aumento en la participación de los mercados de valores en relación al crédito bancario al sector privado que no fue una consecuencia de un mayor desarrollo financiero sino, básicamente, de las turbulencias financieras que tienen lugar a partir de 2001.

El cuadro 6 muestra datos comparativos que son de utilidad para evaluar el nivel de desarrollo de los mercados de valores argentinos sobre la base de estándares internacionales.

Del cuadro surge que el desarrollo de los mercados de acciones en función de la capitalización en relación al PBI es similar al de los países latinoamericanos grandes y mucho menor al de los países asiáticos del este y la OECD. Medido en función del *turnover* ratio, no obstante, el nivel del desarrollo es menor que en términos de *stocks*, lo que indica una baja liquidez del mercado. La situación de los mercados de bonos privados es cualitativamente similar.

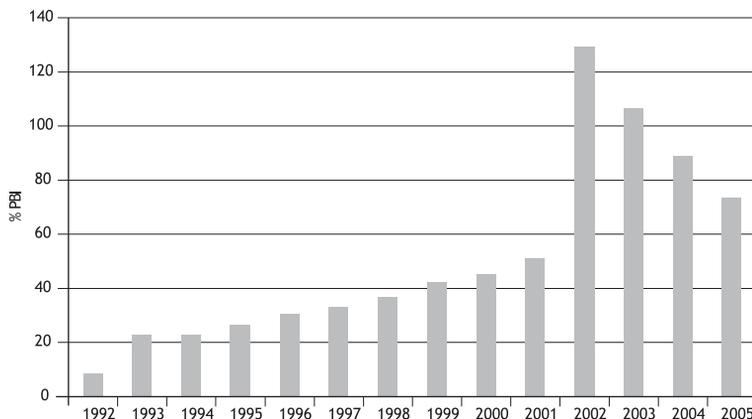
El gráfico 25 muestra la evolución de la emisión de deuda de tres agentes: el sector público no financiero, el sector corporativo y el banco central. Nótese que el stock de bonos pasó de representar un 8% del PBI en 1992 a representar un 51% en 2001. Posteriormente la devaluación y la pesificación que acompañaron la caída de la convertibilidad elevaron fuertemente la deuda pública – y de esta manera, a la deuda total- en relación al PBI. La renegociación de la deuda pública, con canje y quita, redujo luego este ratio hasta situarlo en 73,7% en el año 2005.

Cuadro 6
Indicadores de desarrollo financiero
Promedios 1990-2005, en %

Región / Indicador	Capitalización de mercado de valores / PBI	Valor total de las transacciones del mercado de valores / PBI	Turnover ratio del mercado de valores	Capitalización del mercado de bonos privados / PBI	Capitalización del mercado de bonos públicos / PBI	Crédito bancario al sector privado / PBI
Este de Asia y Pacífico	0,76	0,75	1,14	0,17	0,18	0,86
Europa y Asia central	0,17	0,06	0,38	0,01	0,21	0,28
América Latina y Caribe	0,70	0,51	0,66	0,35	0,46	1,00
Medio Oriente y Norte de África	0,31	0,04	0,27	0,05	0,08	0,17
Sur de Asia	0,28	0,13	0,49	0,08	0,28	0,33
África Subsahariana	0,26	0,04	0,15	0,05	0,14	0,28

Fuente: *Financial Structure Database, World Bank*

Gráfico 25
Tamaño del mercado de bonos (con atrasos del SP)

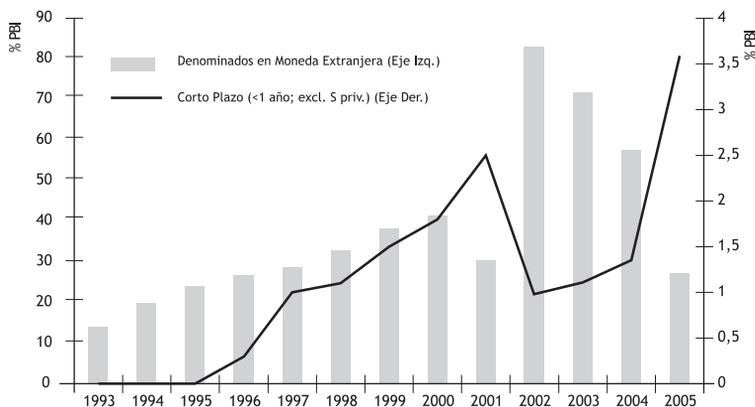


Fuente: *Fernández et al. (2006)*

Con respecto a la moneda de denominación y al plazo de denominación de los bonos, el gráfico 26 permite sacar dos conclusiones. La primera es que durante los noventa los bonos emitidos en moneda extranjera crecieron en una proporción mayor

al stock total de bonos. En 1993 un 60% de las emisiones se realizaba en moneda extranjera; hacia el año 2000 ese ratio ascendía al 90%. Luego de la salida de la convertibilidad la emisión de bonos se desdolarizó fuertemente, a tal punto de representar sólo un 37% del stock total para el año 2005. Con respecto a la duración, hemos considerado como corto plazo las emisiones con *maturity* menor a un año. Adicionalmente, se consideran sólo las emisiones del sector público consolidado. El gráfico muestra dos etapas de acortamiento relativo en los contratos de bonos: la segunda mitad de la década pasada y el período actual, en ambos casos llegando a superar los 2,5 puntos de PBI. La principal diferencia radica en la velocidad del acortamiento, más rápida en el segundo que en el primero.

Grafico 26
Dolarización y duración en el mercado de bonos de Argentina

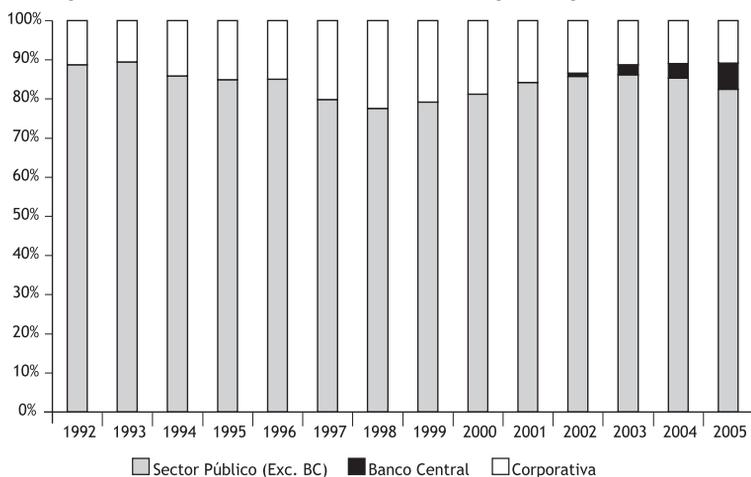


Fuente: Fernández et al. (2006)

3. 3 El sector público no financiero

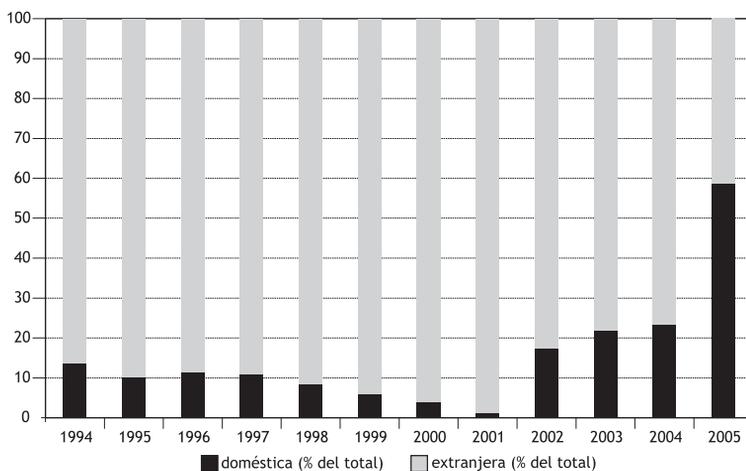
El gráfico 27 registra la participación relativa por tipo de emisor. Nótese que durante todo el periodo el principal emisor fue el sector público no financiero, aún por encima de los promedios mundiales y regionales mencionados más arriba. Sin embargo, a partir de 1996 se observó un crecimiento en la participación del sector privado, llegando en 1998 a representar más del 20% de las emisiones locales. Llamativamente, la caída relativa del sector público como emisor se sostiene hasta 2001, para sí empezar a revertirse luego de la crisis de 2002 y volver así a valores cercanos a los de principios de los noventa. Por último, nótese la creciente importancia de las emisiones del banco central en el último período.

Gráfico 27
Composición del mercado de bonos por tipo de emisor



Fuente: Fernández et al. (2006) y Levi Yeyati et al. (2006)

Gráfico 28
Stock de bonos del sector público no financiero por moneda de denominación



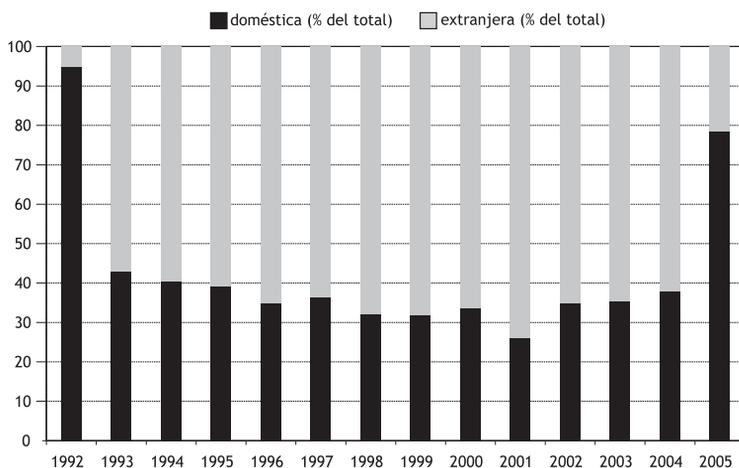
Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Durante los años noventa, la mayor parte de la deuda del gobierno nacional estuvo denominada en moneda extranjera (ver gráfico 28). Esta tendencia se acen-

tuó hacia el final de la década, llegando a un máximo en 2001, año en el cual la deuda en pesos representó sólo el 1.3% del total. La salida del régimen de convertibilidad permitió revertir este proceso. Como efecto del canje de deuda de 2004, la deuda doméstica pasa a representar 58.7% del total de la deuda del gobierno nacional. Nótese entonces el que el fenómeno de dolarización y desdolarización del mercado de bonos, que vimos más arriba, refleja básicamente lo ocurrido con la emisión de deuda de un único agente: el sector público no financiero.

Otra forma de ver la dolarización del mercado de bonos es analizar qué normativa es aplicable. La evidencia disponible para el caso argentino se presenta en el gráfico 29. Si la ley local es la que rige, podemos decir que el bono que se emite es doméstico; si, en cambio, rige la ley de un tribunal extranjero, diremos que el bono es externo. A partir del Plan *Brady*, desde 1993, la mayor parte de la deuda emitida por el gobierno nacional estuvo bajo normativa extranjera. Al igual que en el caso de la denominación, la proporción de la deuda bajo normativa extranjera alcanza su máximo en 2001. En 2005 la reestructuración lleva el porcentaje de deuda bajo legislación argentina al 78,3%.

Gráfico 29
Dolarización del stock de bonos del sector público no financiero por normativa aplicable



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Obviamente, la caída en la dolarización implicó un cambio en la unidad de denominación de los contratos. Al respecto, el gobierno generó un conjunto de alternativas. A los bonos nominales se le sumaron otros como bonos indexados a los precios y bonos atados a la evolución del PBI, que intentaban crear mercados de

bonos domésticos aún cuando desde la política monetaria no estaba definida el ancla nominal a largo plazo de manera precisa. En este marco, el mercado de bonos indexados con el nivel de precios creció fuertemente, hasta llegar a representar un 40% del stock total de bonos hacia el año 2005.

Con respecto a la duración, como se mencionó más arriba, la evidencia muestra un marcado crecimiento en la emisión de deuda de corto plazo en la segunda mitad de los noventa, pasando de representar 1% del stock de deuda del sector en 1996 a representar un 10,2% en 2001. Un punto interesante es el rol de las provincias en el endeudamiento del sector público consolidado. Como se observa en el cuadro 7, si bien las provincias participaron activamente en los mercados de bonos, lograron separar sus necesidades de financiamiento de los vaivenes de los mercados de bonos. La principal fuente de financiamiento fue el gobierno nacional, a través del Fondo Fiduciario.

Cuadro 7
Financiamiento de las provincias argentinas (1996-2005)

Año	Bonos	Deuda Total
1996	0,9	5,1
1997	1,3	4,0
1998	1,3	4,4
1999	1,7	5,8
2000	2,4	7,4
2001	4,4	11,2
2002	6,3	21,9
2003	3,8	18,8
2004	3,3	16,8
2005	2,6	14,2

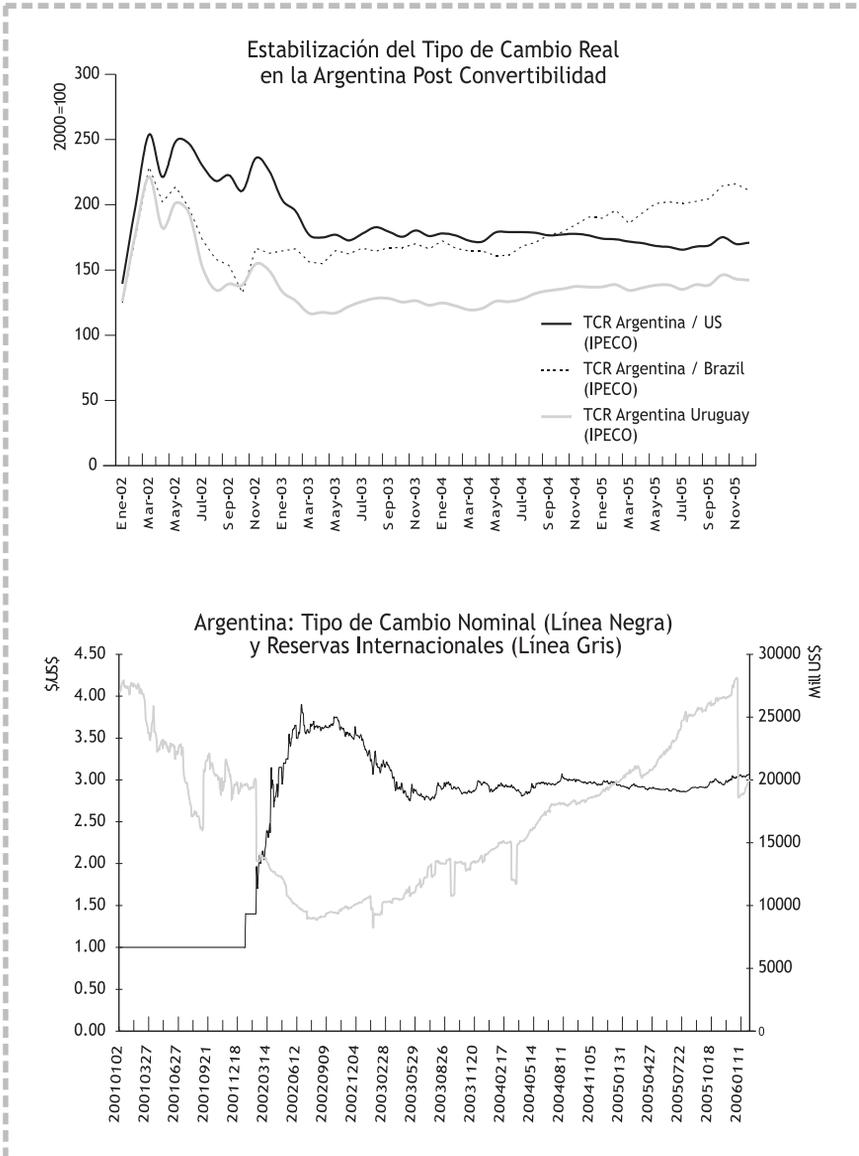
Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

3.4 El banco central

Un agente de creciente importancia en los mercados de bonos luego de la crisis es el banco central. A partir de mediados de 2003 el banco central inició *de facto* una política monetaria y cambiaria cuyo objetivo es controlar la evolución del tipo de cambio real a través del manejo del tipo de cambio nominal (V. Corso y Fanelli, 2006). En el panel siguiente puede observarse cómo el tipo de cambio nominal se mantuvo relativamente estable mientras que las reservas internacionales crecieron fuertemente reflejando el signo de la intervención del banco central. A la vez, el

segundo gráfico muestra que el tipo de cambio real se mantuvo en una banda pequeña, por lo que el objetivo cambiario logró cumplirse en todo el período.

Panel 3 El régimen cambiario en la Argentina



Bajo un régimen de dominancia de la política cambiaria sobre la política monetaria, la cantidad de dinero guarda una relación estrecha con los intercambios de divisas entre residentes y no residentes: en particular, a mayor entrada neta de divisas, mayor la cantidad de dinero en circulación. Así, ante un aumento en la oferta de divisas como el que ocurrió en la Argentina en los últimos años de manera sostenida, es esperable un aumento en el stock de reservas internacionales en poder del banco central. Si la autoridad no desea convalidar pasivamente la tasa de inflación se verá obligada a esterilizar, como de hecho ocurrió. El cuadro siguiente muestra la evolución del stock de títulos del banco central. Nótese la creciente importancia de este stock en relación al PBI. Como los títulos del BCRA son de duración corta, ello explica casi completamente el ya mencionado acortamiento de la *maturity* en el mercado de bonos en los últimos años.

Cuadro 8
Deuda del banco central (% PBI)

Año	Moneda Extranjera	Nominal CP	Nominal LP	Index Precio CP	Index Precio LP	Index int. LP	Total
1998	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1999	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2001	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2002	0,21	0,98	0,00	0,00	0,00	0,00	1,19
2003	0,06	0,97	1,20	0,14	0,37	0,00	2,74
2004	0,04	0,93	0,80	0,42	1,15	0,00	3,34
2005	0,02	2,30	0,41	0,39	1,25	0,57	4,94

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

3.5 El sector privado

La deuda emitida por el sector privado es baja en términos del PBI y más del 90% está denominada en moneda extranjera. El endeudamiento del sector privado fue creciente hasta 1999 y se estancó entre ese año y 2001. La crisis de 2002 significó un salto discreto en el tamaño de esta deuda como porcentaje del PBI. En 2005, la deuda en moneda extranjera volvió, en términos del PBI, a su valor pre-crisis, mientras que la importancia de la deuda en moneda doméstica no aumentó.

Una fuente alternativa de financiamiento desde 1995 lo constituyó la emisión de deuda respaldada por activos, i.e. los fideicomisos financieros. En el panel 4 se presenta la evolución de estos instrumentos de deuda financiera entre 1996 y 2005

Cuadro 9
Emisión de deuda privada (% PBI)

Año	Moneda doméstica		Moneda extranjera (1)	Total (2)	(1) / (2)
	Nominal	Indexada			
1990	0,00	0,00	0,05	0,05	100,00
1991	0,04	0,00	0,31	0,35	88,57
1992	0,20	0,00	0,78	0,98	79,59
1993	0,16	0,00	2,26	2,42	93,39
1994	0,18	0,00	3,05	3,23	94,43
1995	0,11	0,00	3,88	3,99	97,24
1996	0,10	0,00	4,50	4,60	97,83
1997	0,05	0,00	6,66	6,71	99,25
1998	0,08	0,00	8,16	8,24	99,03
1999	0,13	0,00	8,65	8,78	98,52
2000	0,14	0,00	8,40	8,54	98,36
2001	0,13	0,00	7,94	8,07	98,39
2002	0,29	0,01	16,96	17,26	98,26
2003	0,35	0,01	11,59	11,95	96,99
2004	0,38	0,00	9,34	9,72	96,09
2005	0,36	0,00	7,62	7,98	95,49

Fuente: Fernandez et al. (2006)

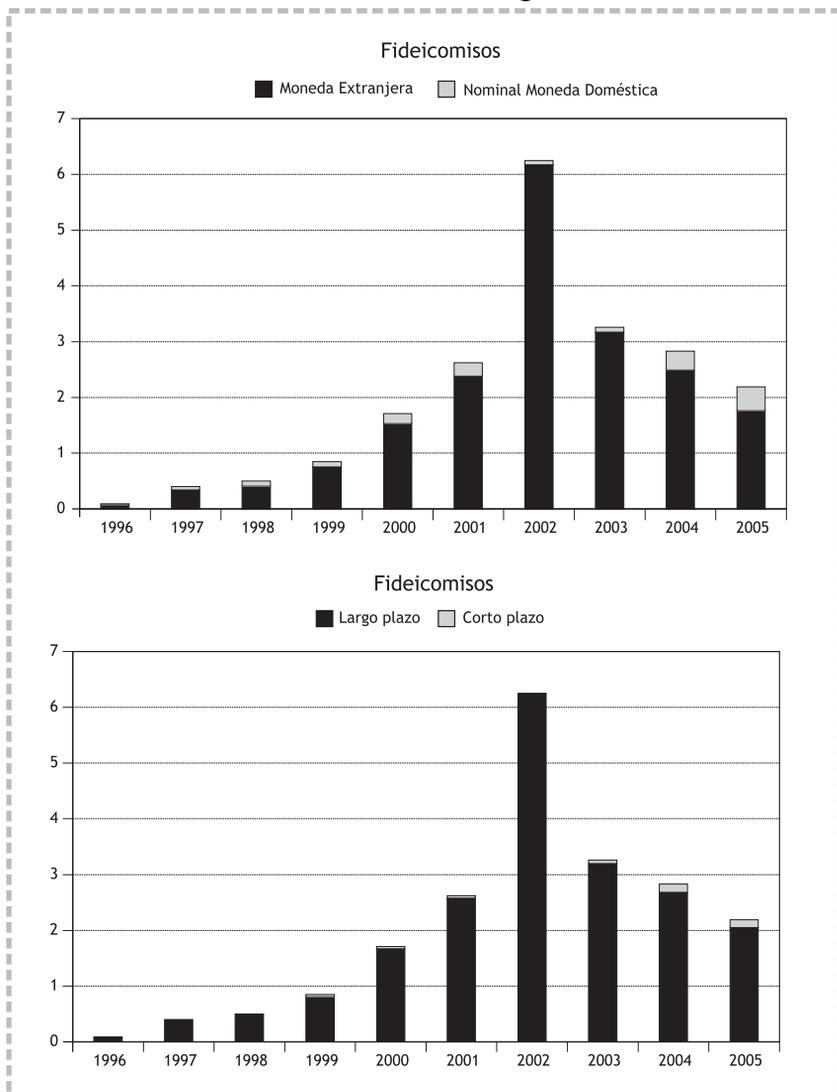
como porcentaje del PBI. Puede verse que la mayor parte está compuesta por instrumentos de largo plazo y en moneda extranjera. Hasta 2001 se observa una ligera tendencia al crecimiento en importancia de los fideicomisos en pesos. Pese a que esta dinámica se revierte entre 2002 y 2003, a partir de 2004 este proceso de desdolarización de los fideicomisos resurge con fuerza, junto con una mayor importancia de los fideicomisos de corto plazo.

El mercado de fideicomisos es de reciente creación. La “Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción” de 1995 creó el hasta entonces inexistente marco legal para la securitización de una variedad de activos mucho más amplia que el objetivo inicial de créditos inmobiliarios (por ejemplo, tarjetas de crédito y créditos personales).

Este segmento del mercado financiero fue el que mejor soportó la crisis de 2002 siendo, de hecho, los instrumentos que reabrieron los mercados de capitales. La mayor resistencia a la crisis se explica por motivos legales y económicos. Por un lado, este tipo de instrumento es distinto de los bonos corporativos dado que no entra en el balance de las firmas y tampoco está atado al *trust manager*. Por el otro lado, los fideicomisos están atados a una gran cantidad de pequeños deudores, lo que permite la diversificación de riesgo. Además, la proporción de morosidad entre

estos pequeños deudores fue relativamente menor a la de los bonos y deudas corporativas. Entonces, si bien los fideicomisos sufrieron la pesificación post-crisis, la combinación de activos encapsulados y deudores encapsulados hizo que este mercado se recompusiera muy rápidamente.

Panel 4 Los fideicomisos en Argentina



Fuente: IAMC (2006)

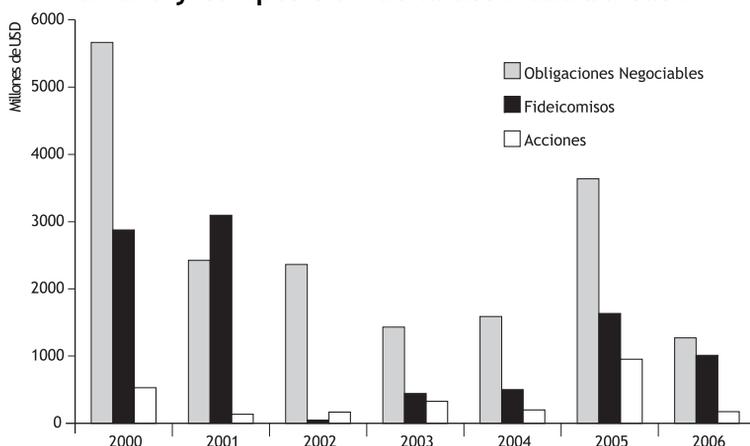
Los fideicomisos en Argentina son de muy corto plazo (muy pocos tienen una *maturity* mayor a un año), lo que hace que no existan mercados secundarios de importancia. Suelen estar denominados en la moneda del activo subyacente y reflejan, obviamente, el comportamiento de los sectores que los estructuran. En este sentido dos sectores fueron muy dinámicos luego de 2002: los vinculados a préstamos personales o tarjetas de crédito para financiar la compra de bienes de consumo durable, denominados en pesos y los relacionados con el financiamiento a pequeños y medianos productores agro exportadores, denominados en dólares con vencimiento más cercano a un año. Una de las particularidades de este mercado es que permitió a las PyMEs obtener financiamiento, gracias a que las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) pueden estandarizar “paquetes” de estos activos y hacerlos demandables por inversores institucionales como las AFJPs.

Otra fuente de financiamiento para el sector privado lo constituyen las acciones. El mercado de acciones de Argentina se concentra en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). En términos comparativos la evolución del mercado accionario es similar a la de Brasil y ampliamente superior a la de los demás socios del MERCOSUR. De hecho, en promedio para el período 1990-2005 la capitalización de mercado representó cerca del 30% del PBI para Argentina y Brasil, mientras que en Paraguay y Uruguay dicho ratio no supera el 10% (Cf. Beck et al., 2006). En el caso argentino son varios los instrumentos que componen la actividad bursátil: a los fideicomisos financieros explicados más arriba hay que sumarle los CEDEARs (certificados que permiten adquirir acciones de emisores del exterior), los ADRs (certificados de acciones de emisores domésticos que se transan en el exterior), obligaciones negociables (otorgan al obligacionista la opción de canjearlas por una cantidad de acciones representativas del capital social de la emisora, según una relación de conversión previamente estipulada) y acciones.

Con respecto a la estructura de la actividad bursátil, el gráfico 30 muestra la composición por tipo de instrumento correspondiente a la BCBA. Nótese allí que el ítem de mayor importancia es la emisión de obligaciones negociables, seguido por el fideicomiso financiero y muy por detrás por la emisión directa de acciones.

Con respecto al tipo de emisor, un par de cuestiones merecen atención. La primera es que la participación de las PyMEs en la bolsa de valores es muy baja, aunque de magnitud creciente en los últimos años. Efectivamente, mientras que en el año 2000 las PyMEs participaban en un 1,25% en el volumen de actividad bursátil, en el año 2006 lo hicieron en un 3,5%. Un análisis más detallado muestra que las fuentes de financiamiento de las PyMEs son cualitativamente distintas a las del resto de las empresas: los fideicomisos financieros y los pagos con cheques diferidos representan más del 90% de las emisiones de las primeras y menos de un 30%

Gráfico 30
Tamaño y composición de la actividad bursátil



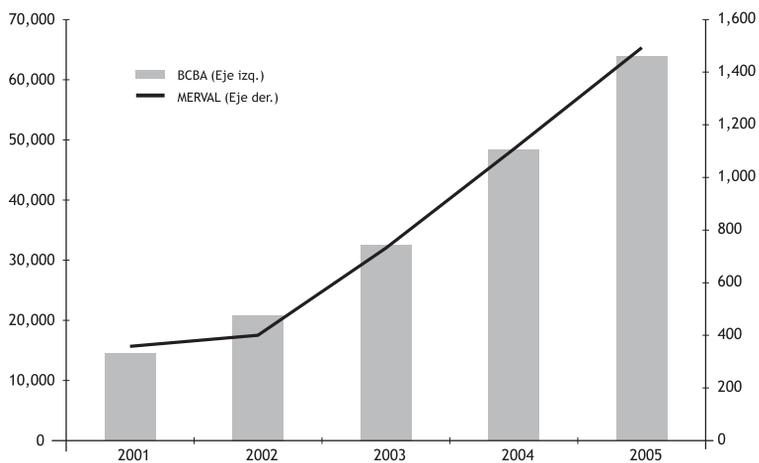
Fuente: Elaboración propia en base a datos del IAMC.

para las segundas. La segunda cuestión que merece atención es la participación sectorial en la emisión. Consistente con la política de tipo de cambio real alto, los sectores transables de la economía han tomado mayor importancia en las transacciones bursátiles. Hacia diciembre de 2003 un 42% de la capitalización bursátil correspondía al sector servicios, un 30% al sector financiero y un 28% a las actividades productivas; hacia diciembre de 2005 el sector servicios participaba en un 31% en la capitalización bursátil, un 34% el sector financiero y un 35% los sectores productivos.

Actualmente cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 105 empresas. Con respecto al volumen, las transacciones que involucraron emisión de acciones en el período 2002-2006 totalizaron 2492 millones de dólares, esto es, un 8,2% de la actividad bursátil total. La cantidad de suscripciones fue muy baja: 33 en todo el período mencionado. En los primeros años posteriores a la crisis, las emisiones tuvieron su causa principalmente en cuestiones de restructuración (un 70% aproximado); en el período 2004-2006 la emisión atendió primariamente a la recomposición del capital social (un 70% aproximado); así, recién en 2006 el grueso de la emisión de acciones (cerca de un 90%) tuvo como causa la necesidad de nuevo financiamiento.

La evolución de los valores de mercado se sigue a través de cuatro índices: el Merval, el Merval 25, el M.Ar. y el Burcap. El más utilizado es el primero, que computa el comercio de las 21 acciones principales. El gráfico 31 muestra su evolución en los últimos años, donde se observa la fuerte revalorización que ocurrió recientemente.

Gráfico 31
Evolución reciente del mercado bursátil



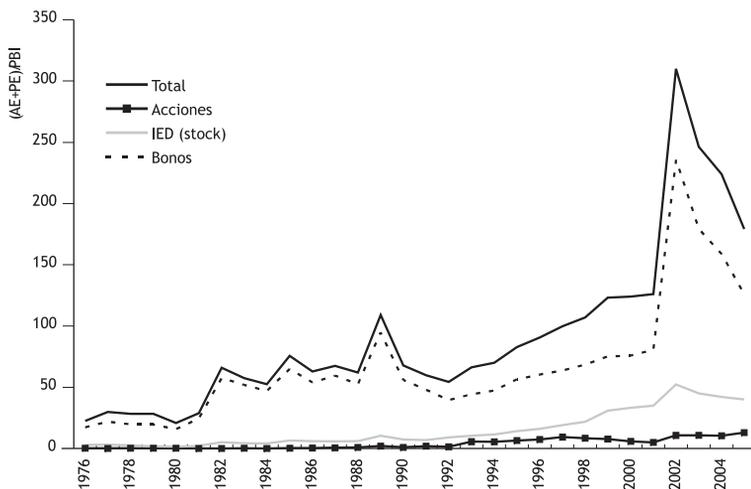
4. INTEGRACIÓN FINANCIERA, MERCADOS GLOBALES Y MERCOSUR

4.1 La evolución reciente de la integración financiera

En el contexto de globalización y reformas, el dilema para las economías emergentes no fue si integrarse o no al sistema financiero internacional, si no cuál debía ser la estrategia óptima de integración; esto es, qué secuencia de apertura debía seguirse y qué reglas había que aplicar para hacer consistente la arquitectura financiera doméstica con la arquitectura financiera internacional (Fanelli y Medhora, 1998). La Argentina no fue una excepción en este sentido: ha hecho ingentes esfuerzos por integrarse a los mercados internacionales, con resultados diversos.

El gráfico 32 muestra el grado de apertura financiera de la Argentina, definido como la suma de los activos y los pasivos externos por unidad de producto (Cf. Lane y Milesi Ferretti, 2006a). Nótese allí que, mientras en la década del 80 el crecimiento de los lazos financieros con el exterior fue moderado y volátil, en los

Gráfico 32
Apertura financiera en la Argentina
1976-2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Lane y Milesi Ferretti (2006a) y MECON (2007).

noventa fue más profundo y estable. Con acreencias y deudas nominadas en divisas, la salida de la convertibilidad elevó el valor del indicador; luego, la reestructuración de la deuda externa pública y la política de desendeudamiento lo hicieron bajar en los años recientes.

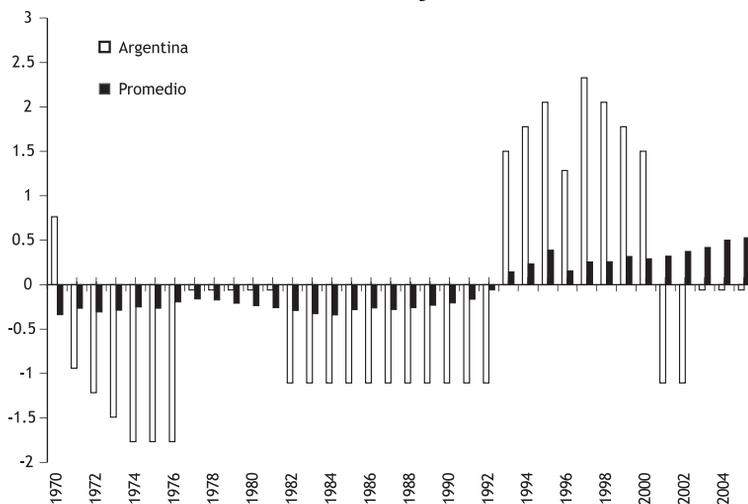
El gráfico indica que la integración aumenta en la década de los noventa y que aún sigue siendo alta, a pesar de la crisis. El proceso estuvo liderado por las transacciones en bonos y, además, se diversificó en relación a los ochenta; las transacciones relacionadas con la inversión directa y en acciones tomaron mayor relevancia, lo que es consistente con la hipótesis de que una mayor profundización financiera doméstica se relaciona con un esquema de integración menos intensivo en bonos (Faria et al., 2007). Por último, nótese que la integración de los mercados de capitales es extremadamente reducida en todo el período de análisis.

Una mayor integración financiera no implica que los mercados financieros estén unificados. De hecho, la dependencia corporativa del financiamiento externo a la firma es típicamente baja tanto en los países en desarrollo como en los países desarrollados (véase Aizenman *et al.* (2004) para los primeros y Bebczuk y Garegnani (2006) para los segundos). En ambos grupos de países más del 90% de la inversión bruta privada es autofinanciada. En los casos de Argentina y Brasil, Bebczuk (2000) estima que en el lapso 1990-96, solo el 4.1% y 5.7% de los gastos de capital en Argentina y Brasil respectivamente tuvieron como fuente el endeudamiento externo. Esta contribución marginal del recurso externo –que tendría que haber “explorado” con el comienzo de la segunda globalización– es una consecuencia natural de las barreras de información y de otras que enfrenta el financiamiento externo a la firma.

El indicador utilizado previamente es *de facto*, es decir, se basa en los intercambios de activos financieros efectivamente realizados entre residentes y no residentes. En función de la literatura sobre integración financiera es posible medir también la integración en términos de regulaciones de la balanza de pagos. Baele et al. (2004), por ejemplo, sostienen que un mercado financiero integrado es aquel donde (a) todos los participantes potenciales tienen las mismas características; (b) todos los participantes enfrentan un mismo conjunto de reglas para administrar los activos financieros del mercado que se trate y (c) todos los participantes tienen igual capacidad para acceder a los activos mencionados. En ese sentido, Chinn e Ito (2005) desarrollan un indicador que combina información sobre la presencia de tipos de cambio múltiples, sobre restricciones en la cuenta corriente y sobre restricciones en la cuenta de capital, de manera que constituye un indicador *de jure* de integración financiera. Al respecto, el gráfico 33 muestra la evolución del dicho indicador para Argentina y para el promedio simple de los 181 países que componen la muestra (Chinn e Ito, 2007).

El hecho estilizado a nivel mundial es que se pasó de la represión financiera de Bretton Woods a una mayor liberalización hacia fines de la década del '70, libera-

Gráfico 33
Integración financiera de Argentina.
Medida *de jure*.



Fuente: Elaboración propia en base a Chinn e Ito (2007)

lización que retrocedió durante los ochenta y que se profundizó decisivamente en los '90. Esto se dio de manera suavizada y la integración *de jure* parece no haberse detenido. El caso de Argentina es distinto. Aquí parecen existir ciclos pronunciados en la regulación financiera, alternado períodos de “represión” (el primer lustro de la década del '70, el período 1982-1991 y el período 2001-2002) con otros de “liberalización” (segundo lustro de los '70; período 1992-1999).

4.2 La integración financiera regional

¿Cuánto de esa mayor integración financiera es regional? poco es conocido de los fondos que se trasladan en dirección sur-sur. Los datos son escasos. En 2003, alrededor del 10% de la IED tuvo su origen en países en desarrollo (ver UNCTAD (2005a)). Sin embargo, pese a su participación marginal, hay signos de que la IED Sur-Sur está creciendo en términos relativos. Según el Banco Mundial (2006) la IED Sur-Sur creció de un 15.5% en 1995 a 36.6% de los flujos totales a los países en desarrollo en 2003. La mayor parte de la IED Sur-Sur tiene lugar dentro de la región, pese a que este patrón no es uniforme entre los distintos países. Un ejemplo

Cuadro 10
Origen de activos de bancos extranjeros, por región (%)

Región receptora / Región emisora	Este de Asia y Pacífico	Europa y Asia Central	América Latina y Caribe	Medio Oriente y Norte de África	Sur de Asia	África Sub- sahariana	Países de altos ingresos	Total
Este de Asia y Pacífico	6,39						96,61	100
Europa y Asia central		1,84					98,16	100
América Latina y Caribe			4,78				95,22	100
Medio Oriente y Norte de África				8,91			91,09	100
Sur de Asia					0,74		99,26	100
África Subsahariana	0,07	0,03	0,02	0,29	1,99	14,12	83,48	100

Fuente: Coordinated Portfolio Investment Survey

Cuadro 11
Argentina: stock de IED entrante y comercio por regiones (*)

	1992			1997			2004		
	Parti- cipación de la IED entrante (1)	Parti- cipación comercial (2)	Ratio [(1)/(2)]	Parti- cipación de la IED entrante (1)	Parti- cipación comercial (2)	Ratio [(1)/(2)]	Parti- cipación de la IED entrante (1)	Parti- cipación comercial (2)	Ratio [(1)/(2)]
Europa	42,4	27,7	1,5	40,0	22,1	1,8	54,3	18,4	3,0
América del Norte	33,6	16,4	2,0	33,7	17,1	2,0	24,7	16,0	1,5
Chile	3,4	3,6	0,9	6,5	4,6	1,4	4,4	7,4	0,6
Otros países	3,5	18,6	0,2	5,9	26,5	0,2	7,7	22,9	0,3
Otras regiones	17,2	33,7	0,5	14,0	29,7	0,5	8,8	35,3	0,2
TOTAL	100,1	100,0		100,1	100,0		99,9	100,0	
<i>Memo: Stock de IED</i>	16.303			42.013			50.583		

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, MECON (datos de IED) y Centro de Economía Internacional Ministerio de Relaciones Internacionales (datos de comercio).

del foco regional es la distribución de la IED en la industria bancaria en el mundo, la cual muestra que los flujos Sur-Sur están por debajo del 20% en todos los casos (el máximo es observado en África Subsahariana con un 16.5%) y, con la excepción de África Subsahariana, esta IED es intra regional.

En lo que sigue trataremos de echar luz sobre los flujos financieros regionales, en particular entre Argentina y Brasil. Los datos de inversión de portafolio están tomados de la Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS, ver IMF, 2006). Para los datos de 2004, calculamos que la inversión de portafolio Sur-Sur fue un 16.4% del total. Ahora presentamos datos de IED bilateral e inversión de portafolio entre Argentina y Brasil, con distintas fuentes y años. La información de IED para 1992, 1997 y 2004 se muestra a continuación.

Desafortunadamente, las cifras argentinas oficiales no discriminan entre los otros países de América del Sur, pero es claro que son una parte pequeña, aun si incluyeran sólo la inversión brasileña. El valor es consistentemente bajo en los noventa y en 2000 y tiene un máximo en 2004. Combinando estos datos con los del Banco Central de Brasil, hemos confirmado que las inversiones brasileñas representan el 3.8% de la IED total entrante a Argentina en 2004. De acuerdo con las autoridades argentinas, la IED brasileña era extremadamente reducida antes de 2002. Brasil está quinto en el ranking entre países en desarrollo según el tamaño de su IED en otros países, después de China, Hong Kong, Singapur y Korea (véase UNCTAD 2005). Sin embargo, sólo el 2,4% de la IED realizada por Brasil entre 2001 y 2004 fue dirigida hacia la Argentina.

El cuadro 10 también incluye una columna de participación comercial (Trade Share), igual a la suma de las exportaciones bilaterales y las importaciones como un porcentaje de las exportaciones totales más las importaciones y el ratio del stock de IED entrante sobre participación comercial. A la luz de la evidencia internacional sobre la fuerte correlación entre comercio y flujos financieros, este ratio provee una simple (aunque parcial) medida del potencial rol de una región o país en términos de flujos financieros totales. Dado que el principal socio comercial de Argentina es Sudamérica, con una participación del 23% en 2004 excluyendo Chile, su ratio IED/Comercio -de 0.2 y 0.3 1992-2004- parece bastante bajo comparado con Europa, América del Norte o aún Chile (3, 1.5 y 0.6 en 2004, respectivamente).

Los cuadros 12 y 13 que aportan datos de inversión de portafolio de CPIS apuntan en igual dirección. En 2004, la participación argentina como destino era sólo del 1.5% de sus activos internacionales totales. Los argentinos, a su vez, invirtieron sólo el 2.2% de su portafolio internacional en Brasil.

En suma, los datos disponibles confirman que el nivel de integración financiera entre Brasil y Argentina ha sido y continúa siendo bajo.

Cuadro 12
Brasil: Inversiones de portafolio internacionales, 2004

País de destino	Participación (% del total)
EEUU	31,7
Islas Caimán	12,2
Reino Unido	9,0
Francia	6,8
Bahamas	6,5
Austria	6,1
Islas Vírgenes	5,9
Luxemburgo	3,5
Portugal	2,9
Alemania	2,3
Uruguay	1,8
Bélgica	1,6
Argentina	1,5
Otros	8,2
TOTAL	100,0
<i>Item: Inversión de portafolio total (mill. US\$)</i>	4.857

Fuente: CPIS

Cuadro 13
Argentina: Inversiones de portafolio internacionales, 2004

País de destino	Participación (% del total)
EEUU	82,5
Luxemburgo	6,0
España	4,1
Brasil	2,2
Alemania	1,6
Reino Unido	0,9
México	0,6
Otros	2,1
TOTAL	100,0
<i>Item: Inversión de portafolio total (mill. US\$)</i>	14.741

Fuente: CPIS

5. FALLAS EN LA INTEGRACIÓN FINANCIERA REGIONAL.

En vista de la falta de desarrollo del sistema bancario y el reducido nivel de los flujos entre la Argentina y Brasil, los dos socios mayores del MERCOSUR, surgen una serie de preguntas: (1) ¿tiene sentido la integración financiera sur-sur?; (2) ¿existen barreras a la integración financiera entre Brasil y Argentina?; (3) ¿existen ganancias de integrarse financieramente aún no explotadas? (4) ¿qué explicaciones adicionales existen para la baja integración entre Brasil y Argentina?

5.1 ¿Tiene sentido la integración financiera Sur-Sur?

La literatura internacional establece que distintas fuerzas que favorecen los flujos Norte-Sur y Sur-Sur. Por un lado, Hausmann y Fernández Arias (2000) presentan el provocativo argumento de que las fallas de mercado en los países receptores hace a la IED más atractiva que hacer *outsourcing* o exportar el producto final, desafiando el argumento convencional de que un clima adecuado de negocios y recursos productivos e infraestructura son esenciales como factores “pull” (ver Borensztein *et al.* (1998)). Por ejemplo, una firma internacional puede tener mayor capacidad de evitar las restricciones financieras que usualmente afectan a los empresarios domésticos. De forma similar, las firmas extranjeras intensivas en tecnología pueden preferir llevar a cabo todo el proceso por el miedo a que los productos domésticos no respeten sus derechos de propiedad. Dadas las bien conocidas asimetrías tecnológicas e institucionales entre países industriales y en desarrollo, esta hipótesis da apoyo analítico en particular a la IED Norte-Sur.

Otra línea de investigación plantea que las similitudes culturales, lingüísticas e institucionales, así como la proximidad geográfica juegan un rol crucial y positivo. Esto es un argumento que aparece apoyando los flujos Sur-Sur, dado que la familiaridad permite a inversores extranjeros de países en desarrollo estar más dispuestos y mejor preparados para manejar los riesgos inherentes a los países en desarrollo *vis-a-vis* inversores basados en países industriales. La evidencia en este sentido ha sido producida por Lane y Milesi-Ferretti (2006b), los cuales explotan la base de datos de CPIS para establecer los determinantes de la tenencia de activos bilaterales tanto para países de la OECD como para países emergentes. Para estos últimos, concluyen que el comercio bilateral, la distancia, la diferencia horaria, el lenguaje común y el mismo origen colonial y legal son factores explicativos significativos.

Di Giovanni (2002), para M&A internacional y Van Horen (2006) para transacciones del sector financiero, obtienen resultados similares. Los argumentos de este último trabajo hacen que la falta de vínculos financieros entre Argentina y Brasil sea extraña, dado la misma herencia cultural y legal europea, la vecindad y los vínculos comerciales intensificados por la unión aduanera lanzada en 1991.

Otra explicación popular de la preponderancia de la inversión Norte-Sur sobre la Sur-Sur es que los países industriales tienen abundancia relativa de capital y, por lo tanto, el capital debería migrar de los primeros a los últimos para aprovechar el diferencial de retornos. Lucas (1990) y Caselli y Feyrer (2005) desafían esta visión al señalar el rol compensador de la productividad total de los factores, el costo de los bienes de capital y la presencia de externalidades, todo lo cual tiende a estimular el producto marginal del capital en países desarrollados. Dado lo complejo de medir adecuadamente el retorno del capital, es difícil determinar la dirección esperada de los flujos de capitales.

Mientras que la discusión previa gira alrededor de determinantes macroeconómicos, el enfoque microeconómico sobre la IED involucra un conjunto bien conocido de factores motivantes: (i) asegurar insumos particulares no disponibles localmente, tales como recursos naturales o trabajo calificado o barato, (ii) ganar acceso al mercado de un país, (iii) explotar las economías de escala o alcance, y (iv) la diversificación de riesgos. Dado el objetivo explícito de explotar las potencialidades de un espacio económico común, es posible argüir que estos factores macroeconómicos deberían tener un papel relevante en el caso del MERCOSUR.

El problema que plantean estas diferentes perspectivas a la hora de utilizarlas para arrojar luz sobre las causas de la escasa integración entre la Argentina y el Brasil es que generan predicciones ambiguas.

5.2 ¿Existen barreras a la integración financiera entre Argentina y Brasil?

Una causa que usualmente juega un rol en los argumentos sobre la falta de integración es la presencia de obstáculos legales y regulatorios, reflejados en las reglas impuestas a los flujos de capitales entrantes y salientes, incluyendo las regulaciones de *red tape*. Estos obstáculos aumentan los costos de transacción entre residentes y no residentes. Las instituciones, a su vez, entran en escena al determinar la calidad de la protección de los derechos de acreedores y accionistas y los costos en general de hacer negocios. Esta es, no obstante, una causa poco plausible para explicar el bajo grado de inversión bilateral debido a

que en los noventa a los inversores extranjeros se les dio igual tratamiento que a los inversores locales. Para racionalizar las bajas inversiones brasileñas comparadas con otros países, debería haber habido alguna discriminación contra Brasil y a favor de otros países. Claramente, este no fue el caso. De hecho, UNCTAD (2005b) revisa todos los acuerdos bilaterales y multilaterales entre países en desarrollo y muestra que Argentina y Brasil tienen tratamiento preferencial mutuo, reforzando la idea de que las barreras legales no pueden ser pensadas como una restricción activa. Después de la crisis, el principal obstáculo fue la regulación impuesta por Argentina sobre el mercado cambiario en 2002 (ver el Comunicado No.48507, 04-03-2006, Banco Central de Argentina), pero estas regulaciones perdieron fuerza a medida que el país equilibró su situación externa.

Un hecho que habla a las claras de la falta de un sesgo en contra del capital foráneo es la gran participación de capitales extranjeros en el grupo de las mayores firmas del país.

Cuadro 14
Producto Bruto de las mayores 500 firmas
por origen del capital. En % del total

Año	Accionistas locales	Accionistas extranjeros con menos del 50% del capital	Accionistas extranjeros con más del 50% del capital	Total
1993	40,0	26,2	33,8	100
1994	36,5	26,9	36,6	100
1995	35,7	19,1	45,2	100
1996	31,4	17,1	51,5	100
1997	27,5	11,5	61,0	100
1998	25,7	11,8	62,4	100
1999	24,4	9,9	65,7	100
2000	20,9	10,9	68,1	100
2001	20,7	10,3	69,0	100
2002	18,5	7,0	74,5	100

Fuente: INDEC

La penetración extranjera ha tenido lugar en actividades primarias e industriales, pero también en el sector financiero. De acuerdo a nuestra revisión, el marco normativo no parece dar lugar a asimetrías lo suficientemente críticas como para explicar la falta de un mercado financiero bilateral más activo. Los marcos legales de los mercados bancarios, de seguros y de capitales sin estar completamente en línea con los estándares internacionales considerados óptimos, las diferencias no parecen crear barreras prohibitivas a la inversión extranjera en general y a la de

origen brasileño en particular. Las entrevistas llevadas a cabo a operadores de Argentina y representantes de organismos internacionales confirmaron esta hipótesis.⁴

La principal desventaja del marco regulatorio de Argentina es el *enforcement* efectivo. La masiva laguna regulatoria en los mercados financieros luego de la reciente crisis ejemplifica el contraste entre buenas reglas y malos *enforcements*. Esta deficiencia también se muestra, más allá del episodio de crisis, en los procesos de supervisión de los mercados de capitales y la industria de seguros.

Sin embargo, estos problemas identificados no parecen haber sido lo suficientemente fuertes como para desalentar la inversión directa en el sector financiero de Brasil y otras fuentes. Como vimos más arriba, buena parte de los bancos privados que operan en la Argentina son ramas extranjeras o subsidiarias que concentran una lata proporción de los activos totales del sistema -Banco Itaú y Banco do Brasil, dos grandes bancos brasileños estaban entre ellos. Estos datos son aún mayores que a finales de los noventa, sugiriendo una vez más que la entrada no ha sido dificultada por restricciones gubernamentales.⁵

En función de los conflictos posteriores a las crisis que enfrentaron los inversores extranjeros, una hipótesis plausible es que el capital brasileño no entró a la Argentina porque los inversores poseían una “ventaja comparativa” para evaluar la situación y anticipar los desequilibrios. Esto es, dada la similitud y frecuencia de las crisis macroeconómicas en ambos países, es posible que los inversores brasileños estuvieran en mejores condiciones de evaluar la real capacidad de la Argentina para hacer cumplir las reglas de juego de los noventa.

5.3 ¿Existen ganancias por la integración financiera entre la Argentina y Brasil?

La ausencia de buenas oportunidades de diversificación, usualmente invocada como otra razón para la inversión internacional, puede ser una explicación adicio-

4 Hemos consultado los documentos producidos por el de Trabajo 4 -Comisión de Sistema Financiero- of Mercosur y hemos tenido entrevistas con algunos de los reguladores argentinos en estos temas de integración. En lo que concierne a los mercados de capitales, la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) ha sólo ha identificado obstáculos menores a las transacciones bilaterales y al listado que son fácilmente removibles con enmiendas regulatorias.

5 Es posible preguntarse porqué esta inversión directa en el sistema bancario no contribuye a fomentar los flujos multilaterales y bilaterales. Una explicación factible es que la estrategia de los bancos multinacionales es aprovechar la bancarización subdesarrollada de los países receptores, buscando ganar participación de mercado en la intermediación de ahorro doméstico dentro del mismo país y no fomentar los flujos de capitales con su casa matriz u otros países.

nal. La cuantificación de las ganancias de la inversión en el extranjero es sin dudas un ejercicio controversial, dado que los resultados dependen del tipo de inversión, del horizonte de planeamiento, y del período en el cual el retorno y el riesgo son computados. Presentaremos a continuación datos y correlaciones que serán útiles para dar una idea de los potenciales beneficios netos de un brasileño haciendo negocios en Argentina utilizando para esto los retornos del mercado de acciones y los tipos de cambio reales.

Tal como muestra la literatura financiera, la diversificación internacional puede ayudar a mejorar la *performance* del portafolio. Sin embargo, un hallazgo robusto en todo el mundo es que los agentes tienden a sobreinvertir domésticamente, en lo que se ha llamado “home bias” (ver Lewis, 1999). Este análisis es comúnmente basado en el popular modelo CAPM y descansa en los retornos esperados, volatilidad y correlación de los mercados de acciones nacionales. Es este espíritu, presentamos información de Argentina, Brasil y otros mercados en los cuadros 15 y 16.

Desde la perspectiva de un inversor procedente de Brasil, Argentina no parece un mercado interesante, al menos en el período bajo análisis: el retorno promedio es menor que el de Brasil (1.7% contra 2.8%), muestra el mismo desvío estándar (0.158) y la correlación de los retornos (0.29), si bien es baja, no lo es tanto si se la compara con la correlación promedio de Brasil con otros mercados de acciones (0.33). Más allá de esto, la concentración de liquidez en unos pocos activos y la falta de buenos estándares de *governance* corporativo son obstáculos adicionales en esta dirección (ver Bebczuk, 2005).⁶

Cuadro 15
Retorno y riesgo de mercados de valores seleccionados,
1997-2004. En U\$, valores mensuales

Índice Bursátil	Media	Desvío estándar
MERVAL Argentina	0,017	0,158
BOVESPA Brasil	0,028	0,158
ISPA Chile	0,017	0,077
IGBC Colombia	0,017	0,096
IPyC México	0,015	0,099
IGBVL Perú	0,023	0,116
IBC Venezuela	0,010	0,128
DOW JONES EEUU	0,010	0,042

Fuente: Panigo y Pasquín (2006)

6 Sin embargo, esta conclusión, y las que forman parte de otros estudios de portafolio, debe ser tomada con cautela, dado que se debe tener en cuenta que las correlaciones en pares de mercados de los retornos aumentan significativamente en tiempos turbulentos vis-à-vis períodos de calma. Dado que la diversificación es de ayuda en los malos tiempos, los beneficios de la diversificación deben ser valorados con cuidado.

Cuadro 16
Retornos de mercados de valores: Matriz de correlaciones,
1997-2004

Mercado Bursátil	MERVAL Argentina	BOVESPA Brasil	ISPA Chile	IGBC Colombia	IPyC México	IGBVL Perú	IBC Venezuela	DOW JONES EEUU
MERVAL Argentina	1							
BOVESPA Brasil	0,29*	1						
ISPA Chile	0,37*	0,47*	1					
IGBC Colombia	0,22*	0,06	0,18*	1				
IPyC México	0,45*	0,45*	0,49*	0,14	1			
IGBVL Perú	0,23*	0,27*	0,35*	0,23*	0,44*	1		
IBC Venezuela	0,27*	0,23*	0,22*	0,25*	0,24*	0,13	1	
DOW JONES EEUU	0,27*	0,46*	0,47*	0,12	0,47*	0,16*	0,21*	1

* *significativo al 5%*

Fuente: Panigo y Pasquin (2006)

Para evaluar la real significación y robustez de estos hechos, no obstante, es necesario considerar las ganancias por diversificación en inversiones reales. Con este fin, computamos las EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos) y el ingreso neto (ambos escalados por stock de capital) para todas las firmas listadas en Argentina y Brasil en el período 1991-2004. El promedio mostrado en cuadro 17 deja un mensaje mixto: en todo el período, las firmas brasileñas fueron ligeramente más rentables que las argentinas, pero esta ventaja se desdibuja cuando se analizan los distintos períodos, medidas de retorno y desvíos estándar (dado que los últimos son generalmente más altos en Argentina). Donde las ganancias por diversificación son difícilmente cuestionables es en lo que respecta a la correlación: el coeficiente simple de correlación entre los retornos medios y medianos (presentado sólo por robustez) fueron negativos en todo el período y positivos pero bajos desde 2001. Esta evidencia micro es consistente con el trabajo macro de Fanelli y González Rozada (2003), quienes documentan que los factores idiosincrásicos (opuestos a los de ciclos regionales a nivel MERCOSUR) explican una gran parte de la variación del producto doméstico de Argentina y Brasil.

Para una firma productiva brasileña que evalúa un plan de inversión en Argentina, el tipo de cambio real es una variable clave. Si la compañía quiere usar su planta argentina para exportar a terceros países, se enfocará en el tipo de cambio real del Argentina contra los Estados Unidos (u otros países). Si, por el contrario, el plan es producir en Argentina y vender en el mercado brasileño, el tipo de cambio bilateral entre Argentina y Brasil es el relevante. En lo que sigue, presentamos estos tipos de cambio reales y el de Brasil y Estados Unidos en el período 1992-2006.

Cuadro 17
Media y Desvío Estándar del EBIT y del ingreso neto (%) (*)

	EBIT Argentina	EBIT Brasil	Ingreso Neto Argentina	Ingreso Neto Brasil
1991Q1-2004Q3	2,0	1,8	0,1	0,3
	2,8	1,6	3,1	1,6
1991Q2-2000Q4	2,3	1,1	0,2	0,0
	3,2	1,1	3,4	1,6
2001Q1-2004Q3	1,3	3,5	-0,4	1,2
	1,0	1,3	1,9	1,5

(*) Escalado por stock de capital laggeado. Media y desvío estándar en la primera y segunda línea, respectivamente.

Fuente: elaboración propia en base a Economatica.

Cuadro 18
**Correlación contemporánea entre la media y la mediana
del EBIT y del ingreso neto entre las firmas listadas
en Argentina y Brasil (*)**
Datos trimestrales- 1991-2004

	EBIT (Media)	EBIT (Mediana)	Ingreso Neto (Media)	Ingreso Neto (Mediana)
1991Q1-2004Q3	-0,17	-0,18	-0,08	0,07
1991Q2-2000Q4	-0,15	-0,15	-0,12	0,12
2001Q1-2004Q3	0,29	0,27	0,25	-0,08

(*) Escalado por stock de capital laggeado.

Fuente: elaboración propia en base a Economatica.

Tomando el tipo de cambio real bilateral de Brasil y Estados Unidos como *benchmark*, la inversión directa en Argentina parece, *ex post*, haber sido una decisión rentable, particularmente en el período post crisis (2002-2006). Más aun, la fuerte correlación negativa entre los tipos de cambio reales Brasil-Estados Unidos y el Brasil-Argentina implica que invertir en Argentina puede haber sido una buena estrategia de manejo de riesgo para un productor brasileño de transables.

La conclusión de este análisis es que, desde la perspectiva de un brasileño, parece haber habido algunos beneficios de hacer inversiones directas (aunque no de portafolio) en la Argentina.

En suma, como un experimento mental, es indisputable que un mercado financiero unificado generaría beneficios notables por la vía de la generación de econo-

Cuadro 19
Tipo de cambio real, 1992-2006
Promedios de valores mensuales, enero de 1992=100

	Media	Desvío estándar
Enero 1992 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)	117,0	28,6
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	87,3	14,2
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	136,3	34,5
Enero 1992 - Diciembre 2001		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)	98,6	3,4
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	86,3	13,3
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	116,5	15,0
Enero 2002 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)	158,0	13,3
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	89,4	16,1
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	180,2	23,2

Fuente: Centro de Economía Internacional, Ministerio de Relaciones Internacionales.

Cuadro 20
Matriz de correlaciones de tipos de cambio real
Promedios de valores mensuales, enero de 1992=100

	Media	Desvío estándar
Enero 1992 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)		
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	0,275	
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	0,767	-0,389
Enero 1992 - Diciembre 2001		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)		
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	0,759	
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	-0,632	-0,977
Enero 2002 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)		
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	0,732	
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	-0,354	-0,883

(Todos los coeficientes son significativos al 5%)

Fuente: Centro de Economía Internacional, Ministerio de Relaciones Internacionales

mías de escala y mayor liquidez. Esto a su vez debería atraer nuevas firmas y sectores en los mercados de capitales, con sucesivas rondas de profundización de mercado. Igualmente importante, un sistema financiero más inclusivo debería aumentar las oportunidades de diversificar riesgos entre sectores productivos y debería fomentar el uso de instrumentos de cobertura ahora no utilizados. Sin embargo, los bajos niveles de desarrollo financiero, de acuerdo con indicadores estándar de crédito privado, capitalización de mercados de acciones y bonos, *turnover* y otros han impedido alcanzar un umbral de tamaño crítico. En tal contexto, la falta de competitividad de las entidades y de interés de deudores y acreedores, han tendido a perpetuar un mal equilibrio con baja intermediación y altos costos de transacción.

5.4 Explorando motivos adicionales para la falta de integración

Las variadas hipótesis y las evidencias presentadas hasta ahora en esta sección no alcanzan a dar una explicación conclusiva de la anémica integración financiera entre Argentina y Brasil. De hecho, parece haber significativos beneficios financieros y reales para el sector privado. Vale la pena, entonces, considerar algunas razones adicionales que son plausibles pero han sido en gran medida pasadas por alto en el debate.

(a) *Inestabilidad macroeconómica y tipos de activo*

Argentina y Brasil han sufrido inestabilidad macroeconómica crónica, reflejada en un débil crecimiento del PBI, alta inflación y tipos de cambio fluctuantes. Con esto de fondo, los inversores brasileños pueden no estar dispuestos a invertir en un país que, a primera vista, se parece mucho a su propio país en términos de riesgo sistémico. En otras palabras, ambos países parecen pertenecer a la misma clase de activos. Así, los brasileños pueden querer invertir en mercados que sean percibidos como menos turbulentos, aun antes de hacer una valoración financiera cuidadosa de oportunidades y riesgos.

(b) *Peso Problem*

La aseveración convencional sobre las fronteras eficientes para activos financieros o productivos para derivar los potenciales beneficios de la inversión internacional tienen la advertencia fundamental de que los inversores puedan atribuir una

probabilidad positiva y grande a futuros eventos de crisis, tales como grandes devaluaciones, expropiaciones y profundas recesiones. Tal como en el análisis clásico de Friedman, estos eventos pueden o no realizarse, pero modifican el proceso de toma de decisiones, deteriorando los flujos de capitales aun en la presencia de oportunidades aparentemente rentables. Consecuentemente, las estimaciones de los retornos esperados y el riesgo basadas en información pasada pueden ser una aproximación pobre a los valores que los inversores realmente esperan.

(c) Modelo de Benchmark

Los datos disponibles implican que las reducidas conexiones financieras entre Argentina y Brasil son una característica común de otros flujos Sur-Sur, y que esto debería ser tenido en cuenta al evaluar la actual situación y proyectar su evolución en el futuro. Esto es, no puede ser rechazada la hipótesis de que el grado observado de integración sea un resultado de equilibrio. Dado que la Argentina es un caso extremo de inestabilidad, el caso de Chile, el país más estable y dinámico de América del Sur, puede ilustrar mejor este punto. En base a la inversión de portafolio de 2004, encontramos que la inversión brasileña representa el 0.04% del portafolio internacional total de Brasil y el 0.009% de la recepción de Chile de portafolio internacional. A su vez, tomando a América Latina como un todo, Chile recibe el 0.2% de su portafolio, mientras que invierte el 2.3% de su portafolio en la región. Esto nos lleva a pensar que un minucioso estudio de los determinantes de los flujos Sur-Sur debería preceder la discusión del caso específico que aquí se trata.

(d) Falta de desarrollo financiero

La experiencia global sugiere que la integración financiera con otros países es siempre una etapa que sigue a la de profundización financiera doméstica. La razón es fácil de comprender: para que un extranjero confíe su dinero en otro país, querría ver que los ciudadanos de ese país lo hagan primero –más técnicamente, esto puede ser descrito como una “cascada informacional”- a través de la cual algunos inversores toman una decisión sólo después de observar la acción tomada por un agente supuestamente mejor informado. En el caso de Argentina, el desarrollo decepcionante de los mercados bancarios, de acciones y de bonos, tanto antes como después de la crisis de 2001-2002, hace poco probable que los agentes de Brasil visualicen a Argentina como una alternativa atractiva en el futuro cercano. Igualmente difícil es establecer cuál es el umbral de profundización financiera doméstica necesario para que esto pase, pero el nivel presente de intermediación de Argentina no deja mucho lugar para el optimismo.

(e) Otros motivos

Las inversiones internacionales no son siempre guiadas por consideraciones puramente financieras o productivas, sino también de evasión impositiva. Siendo este el caso, el análisis económico estándar sería de poca utilidad en predecir la dirección de los flujos. En el caso específico de Brasil, UNCTAD (2004) plantea que al menos el 75% de los flujos salientes de IED de Brasil se dirigieron a paraísos fiscales tales como Bahamas, Bermuda y las Islas Vírgenes. Otro hecho importante es que el 97% de las inversiones de Brasil son dirigidas al sector de servicios, especialmente a finanzas y otras actividades de negocios. Esto implica que la falta de flujos de Brasil no se debe solamente a las condiciones poco favorables ofrecidas por Argentina sino también a los objetivos de las compañías de Brasil, las cuales parecen haber priorizado ciertos beneficios impositivos y financieros disponibles en otros destinos.

6. REFLEXIONES FINALES

Durante la etapa de la globalización financiera -y especialmente en los noventa-la Argentina incrementó los lazos financieros con el resto del mundo y liberalizó su sistema financiero doméstico. Sin embargo, no puede decirse que se hayan desarrollado instituciones financieras sólidas que aseguren el crecimiento económico; de hecho las fallas en la arquitectura financiera doméstica que detectamos en el trabajo (baja profundización, altos riesgos de moneda y de contraparte, corta duración de contratos, alta concentración, baja diversificación de instrumentos, etc.) y la falta de integración financiera plena (en particular en el ámbito del MERCOSUR) dan lugar a un sistema financiero muy frágil. Esta fragilidad se relaciona fuertemente con la inestabilidad del PBI (Cf. Carrera y Lanteri, 2007), por lo que el nexo entre crecimiento y finanzas sigue estando en el centro del debate.

Como el trabajo debe entenderse desde la perspectiva del MERCOSUR, para concluir nos preguntamos sobre el espacio para las acciones de política económica para la integración financiera regional que favorezcan el desarrollo financiero y el crecimiento económico. El análisis de las secciones IV y V ha resaltado el hecho de que las oportunidades disponibles para la integración financiera no parecen lo suficientemente atractivas para los jugadores del sector privado –recordemos que esto en principio no es una característica exclusiva de la Argentina o Brasil, sino una característica mundial. La brecha entre los beneficios sociales de magnitud y la apatía privada sugiere la presencia de alguna falla de mercado, dejando así algo de espacio para medidas de política. En particular, más integración financiera traería economías de escala, más liquidez y menos exposición a riesgo sistémico específico de cada país, con un impacto positivo en el desarrollo financiero y la estabilidad macroeconómica, aun cuando los participantes del mercado puedan estar privadamente indiferentes ante estos.

Claramente, los incentivos privados serían más fuertes bajo un esquema institucional más estable y más sano, dado que los agentes económicos reducirían los amplios intervalos de confianza que actualmente imputan a cualquier predicción de los beneficios esperados de la integración. Pero tomamos estas condiciones iniciales como un dato en esta sección. De hecho, hay un complejo equilibrio múltiple en juego: la cooperación financiera y la integración serían en buena medida sustitutos de la falta de buenas instituciones domésticas y apropiada profundización financiera, permitiendo completar y expandir los mercados. Pero al mismo tiempo un prerequisite para tal cooperación financiera e integración es la presencia de una arquitectura macroeconómica/institucional aceptable demandada por los inversores extranjeros (incluyendo por supuesto a los brasileños). La gran escala de la integra-

ción no será alcanzada sin este paso, pese a que algunos modestos pasos iniciales pueden ser llevados a cabo en esta dirección bajo el liderazgo estatal.

Dado que la intervención no será en este caso una solución a las demandas privadas insatisfechas, no se recomienda empezar con medidas de gran escala sino con pequeños cambios. No es necesario decir que estos deberían estar acompañados por un gran consenso a nivel doméstico y del MERCOSUR. Nosotros proponemos empezar con los sectores que ya están sujetos a regulaciones extendidas y aceptadas, tales como la intermediación financiera. Por ejemplo, a los fondos de pensiones de Argentina les puede ser requerido que canalicen parte de sus inversiones internacionales a activos de Brasil, en especial a acciones que cotizan en el *Novo Mercado*, el segmento de compañías *blue chip* que muestran los mejores estándares de *governance* corporativa y de liquidez (ver Gledson de Carvalho y Pennacchi (2005) para un análisis de este mercado Premium). Una vez identificadas un conjunto de firmas comparables en Argentina, esto debería convertirse en una regulación de dos vías. Se deberían iniciar negociaciones similares para establecer relaciones de crediticias entre bancos de Argentina (Brasil) y acreedores de Brasil (Argentina), con el punto inicial natural de los bancos que ya operan en el otro país.

Es probable que surjan dificultades en el camino. En primer lugar, no todas las reformas serán paretianas (en el sentido de crear ganancias para un país sin dañar al otro) en el corto y aun en el largo plazo. En un sentido relacionado, algunos sectores pueden sentirse negativamente afectados por la creciente competencia extranjera o por la reducción de su *market share*. Por ejemplo, en un escenario de flujos bilaterales de crédito entre el sector privado de ambos países, una canalización de ahorro doméstico hacia compañías extranjeras puede despertar resistencia en los sectores que pierdan financiamiento. Las recurrentes tensiones en el área comercial en el MERCOSUR, así como el estancamiento en las negociaciones relacionadas con las finanzas, dan soporte a esta idea. En segundo lugar, los gobiernos pueden no computar correctamente e internalizar los beneficios esperados —la discusión previa asumía *policy makers* sabios y benevolentes, un supuesto que parece un tanto heroico a la luz del registro histórico. Más aun, en tiempos de tensiones o crisis financieras, los riesgos de romper cualquier eventual acuerdo de cooperación financiera son significativos, dando lugar a un problema de inconsistencia temporal. Dado que los agentes han aprendido a anticipar este tipo de comportamiento político, el consenso social y la participación serán débiles excepto que la arquitectura institucional sea reformada creíblemente.



