

Facultad de Ciencias Económicas

Sede Rosario – Campus Roca

Carrera: Contador Público.

Trabajo final de carrera:

El inversor, el empresario argentino y su relación con el mercado de capitales local. (Período de estudio: 2020 – 2021) (TI)

Trabajo de investigación.

Alumno: Franco Manasseri. Fmanasseri53@gmail.com
Tutor de contenido: Alex Padován.
Tutor Metodológico: Magdalena Carrancio.

Agosto 2021

Dedicatoria…

A mi familia, apoyo incondicional y además los responsables de que mi única preocupación sea estudiar; a mis casi 40 profesores quienes a lo largo de la carrera han contribuido de alguna manera en mi formación académica, profesional y como persona; a mis tutores Alex Padován (tutor de contenido) y Magdalena Carrancio (tutora metodológica); a los directores de mi carrera Oscar Navós y Gisela Bertolino quienes también han contribuido en mi camino facultativo; a todo el personal de la facultad y bedeles; a mi novia Ana, quien me ha acompañado en este largo proceso y a mis amigos y compañeros de estudio y de la vida.

Agradecimientos…

Cabe mención especial la colaboración desinteresada de, nuevamente, muchos docentes destacando a los ya mencionados Padován Alex en su función como tutor de contenidos y a Carrancio Magdalena en su rol como tutora metodológica.

Mencionar, además, a todos aquellos miembros de la comunidad que se han prestado para la colaboración y suministro de las fuentes de información, encuestas, entrevistas y demás que fueron sin duda el pilar de dicha investigación. Entre ellos Gonzalo Bardin, Francisco Nicolás Castro, Alessandro Lombardo y las demás fuentes citadas a lo largo de la investigación.

RESUMEN

En el siguiente trabajo de investigación se intentará indagar en la realidad del mercado de capitales en la Argentina, abarcando aspectos como su desarrollo, su expansión, sus instituciones, su fomento, sus ventajas y desventajas, sus herramientas y, por supuesto, la relación que existe entre éste y: empresarios e inversores: ¿se conoce sobre él? ¿Se lo utiliza?

Partiremos de un **marco conceptual** que se concibe a fines de establecer algunos conceptos y definiciones pertinentes para la lectura y comprensión de las variables involucradas en la problemática bajo estudio.

El **primer capítulo** de la investigación versaremos sobre lo que van a ser los fundamentos y la principal razón de la realización de nuestro trabajo, ya que tratará sobre el rol que juega el mercado de capitales para el desarrollo y crecimiento económico de un país.

El **segundo capitulo** de este trabajo consistirá en, a través de distintos indicadores (como ser cantidad de empresas, volumen operado diariamente, capitalización bursátil, entre otros), demostrar con respecto a nuestro potencial y al resto del mundo (incluyendo nuestros países vecinos), medido desde la perspectiva y respuesta de los inversores en función de si ¿Lo utilizan como medio de inversión?, ¿se operan grandes volúmenes?: ¿qué respuesta presenta el inversores frente a la oferta que brinda el mercado de capitales argentino? Como de los empresarios ante el mismo, en torno a ¿Qué sucede con los agentes colocadores?, ¿Lo utilizan como herramienta de financiamiento?

En el **tercer capítulo** hablaremos de cuales creemos que son las razones por las que la Argentina coexiste con esta realidad. Las mismas creemos pasan por la falta de educación financiera, la presión impositiva y otras que se detallarán en el capitulo mencionado. Todas y cada una de ellas identificadas de manera individual en subcapítulos, ya que son uno de los objetivos de nuestra investigación.

Por **último**, y como cierre, trataremos desde nuestra posición de sugerir ideas y posibles soluciones las cuales puedan promover el desarrollo de este.

Palabras clave

Financiamiento empresario, mercado de capitales, inversión, finanzas, crecimiento y desarrollo económico.

INDICE

INTRODUCCION……1

MARCO CONCEPTUAL……...3

CAPITULO I: El rol del mercado de capitales……..

Inversión y desarrollo…….……6

El mercado de capitales en la economía real……..……..8

El mercado de capitales como propia rama de la economía……...9

CAPITULO II: Relación entre inversores y empresarios con el mercado de capitales……

Las empresas y su relación con el mercado de capitales……11

Los inversores y el mercado de capitales……19

El mercado……21

CAPITULO III: Las razones……..27

CAPITULO IV: Propuestas y conclusiones…….……36

INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales puede definirse coloquialmente como aquel ámbito en el cual se intercambian activos financieros.

Posiblemente la mayoría de las personas hayan oído hablar acerca del *mercado de capitales* y si esto no es así, seguramente convivan con éste aún sin saberlo. De hecho, los mercados de capitales operan desde miles de años: incluso desde antes de cristo, en el Valle de la Mesopotamia, se cree existían ya firmas financieras.

La edad Media no realizó grandes aportes en dicha materia, pero es en la modernidad donde surgen los instrumentos más utilizados en la actualidad, que datan del siglo XVI. En efecto, la primer empresa en emitir acciones de manera pública fue la Russia Company (1533) y el primer bono "verdadero" fue el *Grand Parti*, emitido por el estado francés (año 1555). La emisión de estos valores creció de manera notoria, dando origen a los mercados secundarios de dichos títulos (aquellos que conectan a los compradores originales – los que compran el activo directamente de el emisor – con nuevos compradores, siendo que los primeros deciden – por necesidad o deseo – deshacerse de la posesión de los mismos).

La capital de Holanda comenzó a originarse como una metrópoli de mercados financieros fundándose allí la Bolsa de Ámsterdam para 1611 (plaza bursátil mas importante hasta ser suplantada por la de Londres – 1802 – y luego por la de Nueva York – en 1817).
A nivel nacional, podemos mencionar que la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue fundada en el año 1854.

A continuación, trataremos de realizar una suerte de diagnóstico sobre nuestro mercado de capitales –pormenorizando en los agentes que *habitan* en él –, compararlo con otros países y sacar algunas conclusiones respecto de que consecuencias genera o podría generar dicha situación.

Partiremos de un supuesto, el cual ha actuado como disparador de la presente investigación, en tanto es una afirmación virtualmente aceptada para quienes estén inmersos de alguna manera en el mercado de capitales. El mismo sostiene que: "El *mercado de capitales argentino es demasiado pequeño desde donde se lo mire, y eso es una mala noticia para nuestro país en tanto es una pieza fundamental en la economía y en el desarrollo del mismo".*

La problemática se abordará entonces en 3 dimensiones:

a. ¿Qué rol desarrolla el mercado de capitales en una economía? ¿Contribuye al crecimiento y desarrollo de la misma?

b. ¿Tiene sustento empírico en nuestro país el supuesto planteado para el período 2020/2021?

c. ¿Por qué podemos sostener esto? ¿Cuáles son las razones que colaboran en la construcción de esto?

Formulamos como objetivo general analizar el rol del mercado de capitales en la Argentina durante el período 2020/2021, a fin de validar nuestro supuesto disparador: *El mercado de capitales argentino es demasiado pequeño en tanto es una pieza fundamental en la economía y en el desarrollo del mismo.*

Se plantean, además, los siguientes objetivos específicos para el trabajo, que serán respondidos en los capítulos venideros:

- Describir el rol que juega el mercado de capitales en una economía infiriendo si impacta en el crecimiento y desarrollo de esta.

- Indagar las respuestas y la relación entre los inversores y empresarios ante el mercado de capitales argentino a fin de validar el supuesto,

- Demostrar que el nuestro tiene aún un potencial de expansión importante dado lo poco que se lo utiliza;

- Determinar las razones por las cuales creemos que esto es así.

Una vez concluidos estos objetivos, se intentará, además, plantear una serie de propuestas que vemos como posibles soluciones.

Consideraciones metodológicas: el siguiente *trabajo de investigación:*

Se trata de un estudio descriptivo, de carácter transversal, sobre el comportamiento de los inversores y empresarios ante el mercado de capitales argentino.

La estrategia de investigación se basó en la revisión de fuentes documentales primarias y secundarias proveniente de instituciones financieras nacionales e internacionales, investigadores y economistas, entre otros.

Los datos relevados y vinculados a las variables bajo estudio fueron analizados y volcados en forma sistemática, a fin de resolver las preguntas de investigación planteadas.

MARCO CONCEPTUAL

Como mencionamos en nuestra presentación y resumen, primero lo primero: a continuación, se dejarán definidos algunos conceptos que se utilizarán en el desarrollo de la investigación que el lector debe conocer para una mejor comprensión de esta.

El término **mercado** es utilizado o susceptible de serlo en diversas ramas. Podemos analizarlo de una manera netamente financiera y decir que es "*Es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores"* (Ley de mercado de capitales, 2018)*.*

También *desde un punto de vista económico ortodoxo* y definirlo, parafraseando a Adam Smith y Milton Friedman, como un "sistema racional de asignación de recursos capaz de regularse a sí mismo". Otra posibilidad es analizarlo *desde la visión del marketing* y definirlo como "el conjunto de compradores reales y potenciales de un producto" (Kotler, Armstrong, Cámara, & Cruz, 2004). Lo cierto es que podríamos encontrar casi tantas definiciones como autores, redondeando, podemos definir al mercado como "*aquella institución que permite la conexión e interacción (a través de transacciones) de compradores y vendedores de cualquier tipo de bien o servicio*".

Al mencionar "cualquier tipo de bien o servicio" involucramos naturalmente a los financieros, dando origen al concepto de **mercado financieros**. En este mercado particular lo que se negocian son activos financieros (acciones, bonos, opciones, entre otros). Consideramos, dentro de estos, una clasificación primordial: primario y secundario.

Primario: en el mercado primario, el agente emisor del título que se va a negociar (por ejemplo, una acción) se conecta directamente con el comprador. Se lo llama también mercado de colocación. Los agentes intermediarios en este caso realizan un rol de asesoramiento.

Secundario: en el mercado secundario, la relación se da entre terceros, sin involucrar al agente emisor original: Juan, comprador de las acciones de XXX S.A., se las vende a Pedro. En este mercado los agentes intermediarios (*ALyC*) directamente son el puente de negociación, el nexo y los que brindan el soporte entre, en este caso, Juan y Pedro.

Los distintos **instrumentos** son los siguientes: acciones, bonos y obligaciones negociables.

Quizás uno de los conceptos más "conocidos" por el público en general sea el de las **acciones**. Si bien se lo menciona, escucha y lee constantemente, ¿se

sabe concretamente qué es una acción? Una acción es, ni más ni menos, una parte de una empresa. Cuando se constituye una sociedad su capital social se divide en acciones. No es el fin de este trabajo profundizar en los distintos tipos ni en cuestiones societarias[1], sino quedarnos con el concepto de que cuando una persona (ya sea física o jurídica) adquiere una acción lo que está comprando justamente es una porción de una empresa (se está transformando en socio de esta). El tipo de renta que se obtiene por esta vía es llamado "renta variable", ya que, desde el momento 0 (m_0) desconocemos cual será el resultado de la inversión realizada.

Otro instrumento muy mencionado y utilizado son los denominados **Bonos**. Este instrumento es el que utiliza el sector público para obtener financiamiento: ya sea para construcción de rutas y escuelas como para la cobertura de la diferencia que puede (o no) existir en el presupuesto público (déficit fiscal). Es el instrumento que tiene mayor cantidad de transacciones ya que, al existir distintos plazos, tasas, monedas en las que se emiten, y demás variantes se adaptan a casi cualquier tipo de inversión.

Tenemos también las **Obligaciones negociables**, que funcionan de manera similar a los bonos, pero con la diferencia de que el emisor es un sujeto privado. Estos últimos instrumentos son de "renta fija": se conoce de antemano la rentabilidad que el inversor va a obtener por su colocación. Por ejemplo: el bono "X2022" rinde 3% (sin entrar en detalles ni especificaciones – hay mucho para profundizar – adquiriendo el título en $100 hoy, tendré en la fecha pactada -2022 en este ejemplo- $103).

Instituciones y partícipes del mercado financiero:

- Comisión nacional de valores: CNV. Organismo que promueve, supervisa y controla el mercado de capitales (promover el acceso, fomentar simplificación de negociación a usuarios, fortalecer mecanismos de protección y prevención de abusos, por ejemplo).
- Emisoras: aquellas entidades que abren su capital social con el fin de obtener financiamiento de los inversores que así lo deseen a través del mercado.
- Mercados: ámbito donde se negociarán títulos a través de agentes.
- Cámara compensadora: Sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, con arreglo a la reglamentación que a estos efectos establezca dicho organismo, cuyo objeto social consista en la liquidación y compensación de las operaciones autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, cumpliendo el rol de contraparte central, pudiendo desarrollar actividades afines y complementarias al mismo (Ley de mercado de capitales a. 2., 2018)
- Inversores: persona (física o jurídica) que coloca fondos en alguno de los instrumentos que ofrece el mercado esperando obtener una rentabilidad.
- Intermediarios: cada operación realizada en el mercado va a estar realizada a través de éstos:
    - Agente de liquidación y compensación (*ALyC*): es el llamado Bróker, encargado de cobrar al inversor y liquidar al mismo

[1] Para profundizar: Ley 19.550 (Ley de sociedades).

(pagarle). Puede también custodiar los títulos entre las transferencias de dominio.
- Agente productor: relaciona al inversor con el negocio – trabaja a través de un bróker a quien le da las órdenes para que éste realice la operación.
- Agente asesor: libre, que cobra honorarios por dar consejos de inversión. Por normativa, quien desee, deberá rendir un examen ante la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Un concepto interesante y muy relevante para nuestro trabajo es el de **Capitalización Bursátil** o (*Market C*ap). Este término se refiere a la cotización total de una empresa. ¿Cómo podemos obtenerlo? Multiplicando la cantidad de acciones existentes por su cotización de mercado. También se utiliza (y así se hará en el capítulo correspondiente) como indicador la capitalización bursátil de un mercado completo – el precio de cada acción de cada empresa de un país multiplicado por su cotización en el mercado –.

Por último, mencionar lo que es un **Índice Bursátil**. Este es una suerte de indicador que lo que hace es ponderar determinados activos por algún criterio para de este modo reflejar la evolución en el tiempo de la cotización de los mismos. Por ejemplo el índice MERVAL representa la evolución de los precios de las acciones de la Bolsa en nuestro país. Las acciones que lo componen se actualizan de manera periódica para de esa manera seguir vigente en el tiempo (UTN, 2020).

Otros índices muy conocidos y relevantes son el SP500 o el Nasdaq, que reflejan acciones de la bolsa norteamericana.

CAPITULO I

EL ROL DEL MERCADO DE CAPITALES

En el presente capítulo nos propondremos describir el rol que juega el mercado de capitales infiriendo el impacto potencial que tiene sobre el crecimiento y desarrollo de una economía. Para ello abordaremos en primer lugar los diferentes modelos económicos y la importancia que los mismos le asignan a la inversión, luego estudiaremos su impacto en la economía real y por último hablar de él como una actividad económica pura en la economía.

1.1 La inversión y el desarrollo: la principal función del mercado de capitales es servir de interlocutor entre agentes con excedentes de fondos y agentes demandantes de los mismos para financiar proyectos de inversión en su gran mayoría. A fin de conocer la vinculación que existe entre la inversión y el desarrollo analizaremos a continuación entonces la relevancia que le asignan los modelos que miden el crecimiento y el desarrollo de la economía de un país al concepto de inversión.

a) El modelo de Solow (1956): el mismo explica el crecimiento de la renta o el producto de una economía por la acumulación de capital por trabajador, la cual es, a su vez determinada por el ahorro → un mayor nivel de ahorro, mayor nivel de inversión y por ende mayor crecimiento económico.

S	→	I	→	K	→	Y
(ahorro)		(inversión)		(Capital).		(Renta).

b) Método del gasto / de la demanda agregada: este método Keynesiano explica el nivel de renta de un país a través de la siguiente fórmula:

PBI =	C	+	I	+	G	+	XN
	(consumo)		(inversión)		(gasto público)		(Export. netas)

La misma se traduce: “la renta de un país es igual a la suma de lo consumido, la inversión (considerando aquí la de capital y la de stock), el gasto público y las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones)”.
Nuevamente vemos la importancia de la inversión (no solo la privada, sino la pública) en el producto interno de un país.
Del mismo modelo, en su versión completa, llegamos a contemplar que la inversión es el factor que mejores efectos tiene en la fórmula debido a su efecto multiplicador (multiplicador Keynesiano). (Mochón & Beker, 2008)

c) Función de producción ricardiana: Adelman define la fórmula de producción que engloba el modelo de desarrollo clásico (los estandartes de esta escuela son Adam Smith y David Ricardo) de la siguiente manera: Y = f (K ; T; L; S) → La producción estará dada en función de: el capital, la tierra, el trabajo y la tecnología (ítem añadido por Adelman).

Si bien no se habla de inversión, David Ricardo define el capital como "aquella parte de la riqueza…. que se emplea en la producción y comprende alimentos, vestidos, herramientas, materias primas, maquinaria, etc., necesario para dar efectividad al trabajo", concepto que podríamos relacionar estrechamente con cualquier concepción de inversión. (Rodriguez, 1968)

d) Modelo marxista de crecimiento económico: en esta corriente podríamos encontrar el concepto de inversión cuando Marx habla de que la creación del capitalismo o de los negocios capitalistas supone dos condiciones: un grupo social (hombres sin medios de producción y que brindan su trabajo a cambio de un salario) y la "acumulación de riqueza".

Sin profundizar demasiado en la teoría, podemos manifestar que, cuando se habla de acumulación de riqueza, podemos suponer menciona a los medios de producción clásicos (vistos en el punto C), por lo que está hablando del capital. (Rodriguez, 1968).

No obstante, cabe mencionar que la corriente Marxista/Comunista se centra más en cuestiones sociológicas (relativas a la lucha de clases, entre otras) que macroeconómicas y que, en gran parte, manifiesta ideas que chocan con el concepto de "inversión" y defiende varios de los puntos que desde nuestra óptica atentan contra ella y el desarrollo. Por ejemplo: expropiaciones, los fuertes impuestos y las confiscaciones que se encuentran en su *Manifiesto* enunciadas como una suerte de medidas a tomar para así lograr el "libre desarrollo". (Engels, 1848)

e) El modelo de crecimiento de Meade: este autor Neoclásico, plantea una ecuación similar a la clásica, donde la producción va a estar dada en función del capital (K), del trabajo (L) y de la tecnología (N), añadiendo el factor tiempo (t):
→ $Y = f\ (K, L, N, t)$

Meade sostiene que los factores se utilizan plenamente, pero en un período determinado (demostrando la influencia de t). En el período siguiente dependerá la producción de una nueva dotación de recursos y del avance técnico que se haya verificado.

Para que haya crecimiento del producto entonces, es necesario que:

- La mano de obra se especialice, tecnifique, desarrolle o expanda;
- Mejore la tecnología
- Aumente la dotación de capital.

En el corto plazo (una cantidad de mano de obra estable – no hay crecimiento de la población – y con tecnología de avances paulatinos) la única variable de crecimiento es la dotación de capital, lo cual por definición es, aumentar la inversión. (Meade, 2021)

f) El modelo de crecimiento de Harrod-Domar: estos autores, con influencia de Keynes, en la década del 40 y con miras en el continente europeo para la recuperación post segunda guerra mundial, plantean lo siguiente:
La función de producción → Y = R * K (productividad * capital).

R es llamado tasa de rentabilidad del capital, y se la considera constante. Siendo el capital = a la inversión, la única alternativa para el crecimiento es la inversión.

Cabe mencionar la influencia del contexto de este modelo: Europa necesitaba de una gran acumulación de capital para volver a ponerse de pie tras la guerra. (Franco González & Ramírez Hassan, 2005)

1.2 El mercado de capitales en la economía real: como se dejó en claro, casi todas las corrientes/doctrinas a lo largo de la historia manifiestan y dejan en claro la importancia que tiene la inversión en la expansión económica, renta o ingresos de un país, ya que para éstas es un pilar (más fundamental o menos) central en el crecimiento y desarrollo.

¿Qué rol cumple el mercado de capitales en esto?
Bueno, lo cierto es que la misma, en las escalas necesarias para magnificar y plasmar los beneficios para toda la sociedad, no podría ser realizada sin la intervención del mercado de capitales.

¿Cómo hubiera hecho el estado de San Francisco para construir el *Golden Gate* sin la colocación de deuda por u$d 35 millones? ¿Cómo haría YPF a contar con los recursos necesarios para sortear la actual crisis si no fuera con la emisión de obligaciones negociables? ¿Pedirían por teléfono de manera particular a inversores? ¿Harían colectas?

Ya sea que se trate de la apertura del capital de una empresa (a través del lanzamiento al mercado de acciones) o de la emisión de deuda (obligaciones negociables para el sector privado o bonos soberanos para el sector público) el mercado financiero es el encargado de conectar a estos agentes – demandantes de fondos – con aquellos que poseen un excedente y esperen obtener una rentabilidad en un plazo determinado.
En este “escenario”, se crea o no, es donde se concretan los shows más importantes para la humanidad: ya sea desde el desarrollo de internet y las computadoras hasta los avances en maquinaria que permiten una mayor y mejor producción de alimento para abastecer a una población cada vez más mayor en cantidad.
Es el mercado de capitales quien permitió y permite la *expansión* de empresas con las que nos relacionamos día a día y sin las cuales nuestra calidad (e incluso

cantidad) de vida sería infinitamente menor y es también el mercado de capitales quien permite el óptimo (o a veces no tanto) funcionamiento de los estados a través del financiamiento que el mismo le brinda para que realice gastos en salud, educación, infraestructura, vivienda y seguridad.

En la figura 1, podemos modelizar como funciona el circuito (Erpen):

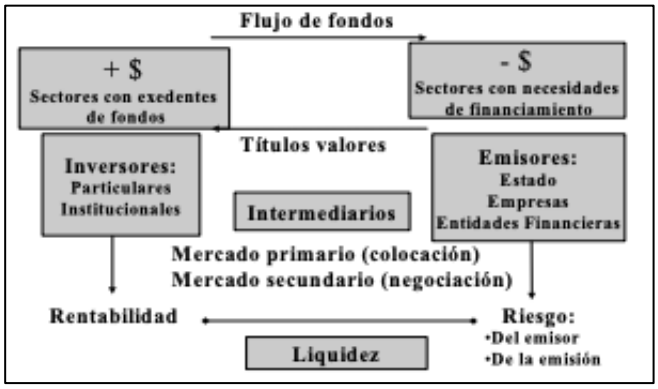


Figura 1: circuito del dinero – Mónica Erpen.

→ *Los inversores, a través de los títulos que adquieren (con la intermediación de los agentes correspondientes), inyectan fondos a los sectores con necesidades financieras-*

Es importante destacar que, a su vez, el manejo financiero de cualquier entidad debe ser manejado con responsabilidad. El concepto de *leverage o apalancamiento* para dicha cuestión es fundamental: la idea de obtener financiamiento es la de AGREGAR VALOR al mismo.

¿Cómo? No es el fin de este trabajo, pero un ejemplo sencillo podría ser el siguiente: una empresa conoce que obtiene (a través de indicadores) un 10% de rentabilidad por cada $1 invertido. Como cuenta con recursos escasos (naturalmente) sabe que si necesita financiarse deberá hacerlo con un costo (tasa) menor a ese 10%. Entonces:

a) Obtiene $100 con un interés de 8%: al año deberá $108, pero habrá obtenido gracias a su funcionamiento y rentabilidad $110 → agrega valor a la inversión.
b) Obtiene $100 con un interés del 12%; al año deberá $112, y habrá generado $110 → en este caso destruye valor.

Esto se aplica también al sector público: el manejo de la deuda soberana debe ser eficiente y cuidadoso, ya que si bien puede ser un motor e impulsar el crecimiento de un país, si es obtenida de manera "desorganizada" puede llevar a "destruir valor" en lugar de generarlo.

1.3 El mercado de capitales, una propia rama de la economía:

Otro aspecto positivo que poseen los mercados financieros es que son una fuente de trabajo genuina y directa.
Los puntos positivos vistos anteriormente, podríamos decir son cuestiones "indirectas", es decir, por ejemplo: primero existe el ahorro o un excedente de fondos en un agente económico, luego el mismo decide invertirlo en el mercado y éste sirve para financiar proyectos que impactarán en la economía y el desarrollo, pero esto no es todo.

El “mercado” también tiene un impacto *directo* en la economía, ya que es un generador de empleos, una profesión y es el trabajo de cada día de muchísimas personas.

La Comisión Nacional de Valores (2019), en su ultimo *Informe de indicadores de acceso y ecosistema* sostiene que en nuestro país existen alrededor de 300 *ALyCs* (brókers, sociedades que son el intermediario por excelencia), 500 agentes productores y otras decenas de asesores, agentes de negociación y corretaje (CNV, 2019). Los brókers son empresas en sí mismas y generan empleo directo e indirecto a otros miles.

Tenemos también instituciones como la Comisión Nacional de Valores, firmas de auditoría dedicadas a la certificación de los EECC de empresas que utilizan el mercado, miembros y trabajadores de las distintas bolsas de comercio dispersas por todo el país, las cámaras compensadoras, empleados de ByMA y esto sin contar los ejecutivos en finanzas de las empresas cuya función gira entorno al mercado (entre otras cosas).

Existen también los Traders, quienes también hacen del mercado una profesión: estos son personas que operan diariamente buscando obtener una rentabilidad que sirva como su principal ingreso.

Si bien no son números importantes considerando la totalidad de la masa laboral justamente éste es el quid de la cuestión: *nuestro país tiene un potencial enorme para desarrollar en términos de mercado: que más empresas acudan a éste para obtener financiamiento y que más personas tengan acceso a más y mejores instrumentos de inversión.*

1.4 Epílogo parcial: en base a los argumentos presentados, podemos sostener que el mercado de capitales juega un rol determinante en el crecimiento y en el desarrollo de la economía, en el sentido de que es la forma en la que se pueden acercar los distintos activos (entendidos como las empresas, emprendimientos, ideas, innovaciones, proyectos, entre otros) a los fondos (inversores) que transformarán esos activos en desarrollo.

CAPITULO II

RELACION ENTRE INVERSORES Y EMPRESARIOS CON EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO.

En el siguiente capítulo abordaremos nuestra realidad: ¿Utilizamos el mercado de capitales? ¿Las empresas se financian a través de él? En relación a otros países, ¿Cómo es nuestro comportamiento a nivel empresa? ¿Y a nivel inversores?.

En consonancia, intentaremos indagar acerca de las respuestas y la relación entre los inversores y empresarios ante el mercado de capitales argentino a fin de validar el supuesto, y demostrar que el nuestro tiene aún potencial expansión.

Aclaramos de ante mano que si bien el Estado cumple un rol importantísimo como agente emisor, no haremos análisis de su participación a continuación por la razón de que lo que opere un Estado en el mercado de capitales dependerá de las necesidades de financiamiento que posea, del rendimiento que prometa por él, de la confianza del público inversor y otras tantas cuestiones que son merecedoras de un análisis pormenorizado e individualizado en materia económica y política que no son el fin de este trabajo.

2.1) Las empresas y su relación con el mercado de capitales:

En este apartado abordaremos sobre cuanto utilizan nuestros empresarios el mercado como medio de financiamiento respecto de otras posibilidades, cuantas empresas optan por él y en qué cantidad.

2.1.1 El financiamiento de las empresas: los recursos con los que cuentan las mismas para financiar sus proyectos o simplemente su funcionamiento pueden provenir de dos fuentes:

- Fuente Interna: es el caso de los resultados obtenidos por el ente, que son reinvertidos en la empresa.
- Fuente Externa: proviene de terceros. Aquí podemos diferenciar dos:
  - → A través del sistema bancario: con créditos.
  - → A través del mercado de capitales: con obligaciones negociables – abriendo el capital social (con socios).

En nuestro país, la opción más utilizada por las empresas es la interna: con sus ganancias. Bebczuk (2001) sostiene que las empresas argentinas (aunque de América Latina en general) se financian en un 80% a través de la reinversión de los resultados que obtienen en su negocio y un 7,4% (para el continente, 6,9% para nuestro país) descansa en créditos con instituciones bancarias.
En países desarrollados estos valores se sitúan muy por debajo, llegando a alcanzar un 70% de recursos propios, mientras que el resto del crédito proviene de:

- 10% emisión de acciones.
- 20% otros instrumentos de deuda: bancario, ON, por ejemplo. (Dapena, 2007)

Por otro lado, un informe de la Unión Industrial Argentina (UIA) sostiene números similares: el 77% de la financiación para las PyMES surge de recursos propios, lo cual se condice con los valores anteriores. (Coatz & Woyecheszen, 2021)

Esto aporta una gran y clara ventaja en tanto el financiamiento y los recursos son gratuitos: cuando una empresa obtiene financiamiento a través de la obtención de un préstamo o de la colocación de obligaciones negociables en el mercado de capitales, deberá abonar intereses por ello. En este caso se evitaría ese pago.

No obstante, hay una serie de desventajas a considerar:

- Limita la obtención de financiamiento a la obtención de resultados, por lo que “obliga”, de alguna manera, a obtenerlos: sin ganancias no hay financiamiento, y sin financiamiento no hay inversión. Sin inversión no habrá próximos resultados.
- Elimina o reduce la posibilidad de la distribución de dividendos: los socios de una compañía, esperan obtener de ella resultados a través de la distribución de los dividendos que la misma realice – esto desacelera la inversión de los mismos, ya que ven lejana una distribución: todo lo que genera la empresa se reinvierte en lugar de ser retribuido de nuevo a los socios.
- En ciclos económicos negativos la empresa puede necesitar fondos no solo para financiar nuevos proyectos, sino para sostener los actuales y/o sostener su funcionamiento: en estos casos los resultados serán nulos o negativos, por ende se dificultará la sostenibilidad de la misma.

2.1.2 Cantidad de empresas que cotizan: otro buen parámetro que nos puede dar una imagen acerca del tamaño de nuestro mercado es la oferta que el mismo le da a los que operan en él (a los inversores) medida en la cantidad de empresas que se encuentran registradas para utilizarlo.

En nuestro país, según Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA), contamos con 103 empresas listadas. Esto quiere decir que esa es la cantidad de empresas que tienen la posibilidad de utilizar el mercado de capitales a través de la emisión de acciones y de otros valores negociables.
A su vez, es importante comentar que nuestro mercado está organizado o dividido en 2 categorías o grupos de empresas:

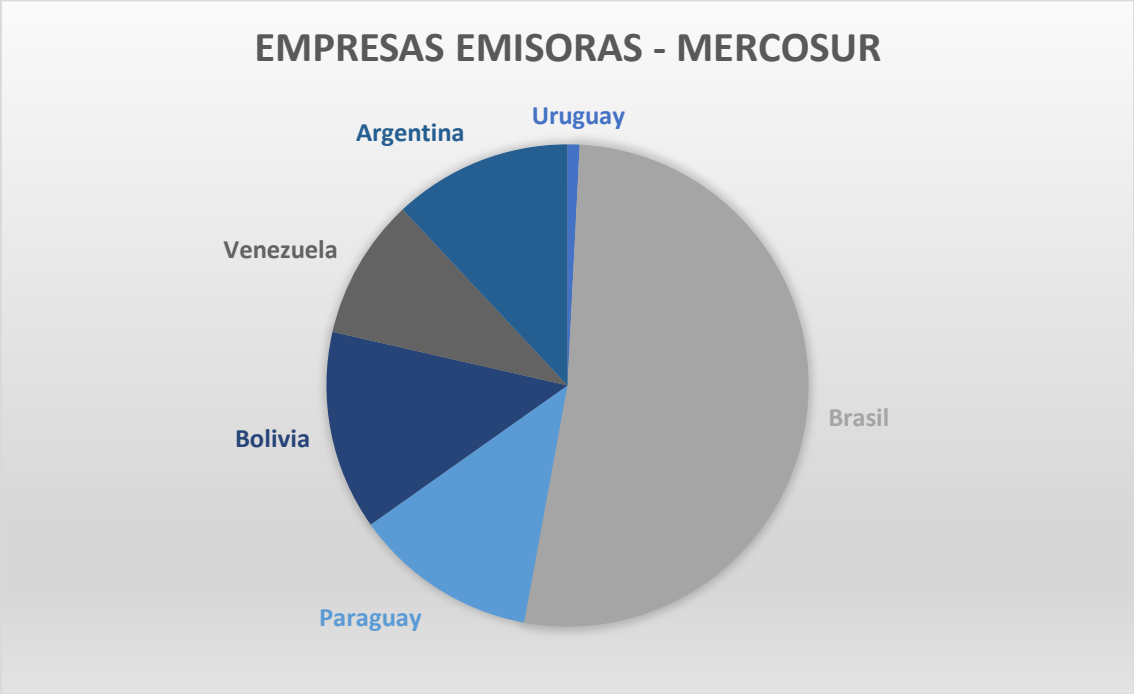
- El panel general: donde cotizan empresas – la gran mayoría – de menor tamaño: pequeñas, medianas y algunas grandes. Este grupo de empresas presenta un volumen operado muy bajo, veremos más adelante.
- El panel líder: aquí están las empresas más grandes, que manejan un mayor volumen de operaciones diarias y que tienen mayor liquidez. Por ejemplo podemos mencionar a Banco Galicia ($GGAL), YPF ($YPFD), Banco Francés ($BBAR), entre otras (el 20% de las listadas). (ByMA, 2021)

¿Es un número pequeño? Comparamos esto contra otros países, primero considerando nuestros socios comerciales (Mercosur) y luego otros de todo el planeta.

- Uruguay: cruzando el rio de la plata nos encontramos que allí, Bolsa de Valores, lista un total de 7 empresas. (Bolsa de Valores, 2021)
- Brasil: cuenta con 452 empresas cotizantes (Bolsa de Sao Pablo, 2021)
- Paraguay: cuenta con 107 empresas listadas en su bolsa de valores (Bolsa de valores y Productos de Asunsión, 2021)
- Bolivia: en el listado de la BBV se listan 116 empresas (Bolsa Boliviana de Valores, 2021).
- Venezuela: la Bolsa de Caracas cuenta con 82 emisoras (Bolsa de Caracas, 2021)

→ Como se refleja en la Figura 2, el ranking, dentro del Mercosur, es ampliamente liderado por Brasil. De todas maneras se debe considerar, es el país más extenso, de mayor cantidad de habitantes y con un PBI que también respeta esas relaciones. No obstante, nuestro país, pese a su tamaño y población no destaca del resto como correspondería.

Figura 2: cantidad de empresas emisoras por país del MERCOSUR.



Fuente: Elaboración propia en base a las fuentes citadas anteriormente –

Fuera de nuestros principales socios comerciales y bloque económico del cual formamos parte, parece interesante compararnos contra países más desarrollados y con larga trayectoria bursátil, y otros quizás no tanto:

- Chile: la Bolsa de Santiago declara más de 200 empresas emisoras locales (Bolsa de Santiago, 2021).

→ Nuestro vecino latinoamericano, pese a poseer menor extensión y menor cantidad de habitantes nos duplica en cantidad de empresas listadas en su bolsa de valores.

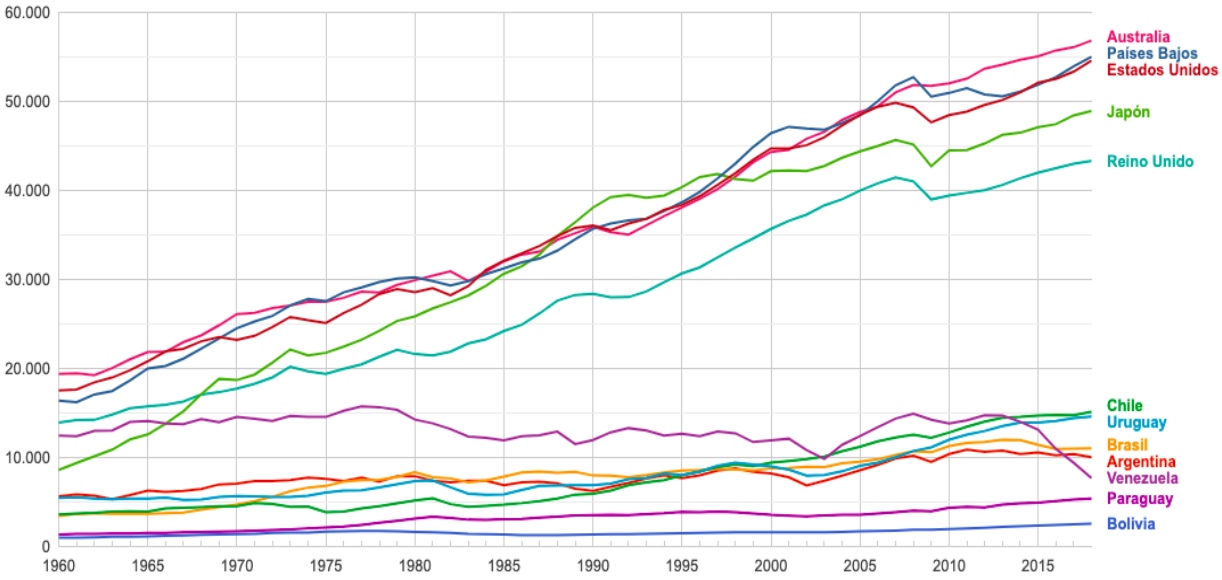
- Australia: el AMX (Australian Market Exchange) posee aproximadamente 2.000 empresas listadas.

→ Un país con el que siempre es interesante realizar comparaciones por las similitudes en materia de matríz productiva (principalmente materia prima, debido a la baja densidad demográfica de ambos países y el clima) posee casi 20 veces nuestra oferta en estos términos.

- Estados Unidos: 4.400 empresas en el NYSE (mayor mercado de valores del mundo – tanto en términos de empresas listadas como en términos monetarios).
- Japón: 3.704 para el *Nikkei*.
- Reino unido: 2.026 compañías listadas.
- Holanda: 103 en Países Bajos.

→ Datos del Banco Mundial (Banco Mundial, 2021).

FIGURA 3: PBI PER CÁPITA (U$D CONSTANTES de 2010).



(Google Public Data, 2021) – PBI de los países mencionados en la comparación, dólares constantes año 2010.

Podemos sostener que, si bien hay países con menor oferta de empresas listadas, nuestro país con:

a- los recursos que posee,
b- la cantidad de empresas,
c- y la cantidad de habitantes,

… podría tener un Mercado de capitales muchísimo más desarrollado, que permita potenciar el crecimiento y la explotación de nuestra matríz productiva e incluso ampliarla.

Cuando llevamos la comparación a un plano medido en términos de riqueza, podemos observar que los países que poseen un mayor nivel de ésta son aquellos que presentan la mayor cantidad de empresas listadas en sus mercados de valores.

No obstante esta ley no siempre se cumple (fíjese el caso por ejemplo de Uruguay y Países bajos), los países con diferencias significativas en cantidad de empresas listadas (Australia, Estados Unidos, Reino Unido y Japón) si muestran una riqueza superior al resto.

No podemos afirmar que la cantidad de empresas listadas sea un factor que garantice el desarrollo y la riqueza, pero si puede ser un buen indicador y definitivamente es una vía poco despreciable para acceder a un mayor nivel de ella.

2.1.3 Cantidad de dinero financiado: en este punto vamos a analizar cuanto dinero obtuvieron del mercado las empresas de los distintos países sujetos a

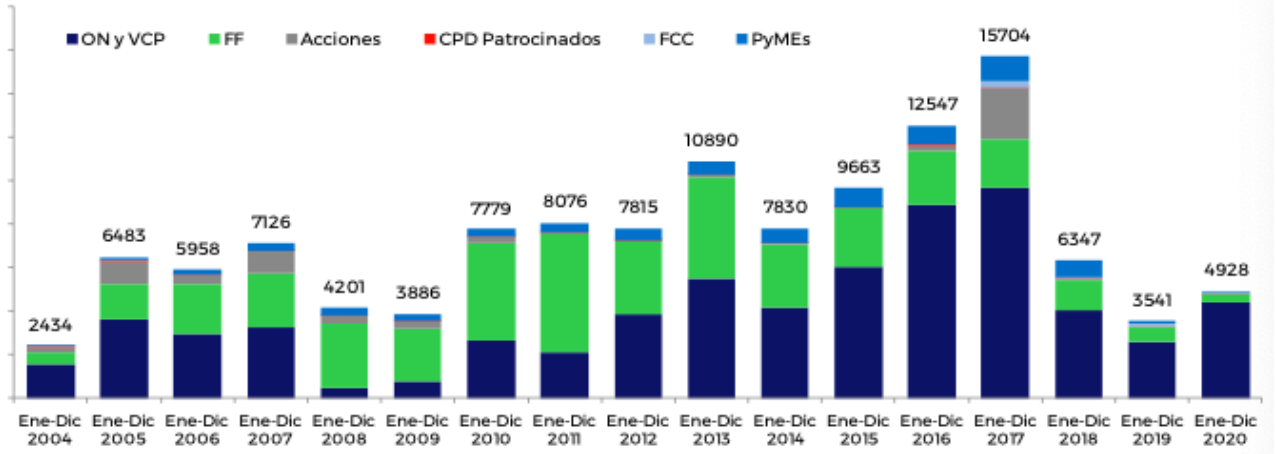
análisis, y lo llevaremos a términos de su PBI para que los valores sean comparables.

Para el año 2020, según el IAMC, el financiamiento empresario en nuestro país alcanzó el volumen de U$D 4.928 millones compuesto de la siguiente manera:

- 90,5% obligaciones negociables (ON) y Valores a Corto Plazo (VCP).
- 8,3% Fideicomisos financieros.
- 1,2% restante a través de acciones y de Fondos comunes de inversión cerrados.

La figura 3 brinda una información comparativa vs años anteriores, al igual que la composición del financiamiento empresario.

Figura 4: volumen financiado en el mercado argentino comparado.



Instrumento	Financiamiento Empresario a través del Mercado de Capitales (Millones de USD)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
ON	2,170	3,899	5,538	4,160	6,064	8,922	9,703	4,114	2,640	4,462
FF	5,494	3,446	4,718	2,994	2,762	2,516	2,402	1,444	735	410
ACC	49	26	91	42	15	287	2,344	50	24	50
CPD	346	427	525	622	822	810	854	573		
FCC							281	41	139	6
Pagarés						12.3	120	124		
TOTAL General	8,060	7,798	10,872	7,818	9,662	12,547	15,704	6,347	3,541	4,928

Fuente: (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2020).

Del mismo informe surge que ninguna empresa se incorporó a la oferta pública y que, en contraposición, tres se deslistaron en el mismo período (año 2020).

En términos de PBI, nuestro financiamiento empresarial, representa (para el año 2019 – último dato PBI Banco mundial – además será el año utilizado para realizar las comparaciones vs. los demás países), aproximadamente, un 0,8% del mismo.
PBI año 2019: U$D 445.445 millones. (Banco Mundial, 2021)
Financiamiento año 2019: U$D 3.541.

Uruguay: para el año 2019, se colocaron U$D 1.015,2 millones en el mercado de deuda privada: casi la totalidad de este importe corresponde a Fideicomisos Financieros (un 92%) mientras que el 8% restante se reparte entre obligaciones negociables y Notas Hipotecarias. (Bolsa electrónica de Valores de Uruguay S.A., 2021). P. 17.
En términos reales, representa un 1,8% de su PBI. (Banco Mundial).

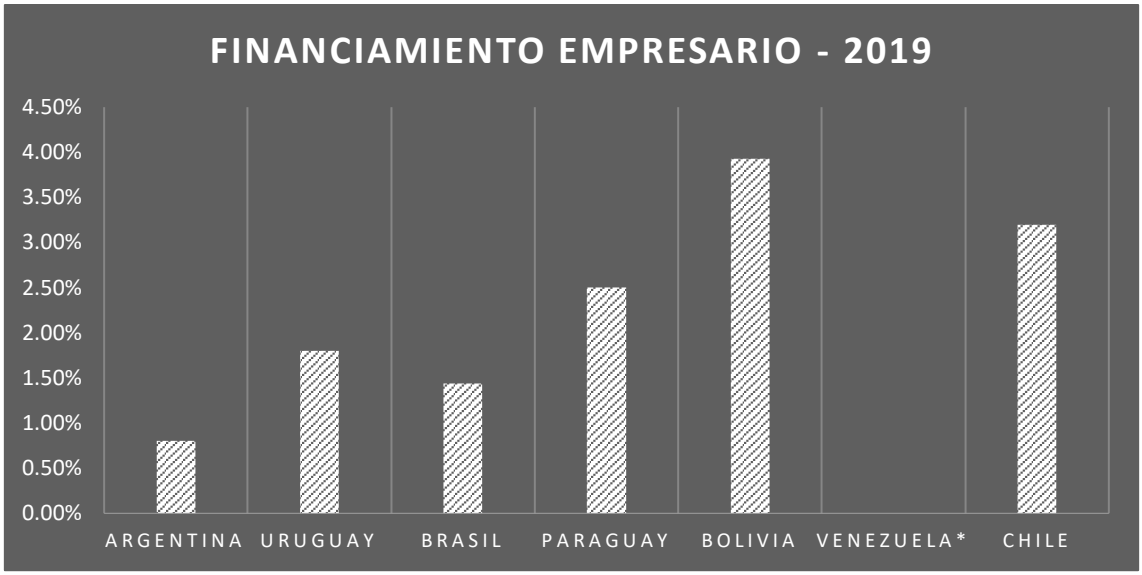
Brasil: en el año 2019, las empresas brasileras realizaron emisiones de acciones por 2.300 millones de dólares y colocaron 24.100 millones en bonos de moneda extranjera, lo que nos da un total de 26.400 millones de dólares tomados por empresas privadas a través de su mercado de capitales. (Comissâo de Valores Mobilários, 2020).
Para si PBI, esto equivale al 1,44%.
Paraguay: en el año 2019, según el boletín de diciembre de la Comisión Nacional de Valores Paraguaya, el financiamiento empresario fue de 955,3 millones de dólares, Compuesto de la siguiente manera:
- 250.300.000 u$D en emisión de acciones (Títulos de Renta Variable)
- 705.000.000 u$D en bonos corporativos (Títulos de Renta Fija).
(Comisión Nacional de Valores PGY, 2019).
En términos de PBI es un ratio que deja completamente atrás a nuestro país, de 2,5% del producto.

Bolivia: en el año 2019, los altiplánicos, emitieron 1.608 millones de dólares en su mercado de valores, compuesto en un 50% de fondos de inversión cerrados, 29% en bonos de largo plazo, 6% en valores de titularización y el restante en emisión de acciones, bonos bancarios, bonos de corto plazo y pagarés bursátiles. (Bolsa Boliviana de Valores S.A., 2019). Pág. 4.
En términos de PBI toma un valor de 3,93% (Banco Mundial).

Venezuela: según el informe anual, provisto por el gobierno venezolano, el total de títulos valores autorizado para el año 2019 fue de B$ 205.536.839.063,2 (unos u$D 165 millones) - (Ministerio del Poder Popular de Economía y Finanzas, Superintendencia Nacional de Valores, 2020)
Para su PBI el cálculo resulta impracticable, ya que no existe información certera debido a la situación política/social que está atravesando Venezuela. Cabe la misma aclaración para el dato provisto anteriormente, ya que no considero fuente fiable de información al gobierno venezolano.

Chile: en el país andino, la colocación de deuda privada en 2019 se sitúa en los 9.000 millones de dólares: 8.477 Mu$D en bonos corporativos y 533 Mu$D en colocaciones de efectos de comercio. (Bolsa de Santiago, 2019).
Esto, en relación a su PBI, nos da una relación de 3,2% (Banco Mundial).

Figura 5: El financiamiento empresario del MERCOSUR, año 2019.



Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados y enunciados anteriormente.

Si bien, como mencionamos previamente, los países latinoamericanos tenían cierta aversión al mercado de capitales, nuestro país se sitúa escalones debajo del resto, incluso comparando vs el Mercosur.

Como se puede observar en el gráfico, nuestro país tiene aún un largo recorrido por hacer en términos de acercamiento por parte de los empresarios al mercado (o del mercado a los empresarios).
* Venezuela no fue contemplado debido a que no se considera fuente fiable de información la proveniente de fuentes oficiales.

Australia: el país colocó bonos corporativos, en el año 2017 (último reporte del mercado financiero realizado por el AFMR – Australian Financial Markets Report) por 133.500 millones de dólares australianos, es decir unos 103,35 mil millones de dólares americanos. Este número, en términos de PBI, representa el impactante valor de 7,8%. (Australian Financial Market Report, 2021)

Estados unidos: en el mercado más grande del mundo, según S&P Global, las empresas a principios de 2019 – fines de 2018 colocaron 7 billones de u$D contemplando bonos y notas dentro del mercado (5 billones para el sector financiero y 2 para el no financiero), lo que representa casi un 30%, en términos de PBI para el mismo período (SP Global, 2021) – Tabla 3.

Reino Unido: en el año 2019, el grupo London Stock Exchange, en su informe anual, declara 405 billones de libras esterlinas colocadas en el mercado primario, siendo que el grupo incluye operaciones en India, China, Indonesia, etc. Llevado a u$D serían 518 billones. (London Stock Exchange Group, 2019). El 55% corresponde al mercado nacional (p. 38 del informe), por ende nos quedarían u$D 285,12 billones: más de un 10% de su PBI.

Holanda: para el 2019, en el mercado de Holanda se colocaron unos u$D 350.000 millones, divididos en cerca de 1.200 bonos corporativos y distintas monedas (cBonds, 2021). Esto es un 38,6% de su PBI (Banco Mundial).

Japón: en la bolsa japonesa se colocaron aproximadamente u$D 200.000 millones, divididos en alrededor de 400 bonos corporativos y distintas monedas (cBonds, 2021). En términos de PBI es un 4% (Banco Mundial).

2.2) Los inversores y el mercado de capitales:

El siguiente punto de comparación analiza el otro lado del mercado: los agentes colocadores de fondos. En este apartado veremos la relación no de los empresarios con el mercado, sino de los inversores. Se medirá en cantidad de inversores, y para compararlo en términos reales se hará la relación con la cantidad de habitantes. La información no es sencilla de encontrar e incluso en ciertos países puede ser información confidencial. Para suplir eso, se colocará además la cantidad de agentes de bolsa que declara cada mercado, lo cual puede ser una muestra (o no) de la cantidad de inversores que haya en él. Detallamos cada uno:

Argentina: el número que utilizaremos para este caso será el de cantidad de cuentas comitentes abiertas, esto nos dará un valor de la cantidad de gente que tiene la posibilidad de realizar operaciones en el mercado de capitales. Según el ultimo informe “La caja en cifras”, provisto por Caja de Valores, en Argentina hay más de 400.000 subcuentas, asociadas a 729 participantes directos (AlyCS, Bancos, ACIDs, FCI, compañías financieras y otros).

Figura 6: Participantes directos del mercado de capitales argentino.



(Caja de Valores S.A, 2020).

Este informe se corresponde con principios de 2020 (primer trimestre). Hay noticias posteriores – de fuentes no oficiales – que estiman 450.000 cuentas para septiembre del mismo año (El financiero Web, 2021).
El valor, en relación a la población no va a modificarnos demasiado: es un 1% de la cantidad de habitantes, según fuentes provistas por el Banco Mundial.

Uruguay: el dato no se encuentra disponible, la información es confidencial. La Bolsa de Valores tampoco nos ha provisto la información mediante comunicación telefónica. Podemos mencionar sí, la cantidad de intermediarios: 27 corredores de bolsa, 9 operadores especiales, 12 estructuradores, 27 fideicomisos financieros y 5 fiduciarios financieros.

Brasil: en el año 2020, cuenta con 3.200.000 de inversores operando en su mercado de capitales (Bolsa de Sao Pablo, 2021). Medido como porcentaje de la población (Banco Mundial) nos da el valor de 1,52%.
Cuenta además con 161 (fines de 2019) agentes de bolsa e intermediarios financieros (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2020).

Paraguay: la información no se encuentra disponible, sin embargo podemos mencionar que cuenta con 14 casas de bolsa, dentro de las cuales destaca por volumen operado Basa Capital C.B.S.A (el 50% del total). (Bolsa de Valores y productos de Asunsión, 2020).

Bolivia: al igual que en casos anteriores, la cantidad de inversores se hace imposible de acceder. De todos modos, enunciar que tiene 12 agentes de bolsas matriculados para oficiar como intermediarios financieros.

Venezuela: alcanza los 47 intermediarios financieros para finales de 2019. (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2020).

Chile: la cantidad de inversores no se encuentra disponible. Cuenta, para fines de 2019, con 25 agentes de bolsa/brókeres. (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2020).

Australia: cuenta con 9.000.000 de inversores (Australian Security Exchange, 2020).

Estados Unidos: para el año 2015, se calculaba que 164 millones de americanos invertían en el mercado de valores (Statista, 2021). Este ratio, en base a su población (Banco Mundial), nos arroja que el 55% de los ciudadanos estadounidenses lo hacían. A su vez, la misma fuente revela que, al menos desde 1999 la cifra se mantiene por encima del 50% de la población.

Reino unido: el numero de inversores no se encuentra disponible, pero cuenta con 49 brókeres listados en su página web a fecha de hoy (28 de Abril de 2021) (London Stock Exchange, 2021).

Holanda: los inversores no están disponibles – la cantidad de agentes intermediarios a través de los cuales se puede operar en el mercado es de 243 a fecha de hoy (28 de Abril de 2021) (Euronext, 2021).

Japón: el número de participantes no está disponible, pero cuenta con 120 agentes de bolsa, según su página web a fecha de hoy (28 de Abril de 2021) (Japan Exchange Group, 2021).

2.3) El mercado:

Nos referiremos a continuación a algunos puntos que hacen a la estructura del mercado en general, es decir, más allá de los inversores o de las empresas (aunque está estrechamente relacionado con estas partes), hay algunas características de los mercados como eje que cabe mencionar:

2.3.1 El volumen de operaciones: esto es el monto transado/operado de las distintas bolsas de los distintos países. Un gran volumen operado será mejor, ya que le dará mayor liquidez al mercado y tamaño:

> Argentina: según el informe citado previamente del instituto argentino del mercado de capitales (IAMC), el volumen Operado durante 2020 fue de u$D 1.164,7 millones de dólares promedio diario. (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2020).
>
> Uruguay: para el año 2020, el promedio diario fue de 107 operaciones, y el valor promedio diario alcanzó la cifra de de U$D 160,9 millones. . (Bolsa electrónica de Valores de Uruguay S.A., 2021) p. 10.
>
> Brasil: según el Boletim de Mercado, el promedio diario de operaciones en el mercado secundario, fue de u$D 37.671. (Comissâo de Valores Mobilários, 2020).
>
> Paraguay: el monto operado alcanzó, en 2020, los u$D 2.000 millones. Valor promedio de U$D 5,47 millones diarios. Lo destacable, es que ha multiplicado este valor por 20 en los últimos 10 años gracias principalmente a difusión y a innovaciones tecnológicas. (Callizo, 2020). Esto se valida también con la presentación que realiza la Bolsa de Valores y Productos de Asunción en su informe anual, donde también se detalla que se realizan más de 900 operaciones por mes (Bolsa de Valores y productos de Asunsión, 2020)

Bolivia: el total negociado en bolsa para 2019 fue de u$D 11.876 millones de dólares, lo que da un promedio de u$D 32,5 millones por día. . (Bolsa Boliviana de Valores S.A., 2019).

Venezuela: los montos negociados en la bolsa venezolana fueron, para 2019, de aproximadamente 600.000 dólares en total. Un promedio de 1.600 u$D por día (Miniterio del Poder Popular de Economía y Finanzas, 2021)

Chile: la Memoria de la Bolsa de Santiago declara, en 2019, haber realizado transacciones por u$D 850 mil millones, es decir u$D 2.317 millones por día. (Bolsa de Santiago, 2019).

Estados Unidos: por día, por los mercados americanos, se operan aproximadamente u$D 500.000 millones. (Nasdaq Trader, 2021).

Australia: la ASX, en su página web, declara las transacciones pero por cantidades de operaciones: el promedio diario (al mes de febrero 2021) alcanza el millón y medio de operaciones por jornada (ASX, 2021). A su vez, brinda información sobre el volumen operado de los 20 papeles de las empresas que más negociaciones tuvieron en la jornada: u$D 2.400 millones de dólares – 28/04/2021 – solo para sus 20 acciones más negociadas (más que todas las operaciones del mercado nacional). (ASX, 2021).

Reino Unido: la Bolsa de Londres muestra su volumen operado en los últimos 5 días (London Stock Exchange, 2021). Para el día de hoy (28 de Abril de 2021) el promedio operado alcanza la cifra de u$D 4.800 millones diarios, con unas 600.000 operaciones por día promedio.

Holanda: el volumen diario promedio para la bolsa de valores holandesa es de u$D 11.000 millones p.33 (Euronext, 2020), sumado a los contratos de derivados de los cuales no se sabe el monto pero sí la cantidad – casi 700.000 contratos celebrados.

Japón: para 2020 el volumen por día fue de u$D 4.700 millones (Japan Exchange Group, 2021).

2.3.2 Posibilidades que ofrecen: Este es un apartado interesante de analizar, pero que en realidad termina estando condicionado por los elementos mencionados anteriormente: el volumen de las operaciones, la cantidad de emisores registrados y la cantidad de inversores que hay en un mercado. No existen en realidad limitaciones respecto a esto en nuestro país en términos

legales, sí en términos operativos: tenemos colocaciones en renta fija, variable y existe también un mercado de derivados – el problema aparece cuando uno analiza los aspectos mencionados anteriormente: al ser tan escasa la cantidad de inversores, la cantidad de emisores y el volumen de las operaciones esto limita la operatoria a determinados activos, para garantizar la liquidez. Existen activos que su volumen de negociación es casi nulo (o nulo en algunos casos), por ejemplo: al día de hoy (26 de Abril de 2021) hay 15 acciones del panel general que no han tenido movimientos, y de hecho de ellas, la que más volumen operó no superó los u$D 50.000.

En este escenario es complejo mencionar si quiera la posibilidad de incursionar en operaciones con derivados, distintos tipos de opciones, futuros, etc. que si bien están habilitadas para su realización no presentan volumen atractivo a inversores.

En nuestro mercado tenemos: CEDEAR, Fondos comunes de inversión, Fondos Cerrados en acciones, títulos y obligaciones negociables, pagarés de corto plazo, letras del tesoro, letras del banco central, cauciones, pase bursátil, operaciones con opciones, préstamo de valores y futuros. Además, MATBA-ROFEX permite la operación con futuros agropecuarios, financieros y opciones sobre ellos. La oferta de los demás países latinoamericanos no difiere e incluso en muchos casos es menor (por ejemplo Bolivia, que si bien añade Mesa de negociación para Pymes no posee operaciones de derivados y futuros, (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2020).

2.3.3 Capitalización bursátil: concepto definido anteriormente. En este punto realizamos las comparaciones entre los países previamente enunciados, utilizando como fuente al Banco Mundial y expresando los valores ya en términos reales, es decir, como porcentaje de su PBI (Banco Mundial, 2021):

- Argentina: 8,8%
- Australia: 106,5%
- Brasil: 64,5%
- Uruguay: 0,4%[4]
- Venezuela: 4,3%[5]
- Estados unidos: 147,9%[2]
- Holanda: 131,9%[3]
- Japón: 121,8%.
- Chile: 72,2%.
- Reino unido: 107%

(CEIC Data, 2021)

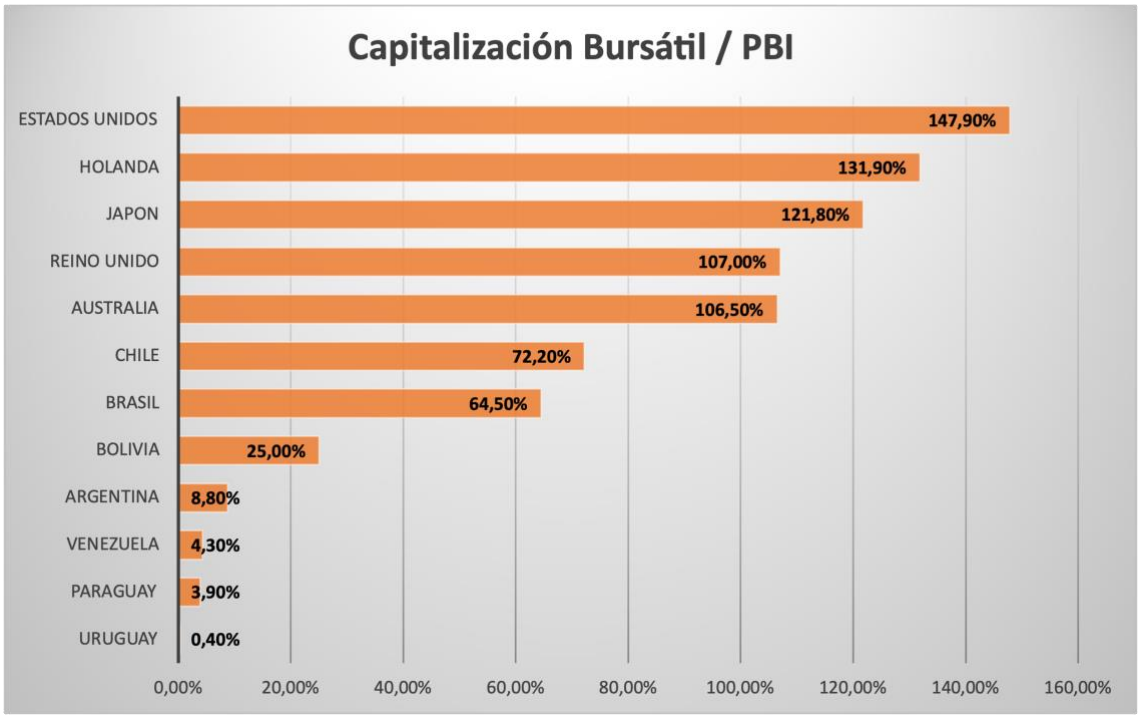
[2] Dato del año 2018 – Banco Mundial.
[3] Dato del año 2017 – Banco Mundial.
[4] Dato del año 2016 – Banco Mundial e Infobae (https://opinion.infobae.com/dario-epstein/2016/02/25/mercado-de-capitales/#more-1362).
[5] Dato del año 2002 – Banco Mundial.

- Paraguay: 3,9%[6] - Bolivia: 25%

(Federación Iberoamericana de Bolsas, 2021).

Esta información se aprecia mejor en la figura 7:

Figura 7: Capitalización bursátil como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a los datos mencionados anteriormente.

Más allá del concepto, es importante esta medida porque nos indica, de alguna manera, cuanto cuestan en términos de lo sus países producen las empresas más importantes (y las no tanto) de éstos. Ej.: A la producción de Estados Unidos, no le alcanzaría con un año destinado en su totalidad para adquirir en bolsa el valor de todas sus empresas. Nuestro país, con un año de actividad económica, puede adquirir 11 veces sus empresas cotizantes.

2.3.4 Dividendos pagados por año: este punto conlleva estrecha relación con la cultura de los mercados y de sus agentes. ¿En qué sentido? En el siguiente: primero ubicarnos que, cuando hablamos de dividendos, hablamos de resultados que obtuvo una empresa que luego ha decidido distribuir entre sus socios (accionistas). Naturalmente al hablar de éstos estamos dentro del universo de la renta variable.

Cuando un inversor adquiere acciones de una compañía puede pretender 2 cosas:

[6] Dato del año 2016 – Banco Mundial e Infobae (https://opinion.infobae.com/dario-epstein/2016/02/25/mercado-de-capitales/#more-1362).

a) Obtener un resultado positivo con la diferencia de cotización: ej. Compra X a $100, vende X en 2 semanas a $105: en este caso ganó 5.
b) Participar de sus ganancias: nuestra ley de sociedades comerciales (19.550), define que existirá una sociedad comercial cuando "*dos o mas personas en forma organizada, conforme a uno de los tipos previstos en esta ley, se obliguen a realizar aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios* ***participando de los beneficios*** *y soportando las pérdidas"*. Si bien los mercados parecen lejanos a este concepto, como se mencionó anteriormente, al adquirir una acción de una empresa, estamos adquiriendo una parte de ella, y por ende haciéndonos socios.

Entonces:
a) Por parte de los inversores: la coyuntura económica argentina, hace que el objetivo de los inversores sea tendiente a operaciones de corto plazo, por ende el objetivo mencionado en el apartado b) no es lo más demandado.
b) Por otro lado, las empresas (pocas y que, como mencionamos, no son del todo adeptas a la utilización del mercado como fuente de financiamiento) al no tener ese requisito (distribuir cantidades significativas de dividendos) para lograr mejores cotizaciones y mejor acceso al crédito tampoco lo ofrecen ni presentan como política principal.

En el año 2020, solo 21 empresas argentinas pagaron dividendos, y lo hicieron solo por 166 millones de dólares (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2020). Este numero puede estar influenciado por el límite impuesto por el gobierno para acceder al MULC (mercado único libre de cambios).

En el año 2019, fueron 39 las empresas que lo hicieron, mientras que en Bolivia 31, más de 400 en Brasil y 167 en Chile. (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2020).

2.4 Epílogo parcial: *Como anticipamos en nuestra introducción y supuesto*…

…queda demostrado, a través de la información enumerada en los párrafos precedentes, que nuestro país se ubica en una posición que le deja poco para presumir en términos de mercado de capitales: las empresas no lo utilizan demasiado, tenemos pocas empresas listadas, hay pocos inversores, el volumen operado es relativamente bajo y se realizan pocas transacciones.

Con esta información, respondemos y alcanzamos el objetivo de *indagar las respuestas y la relación entre inversores y empresarios ante el mercado de capitales* así como también el de *demostrar que nuestro mercado tiene un enorme potencial de crecimiento.*

A continuación intentaremos encontrar las razones que hacen que esto sea así.

CAPITULO III

LAS RAZONES

El propósito que guarda este capitulo es listar las razones por las cuales consideramos que, en la actualidad, la relación entre empresarios e inversores para con el mercado de capitales es distante como se dejó previamente sentado.

Podríamos enunciar muchísimas razones por las cuales nuestro mercado de capitales aún tiene mucho por explorar y desarrollarse; pero en función de la información consultada a tal efecto, considero las siguientes (aunque no necesariamente por orden de importancia) las más significativas:

1) ***Prejuicios***: en nuestro país, si bien existen las instituciones y nuestro sistema financiero funciona como uno de mercado (es decir: existe la bolsa de comercio, empresas que se financian en esta vía, el estado lo puede hacer, hay inversores, hay empresas listadas – poco de ambos– etc.) hay gran parte de la población que por una cuestión de prejuicio/ideología coexiste con la idea de que “el mercado” es una palabra tabú.

   Según una encuesta, más de 1/3 de los alumnos (un 36,4%) que asisten a la Facultad de ciencias económicas de la UBA sostiene que “el mercado” es malo para la economía y que la libre oferta y demanda generan efectos negativos en la misma. El dato se incrementa aún más cuando se realiza la misma encuesta en una facultad de otras áreas como ser la Facultad de Derecho, donde en este caso es el 41% del alumnado el que sostiene esta teoría (Bardin, 2016).

   Cuando se pregunta sobre el mercado de capitales concretamente los números son peores: el 60% del alumnado de la Facultad de Derecho posee una visión negativa, siendo las razones de dicho pensamiento principalmente 2: fomenta la especulación y es “una timba” (Bardin, 2016).

   Este pensamiento casi democratizado y naturalizado puede estar relacionado con diversas cuestiones: por desconocimiento (punto a tratar más adelante) y/o por cuestiones políticas (ya que muchas veces nuestros dirigentes – por convicción o conveniencia/oportunismo en otros casos – se encargan de intentar transformar ese relato en la verdad: ¿Cuántas veces hemos escuchado hablar de “la timba financiera”?).

Nada más lejano de la realidad. Los mercados, como se dejó sentado en los capítulos precedentes, no son un grupo de millonarios de traje especulando por sus intereses y yendo en contra del bien común, sino que son un mecanismo que permite canalizar el ahorro de aquellas unidades con excedentes de fondos hacia otras demandantes de fondos con el fin de financiar proyectos, obras, ideas, etc.

2) ***Educación financiera:*** en el punto anterior mencionamos que una de las razones por las cuales el mercado tiene "mala prensa" era por desconocimiento. Al hablar de mercados financieros, de lo que debemos hablar es de "educación financiera". Este concepto se define como "el proceso mediante el cual los individuos adquieren comprensión de conceptos y productos financieros y desarrollan las habilidades necesarias para tomar decisiones informadas, evaluar riesgos y oportunidades financieras, para mejorar su bienestar" (Organización para la cooperación y el desarrollo económico, 2005). Siguiendo con la definición una sociedad que carece, en términos generales, de educación financiera desconoce sus términos, herramientas y por ende no los entiende y aprovecha.

   Para afirmar que nuestro país carece de educación financiera nos basamos en la encuesta de medición de capacidades financieras, realizada por el Banco Central de la República Argentina, informe del cual podemos obtener las siguientes conclusiones:

   a) Solo el 55% de los hogares realiza un calculo anticipado de ingresos y gastos futuros (porcentaje que se reduce al 47% en las clases más bajas) → La mitad de los hogares no planifica financieramente, no realiza presupuestos.

   b) El 20% de los asalariados bancarizados extraen todo el dinero de su sueldo de una sola vez: por preferencia del efectivo mayoritariamente (¿Por qué no el uso de tarjeta de débitos?) y aunque en un grado menor, otros afirman que es para no perder poder adquisitivo con la inflación (afirmación que no tiene sentido).

   c) Productos financieros: el 40% de los encuestados dice no contar con productos financieros (valor superior a Chile). Sobre el conocimiento de los productos financieros podemos mostrar el siguiente cuadro:

Figura 8: Conocimiento de productos financieros – BCRA, 2017.



Porcentaje de la población que “ha escuchado hablar” acerca del producto financiero preguntado. Por ejemplo: “el 93% ha escuchado hablar sobre tarjetas de crédito”.

El grado de desconocimiento en productos financieros relativamente sencillos (solo 1 de 3 personas ha escuchado hablar sobre inversiones en acciones) es *considerable*. Los datos son aún peores cuando de tenencia se trata: menos del 1% de los entrevistados poseen acciones, títulos públicos o fondos comunes de inversión.
Otro dato interesante es que solo el 13% de los entrevistados ha realizado transferencias bancarias por homebanking, y el porcentaje es similar cuando se trata de pago de servicios por la misma vía. (BCRA, 2017).

Podríamos seguir mencionando distintos datos que no harían más que recalcar nuestra postura: la falta de educación financiera en nuestro país es considerablemente alta, y sin dudas, es una de las razones por las cuales nuestro mercado financiero es de un tamaño muy reducido.

El plan nacional de educación financiera deja en claro, en su presentación (2019), que nuestro país se ubica en niveles muy bajos de educación en esta materia; concretamente en el puesto 37 de 39 países contemplados en el índice realizado por el Banco de Desarrollo

de América Latina – CAF – y el Banco Central Argentino (Ministerio de Hacienda , 2021).

3) ***Impuestos:*** no es novedad hablar de la abrumadora presión impositiva que existe hoy en nuestro país. Según IARAF, en 2020, la cantidad de tributos (en número) es de 165 considerando los 3 niveles del estado: nacional, provincial y municipal (Instituto Argentino de Análisis Fiscal, 2021). Esto se *complementa,* además, con las casi 70.000 regulaciones que enfrentan los agentes productivos de nuestro país a la hora de desarrollar sus actividades económicas (InfoPymes, 2021)[7].
   Estos tributos llegan a alcanzar la ridícula tasa del 106% sobre las utilidades comerciales de las empresas; dato que se traduce en que, en promedio, una empresa nacional que cumple en tiempo y forma con el fisco da pérdidas (Banco Mundial, 2021).
   Los tributos no solo afectan la actividad productiva, sino que también el consumo diario – no solo el de lujo, aunque éste en mayor proporción – se ve perjudicado: *el peso de los impuestos*[8] se encarga de comunicar esto: de una canasta de alimentos y bebidas no alcohólicas promedio, los tributos representan un 41,3% del costo de la misma, es decir, de $100 gastados en alimentos del día a día, $41,3 van a parar al estado en concepto de tasas municipales, impuesto a los débitos y créditos bancarios, a las ganancias, a ingresos brutos, al valor agregado y un largo etcétera.
   Ahora bien, una vez planteada – a grandes rasgos – la realidad tributaria/impositiva de nuestro país vamos a lo nuestro: ¿En qué afecta esto al mercado de capitales?

   Este punto es interesante analizarlo desde 2 perspectivas:

   a. ***Para empresas:*** en primer lugar, mencionar lo obvio: las empresas sufren esta realidad impositiva y regulatoria, ya que representa una gran erogación de recursos (tanto monetarios como humanos, en el sentido del tiempo que se debe destinar al cumplimiento de esta).
      Por otro lado, para ser una empresa listada en nuestro mercado (visto capítulo anterior) hay un reglamento a cumplir que lo que regula principalmente es, además de cuestiones de forma, (ej. Ajustar la proporción de sus títulos pensando en la participación de un gran numero de inversores – *art 14)* cuestiones relativas a la información, la cual no solo es al inicio, sino de manera periódica

[7] El informe pertenece a la consultora *Economía & Regiones. El informe muestra además, la cantidad de impuestos (coincide con IARAF).*
[8] Informe realizado por IARAF – 2020.

durante su permanencia en el listado: informar hechos relevantes, medidas adoptadas por una bolsa/país que afecten su cotización, decisiones internas, etc. (art 23) y los *ESTADOS CONTABLES*. (Bolsas y Mercados Argentinos, 2020)[9].

Estos requisitos si bien representan son una barrera de entrada, son lo correspondiente: la información de las empresas cotizantes hace que el mercado sea un lugar más transparente y seguro para los inversores. El problema radica en que las pequeñas y muchas veces las medianas empresas no cuentan con la estructura administrativa ni los recursos o sistemas para afrontar lo que la elaboración de la información exigida conlleva. También los costos son relevantes y hasta se puede requerir de personal extra como ser relación con inversionistas.

Otro punto que consideramos (desde nuestro punto de vista) importante es que la alta presión impositiva hace que en ciertas ocasiones las empresas opten por realizar operaciones en la marginalidad. Esto entonces puede hacer que la información contable no refleje al 100% la realidad del agente, lo cual tiene 2 consideraciones:

- al ingresar al mercado de capitales las empresas deberán exponerse a supervisiones más rigurosas de organismos fiscalizadores (tanto sea el fisco como la comisión nacional de valores).
- Si alguna operación no es registrada posiblemente sea en pos de reducir el pago de impuestos (menos ventas, menor resultado) por lo que al engañar al fisco en ese sentido también volvería a las empresas menos atractivas para los inversores.

b. ***Para inversores:*** Los inversores si bien en menor proporción en este caso, tampoco pueden escapar de este problema. Para el ejercicio económico 2020 el esquema es el siguiente:
Acciones: sin cotización (15% enajenación, 7% rendimientos, intereses o dividendos), con cotización (la compraventa está exenta si la operatoria se realiza a través de CNV y por fuera tributa el impuesto cedular, los rendimientos están alcanzados al 7%), del exterior que coticen en U$D en el merval (exentos la enajenación y los rendimientos según escala progresiva), los ADR (gravados al 15% en su enajenación y 7% los rendimientos). También se

[9] El reglamento se encuentra disponible en https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-Reglamento-de-Listado-2020-02-04.pdf

encuentran alcanzadas por el impuesto sobre los bienes personales.

Títulos públicos: extranjeros (gravados al 15% y su rendimiento a escala progresiva) mientras que los emitidos por el estado nacional están exentos. La exención para los bonos nacionales también se da en bienes personales, mientras que los soberanos de países extranjeros están alcanzados por el impuesto (Aballay, 2021).

4) ***Inestabilidad macroeconómica:***

a. ***La moneda:*** la confianza en el peso es muy importante – en todo sentido, pero más si se trata de inversiones: cuando un inversor realiza una operación espera, naturalmente, rentabilidad: si se adquiere una acción se espera poder venderla a mayor precio en el futuro o cobrar dividendos y lo mismo sucede, por definición, con un título / obligación negociable – colocamos fondos, y en un período a futuro recibiremos esos fondos con una prima o interés.

¿En qué impacta el tipo de cambio en esto? Los inversores extranjeros – aunque también los locales, debido a la histórica debilidad del peso argentino – esperarán recibir una rentabilidad REAL (contemplando la inflación y/o el tipo de cambio): ejemplo.

- *Comprar 10 acciones de AAA S.A – cotizan a $10 el 1/1/X1 – Tipo de cambio $10 por dólar.*
- *Vender 10 acciones de AAA. S.A – cotizan a $15 el 1/1/X2 – Tipo de cambio $30 por dólar.*

→ El inversor en este ejemplo obtuvo una rentabilidad de $5 (o del 50%) en términos nominales, ya que pasó de $10 a $15 la cotización de su activo – Pero si lo mide en términos reales ("moneda dura") perdió: poseía U$D1 y ahora tiene U$D 0,5.

Es común (e incluso debería ser así) que la rentabilidad esperada se mida en términos *REALES*, y no *NOMINALES*: tener una moneda expuesta a depreciaciones bruscas no ayuda.

b. ***Inflación:*** la inflación supone el mismo fenómeno que el punto anterior: afecta la rentabilidad real del inversor y además desempeña otro rol en los mercados financieros:

Según un informe realizado por la Bolsa de Comercio de Rosario, la tasa de inflación produce un efecto *NEGATIVO* en los precios de las cotizaciones de los activos de nuestro país en el corto plazo. (Ana Laura Guerra, 2012).

Por ende, no solo es una amenaza a la rentabilidad real, sino también una amenaza para la rentabilidad en sí misma

c. ***Ciclo:*** si bien todos los países y mercados sufren ciclos de alzas y bajas, la frecuencia y la fuerza con la que se suceden en nuestro país es poco frecuente.
Como mencionamos en reiteradas ocasiones, y aunque dependa del tipo de inversor y su aversión al riesgo, el mercado es un medio para canalizar el AHORRO de unos agentes económicos hacia los agentes DEMANDANTES de esos fondos: la volatilidad de los activos argentinos es sin duda una barrera de entrada – al menos con estos fines. (ver figura 9).

Figura 9: Los ciclos del Merval.



Fuente: Índice Merval, U$D CCL – Banco Galicia (TradingView, 2021).

En este gráfico se puede apreciar lo dicho anteriormente. Traduciendo: desde 2010 a 2012, la cotización cayo 85% – desde allí subió 393% para 2014 – Cae otro 75% para principios de 2016 – Desde Abril16 a fin de 2018 sube un 615% para caer un 81% hacia principios de 2020.

5) ***Cuestiones estructurales:***
   a. ***Cepo:*** las limitaciones para acceder al MULC (Mercado único y Libre de Cambios) influyen. Cuando un país elimina o limita la libre circulación de divisas esto representa una gran barrera de entrada (aunque sobre todo de salida – lo que a su vez es en sí una barrera de entrada) para los capitales de inversores dispuestos a apostar por el país, en sus empresas o en el estado a través de títulos

públicos: si se de antemano que no voy a poder salir de un lugar mejor ni entro.

b. ***Cambio de reglas – seguridad jurídica – intromisión pública:*** recuerdo haber escuchado la frase, por parte de un economista citando a un empresario, que decía *"Argentina representa un 10% de nuestros ingresos y un 90% de nuestros problemas"*. Esto un poco resume este ítem.
   Los cambios de reglas son constantes: tanto para las empresas, como para los inversores y ya sea tanto en materia impositiva como en materia de mercado.
   La alícuota a la que están alcanzados los activos ha cambiado en reiteradas ocasiones y lo hace año a año, igual las exenciones y los alcanzados, el impuesto a la riqueza sí, el impuesto a la riqueza no, el blanqueo con beneficios impositivos luego cancelados y un, lamentablemente, largo etcétera en materia impositiva. (Aballay, 2021).
   La intromisión pública y las regulaciones tampoco son la excepción y hacen un poco a la inseguridad jurídica: medidas y políticas decisiones inesperadas para bien o para mal van condicionando tanto la actividad como la inversión, ya que actúan y tienen efecto no solo en lo inmediato sino también sobre expectativas.
   Esto sucede también en el mercado: la intervención en el mercado cambiario operando y modificando los plazos de liquidación de las operaciones también colaboran con ahuyentar inversores o potenciales.

c. ***Pobreza:*** importante considerar esta realidad: el 42% de la población se encuentra debajo de la línea de pobreza. Este dato si bien quizás no afecte a un inversor que sí cuente con los fondos y vea una oportunidad, aunque sí es un pantallazo acerca de la realidad del país: de por sí, casi la mitad de la población no obtiene suficientes ingresos para tener una calidad de vida óptima, menos va a ser para tener ahorros y realizar inversiones. (INDEC, 2021).
   Dato que, además, influye en las expectativas de potenciales inversores – refleja la realidad del país.

d. ***Poco nivel de negocios:*** como quedó demostrado, el nivel de negocios en el mercado de capitales argentino es escaso. Esto puede llegar a ser una preocupación para grandes inversores que pueden quedar atrapados en activos que luego no pueden realizar para salirse cuando lo necesiten – falta de liquidez.

Además, esto también limita las posibilidades en cuanto a los instrumentos de negociación como ser opciones y derivados financieros.

Con esto planteado, concluimos con nuestro tercer y último objetivo del trabajo: *enunciar las razones por las que nuestro mercado de capitales no está explotado*, quedándonos por delante nuestras propuestas que creemos pueden conducirnos por el camino que permita sortear estos obstáculos listados en el capítulo precedente.

CAPITULO IV:

CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

A lo largo del trabajo fuimos demostrando que el supuesto (que el mercado de capitales de nuestro país presenta cierta escasez en algunas cuestiones) y, en el capítulo precedente, enumeramos una serie de conceptos que consideramos son las razones que provocan que esa realidad sea así.

A continuación entonces, a modo de conclusión y cierre, listaremos lo que podrían ser *los remedios* a esas *enfermedades* que posee nuestro país y que, centrándonos en el ámbito de aplicación de nuestro trabajo (el mercado de capitales) podrían representar una *cura*.

A los puntos 1) y 2): *"Prejuicios"* y *"Educación Financiera"*.

Prejuicio (Real Academia Española, 2021): "opinión previa y tenaz, por lo general desfavorable, acerca de algo que se conoce mal".

En este sentido, podemos afirmar entonces, que los prejuicios aparecen como consecuencia de la falta de información o desconocimiento. Es por esta razón que la propuesta para afrontar estos dos inconvenientes planteados, se resuelve de una sola manera: educación.

La ley de financiamiento productivo (Ley 27.440, 2018) en sus artículos 208 en adelante, plantea la necesidad de elaborar una *Estrategia Nacional de Inclusión Financiera*. Ante esto nace el llamado *PLAN NACIONAL DE EDUACION FINANCIERA* en el año 2019, dentro del cual se plantean los siguientes objetivos:

- Incorporación en la curricula de escuelas secundarias.
- Potenciar la transición del acceso y uso de servicios financieros formales en reemplazo de informales.
- Incentivar la planificación financiera y el ahorro.
- Impulsar la transición en el uso de pagos digitales en reemplazo del efectivo.
- Fomentar el ofrecimiento de crédito responsable.
- Minimizar prácticas abusivas y fraudulentas.
- Desarrollar campañas para difundir instrumentos financieros apropiados para individuos y empresas.
- Embeber la educación financiera en la protección al consumidor.

La iniciativa es interesante y se complementa con la implementación de talleres y capacitaciones que vienen realizando organismos públicos desde 2016. (Ministerio de Hacienda , 2021).

Para su desarrollo es necesaria la coordinación de: el ministerio de educación, el Banco Central, la Comisión Nacional de Valores y otros organismos.
A su vez, el proceso se daría en 2 bloques: formal (a través de la inclusión en la currícula de materias relacionadas – en todos los niveles educativos) y el informal (extra – curricular: conferencias, seminarios, sitios web, etc.).

Se espera que, con la aplicación y seguimiento de estas medidas, el nivel de conocimiento financiero aumente. Los resultados se verían a nivel general en un lapso de 12 años. (Castro, 2020).

En este punto, y con esta estrategia ya planteada por parte de las autoridades, restará ver los resultados. A fecha de hoy no se ha implementado – Cabe destacar, el contexto actual y los conflictos que se están dando en materia educativa a raíz de la pandemia del covid-19 –. También es importante considerar que el proyecto puede ser dejado de lado, ya que su plan y estrategia provienen de un gobierno que actualmente no se encuentra en el poder, y eso, en nuestro país, puede ser causal de abandono del proyecto.

Esperamos en años siguientes contar con la implementación del mismo y ver los resultados que, si se implementa de manera eficiente en todo el territorio, no tenemos dudas serán interesantes, ya que se encuadraría además dentro de lo que pregonan la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y la fundación UNICEF: administración del dinero, ahorro, crédito, inversión, riesgo, servicios financieros, competencias básicas de matemática, entre otras cuestiones. También mencionar que, alrededor del mundo, este tipo de programas ya se han implementado y con buenos resultados: Brasil, Chile, México, España, Irlanda, Alemania y otros países ya se encuentran capacitando financieramente a su población. (Castro, 2020)

“Cuando se nace pobre, estudiar es el mayor acto de rebeldía contra el sistema. El saber rompe las barreras de la esclavitud” (Bulat).

En materia impositiva (punto 3)) también se podrían encarar ciertas reformas: como mencionamos anteriormente, Argentina cuenta con 165 impuestos y una presión tributaria del 106% promedio. ¿Cómo solucionar esto considerando las necesidades de recursos que posee el estado para financiarse?

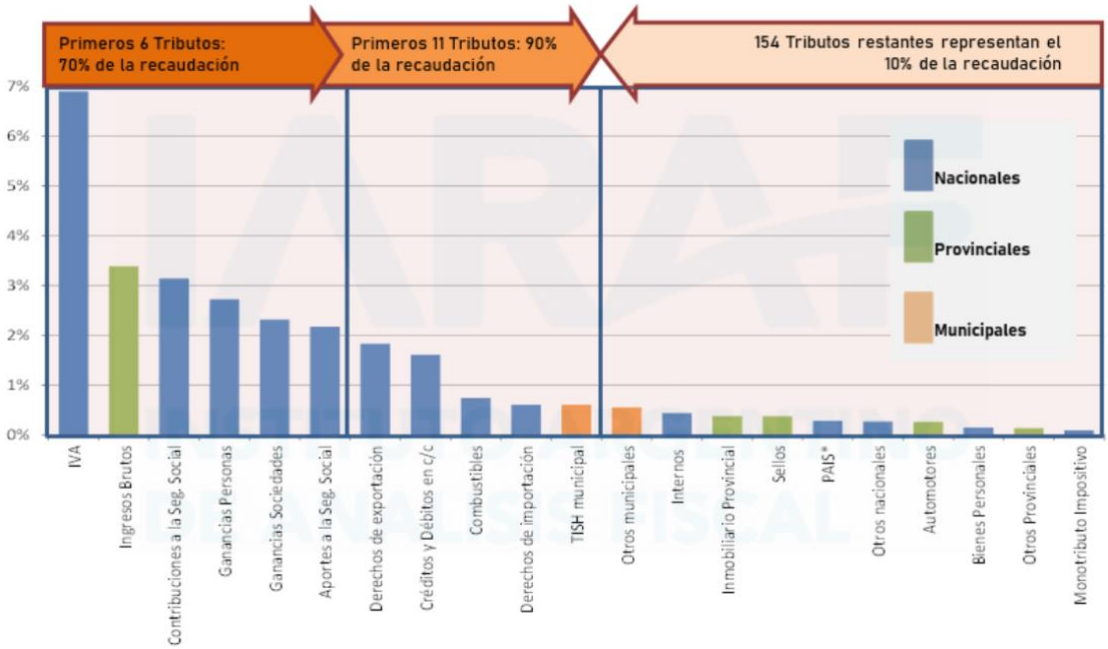
a) *Simplificación*: lo obvio. La propuesta a este inconveniente es la simplificación del sistema tributario. La eliminación de la CANTIDAD (en

primera instancia) de tributos parecería lo más apropiado teniendo en cuenta 3 cosas:

- 165 es una cantidad bastante abrumadora, que además de representar un costo monetario representa un costo de tiempo importante para las empresas (o para los profesionales que contraten, es decir: más dinero). El promedio en el mundo es de menos de 100 (95), además de que los países con mayor PBI per cápita del mundo tienen menos de 50: por ejemplo Noruega 34, Suiza 20, EEUU 25. (Doing Business, 2019) – ¿Estamos errados nosotros o el resto del mundo?

- Según el informe citado anteriormente de IARAF, de esos 165, con los 11 tributos que más se recauda, se obtiene el 90% de la recaudación, es decir, los otros 154 tienen solo el 10% de la misma: complejizan el sistema, representan una barrera de entrada y una carga para las empresas pero a su vez no sirven en términos de recaudación para el los recursos nacionales.

Figura 10: los tributos y su importancia en la recaudación.



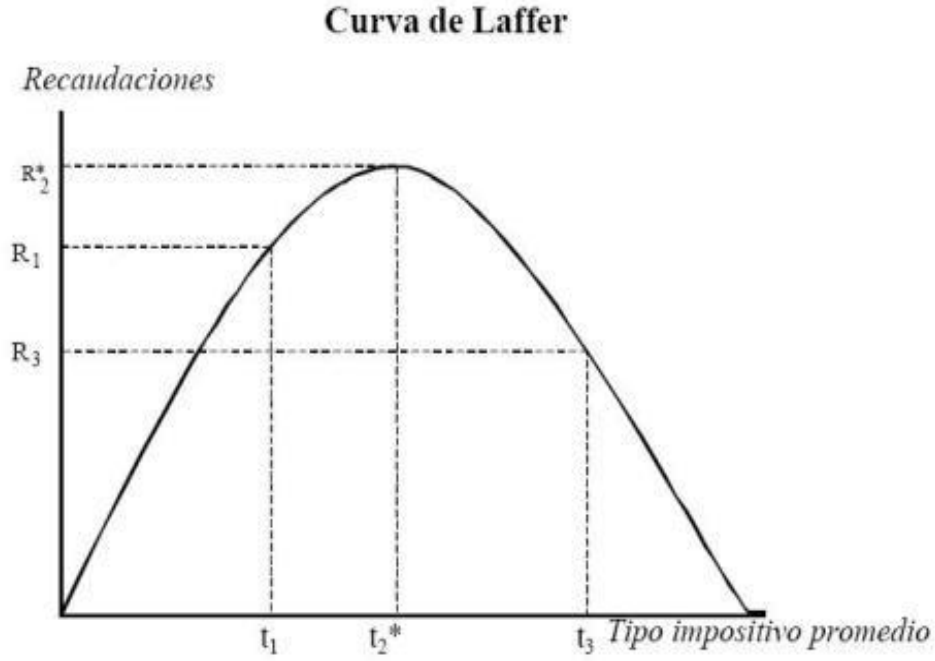
IARAF – Recaudación de cada tributo como porcentaje de la recaudación total.

Los tributos en cuestión son: IVA, Ingresos Brutos, Contribuciones a la Seguridad social, el impuesto a las ganancias (PH y sociedades), Aportes a la seguridad social, Derechos de Exportación, Créditos y Débitos bancarios, Combustibles, Derechos de importación y Tasa municipal.

- La cantidad excesiva de tributos dificulta también el control del fisco.

b) <u>*La curva de Laffer*</u>: en la pregunta planteábamos la duda de cómo reducir la presión tributaria sin perjudicar las arcas públicas y la respuesta es simple. Tan simple es que para su explicación a Ronald Reagan, a *Laffer* le alcanzó una servilleta y su birome: el modelo se plantea en un eje de coordenadas siendo las siguientes (presión tributaria ; recaudación).

Figura 11: Curva de Laffer.



Fuente: (Socios Listos Wordpress, 2021)

¿Cómo funciona el modelo? Se presentan 3 tipos de presiones tributarias y 3 tipos de recaudaciones obtenidas. Lo que nos dice el esquema es que NO SIEMPRE a mayor presión (mayor alícuota) de un tributo se va a recaudar más dinero. Ejemplo: si el gobierno decidiera aplicar retenciones a las exportaciones de un 100%, recaudaría $0 al final, ya que nadie exportaría debido a que perdería dinero.

Esto además, tiene otros efectos: al poner una alícuota menor, el dinero que "ahorra" el contribuyente lo puede destinar a consumo, inversión o ahorro (consumo futuro), generando así mayor movimiento en la economía.
¿Esto que quiere decir? Que posiblemente REDUCIENDO la presión tributaria lograríamos AUMENTAR la recaudación.

c) <u>*Reducción del gasto*</u>: no obstante *Laffer* y su modelo, nuestro país debería debatir la reducción del gasto público. Para el año 2015, el gasto total alcanzaba el 44,7% del PBI. Esta cifra fue oscilando durante toda la historia económica de nuestro país, pero entre el 70 y los 2000 osciló entre

el 20% y 35% aproximadamente. Es decir, el monto viene creciendo de manera sostenida y con una aceleración mayor (sin freno) desde 2003 a la fecha mencionada. Los ingresos también han crecido hasta esa fecha, pero no en la misma proporción, por lo qué se pasó de un superávit fiscal en 2004 del 4,7% a un déficit de 7,5% para el 2015 con una presión tributaria récord.

Se llegó a un punto de quiebre entonces, en el cual el sector privado está ahogado en impuestos, mientras el sector público aumenta más y más sus gastos, incluso erogando más de lo que recauda. (Cavallo & Cavallo Runde, 2017).

Conclusión: reducir la cantidad de impuestos, reducir la presión fiscal, reducción del gasto público.

Sobre la inestabilidad macroeconómica (punto 4):

a) *Moneda*: es muy difícil plantear la estabilidad y planear en el largo plazo en un país que no tenga confianza en su propia moneda. ¿Estamos locos los argentinos o tenemos razón? Todos los libros de macroeconomía que hablan del tema *moneda o dinero* mencionan las características o funciones que debe tener una para considerarse como tal, las mismas son:
    a. Servir como unidad de cuenta: que permita expresar en unidades el valor de los bienes y servicios (precios).
    b. Depósito de valor: que conserve su valor con el paso del tiempo.
    c. Actuar como medio de pago: que sirva para dar a cambio de los bienes o servicios que adquiramos.

¿Pasamos la prueba? La verdad es a medias.

- El fin de ser una unidad de cuenta es permitir contemplar los precios relativos de las cosas (Ej.: un helado cuesta $10, y un pantalón $100: un pantalón cuesta 10 helados). En períodos inflacionarios esta función se disipa.
- Para ver si sirve como depósito de valor plantéese si para Ud. Es lo mismo recibir $100 hoy que $100 en 6 meses: no.
- Medio de pago: esta función sí la cumplimos, aunque de manera parcial, ya que para muchas transacciones (las más abultadas en número) se suele fijar un precio en pesos pero atado a la cotización frente a otra moneda (por lo general el dólar). Ej.: Inmuebles, Vehículos.

Entonces: ¿Tenemos moneda? Parcialmente.
¿A qué se debe? Principalmente a la confianza. Podemos plantearnos lo siguiente: una moneda no deja de ser un bien, o un activo, que cotiza vs.

otras monedas. La paridad entre esas monedas – el precio de una moneda contra otra – va a fluctuar dependiendo principalmente de la confianza que haya en su fortaleza ante su par ya sea fundándose en cuestiones actuales o futuras (por expectativas). Podemos encontrar como principal responsable de esta pérdida de confianza a la emisión monetaria, ya que un país que cada vez que necesita dinero recurre a la creación del mismo, ese dinero pronto no valdrá nada (ver inflación), aunque también influyen otros aspectos vistos más adelante (ausencia de consensos básicos, inseguridad jurídica, la intromisión pública, etc.).

b) *Inflación*: *"La inflación es siempre y todo lugar un fenómeno monetario"*. Sobran los ejemplos que ratifiquen la validez de teoría cuantitativa del dinero de Fisher. El modelo sostiene que:
Precios (P) * Nivel de producción (Q) = cantidad de dinero (M) * Velocidad de circulación (V).

→ Todo determinado nivel de producto de un país (precio multiplicado por su producción) es igual a la cantidad de dinero circulante en una economía multiplicado por la velocidad de circulación de la misma (es decir velocidad a la que se realizan las transacciones).

El modelo parte del supuesto de que la velocidad de circulación es una constante, por ende, si aumenta la cantidad de dinero circulante (con emisión monetaria) el modelo podrá ajustar de dos maneras: incrementando la cantidad de producción, o incrementando el nivel de precios (inflación).

La inflación dejó de ser un problema para gran parte del mundo. La inflación promedio para el año 2019 en el mundo fue del 2%. (Banco Mundial, 2021), mientras que en Argentina en ese mismo año tuvimos 53,8%.

Para estos últimos puntos es clave comprender que *la emisión monetaria es una consecuencia, que nace de la necesidad del estado de obtener recursos para cubrir sus gastos por encima de los recursos que obtiene* por ende, para resolver estos problemas es recomendable resolver el fiscal primero.

c) *Ciclo*: los ciclos terminan siendo muchas veces, consecuencia de nuestra inestabilidad, por ende, afrontadas todas estas cuestiones de una manera integral posiblemente las oscilaciones y la volatilidad sean menores. Los cambios políticos tienen mucho que ver: los demás países no cuentan, por lo general, con esto ya que parten de *consensos básicos*, por ende cuando se dan transiciones entre gobiernos, elecciones o eventos de

índole política no suelen presentarse movimientos bruscos, ya que, en líneas generales, habrá continuidad.

Conclusión: reducir/eliminar la emisión monetaria, lograr consensos básicos en materia económica a nivel país para lograr estabilidad.

Acerca de cuestiones estructurales (punto 5)):

a) *Cepo*: esta herramienta de control del tipo de cambio afecta en muchísimos sentidos:
    a. En primer lugar hace a la inseguridad jurídica.
    b. Representa una gran barrera de salida para los capitales extranjeros, y por ende de entrada: si se que no voy a poder salir de un lugar no voy a entrar.
    c. Perjudica enormemente al sector exportador del cual el país necesita con creces, en el corto plazo para el ingreso de divisas y como matriz productiva, para el crecimiento y desarrollo.
    d. Las ventajas del corto plazo de este sistema de control terminan, inexorablemente, diluyéndose en el mediano/largo plazo: las bruscas devaluaciones y estallidos inflacionarios que hemos vivido a lo largo de nuestra historia así lo demuestran, además del desgaste que produce en el anteriormente mencionado sector exportador y hasta la escasez de productos/insumos importados (ya que el principal objetivo es controlar la salida de divisas, esto termina muchas veces también siendo una prohibición tácita al comercio internacional).

    → Eliminar el cepo.

b) *Cambio de reglas, seguridad jurídica, intromisión publica*: esto está estrechamente relacionado con lo mencionado anteriormente: CONSENSOS BÁSICOS. Argentina debe salir de la improvisación y definir una visión a largo plazo con un modelo que sepa es adecuado a nuestros recursos. Lo relacionado al déficit fiscal y la emisión monetaria (devaluación e inflación) son temas que el mundo desarrollado ha dejado atrás, como se demostró anteriormente. También nuestro país es uno de los más cerrados al mundo – según el ranking que elabora la fundación Heritage, nos ubicamos en el puesto 148 de 178 países contemplados (Fundación Heritage, 2020).

    ¿Todos se equivocan menos nosotros?

    → Consensos básicos: déficit fiscal, emisión monetaria, presión impositiva razonable, visión a largo plazo y continuidad.

c) *Pobreza*: más que un problema esto, a nuestro modo de ver, resulta una consecuencia de la conjunción de varios de los ítems mencionados anteriormente. Partimos también de sostener que para salir de la pobreza es necesario un trabajo y educación:

   a. *Educación:* la educación en nuestro país deja bastante que desear. Las pruebas PISA de rendimiento académico así lo demuestran – nos ubicamos apenas en mitad de tabla (OCDE, 2020) –, y la escolaridad si bien tiene algunas virtudes en la región (como los años de escolaridad promedio, siendo éstos 11,2) pero más allá de comparaciones, en nuestro país la tasa de abandono de la escuela secundaria ronda el 50%, y de los que la terminan, solo el 53% lo hace alcanzando niveles de desempeño satisfactorios en Lengua, 30% en matemáticas, 64% en Ciencias Naturales y 60% en Ciencias Sociales (MInisterio de Educación y deportes, 2016).

      El gasto en educación, medido como porcentaje del PBI, en nuestro país se encuentra por encima del promedio mundial (5,5% vs. 4,5%), no obstante los resultados no son los mejores. (Banco Mundial, 2021). Quizás es hora de replantearnos la eficiencia de ese gasto y la eficiencia de nuestro sistema educativo en general, pero es una opinión que dejaremos reservada para especialistas y que además escapa a la materia del trabajo en cuestión.

   b. *Trabajo:* Argentina no es un país sencillo para este aspecto, debido principalmente a lo que presentamos anteriormente: impuestos y regulaciones. El informe del TMF Group, que se encarga de elaborar un ranking sobre la complejidad para hacer negocios añade otros aspectos: dificultad para despedir y administrar nómina de empleados, restricciones cambiarias y muro burocrático. Considerando esto, el *Índice de complejidad corporativa* que elabora el grupo mencionado anteriormente nos ubica en el puesto número 3 del mundo en complejidad para hacer negocios. (TMF Group, 2020).

   → La propuesta para este apartado entonces:
   a) Por un lado revisión del sistema educativo en nuestro país.
   b) Por otro lado coincide con la parte impositiva y la de restricciones cambiarias (eliminar el cepo) y añadimos revisión de la legislación laboral y simplificación en términos burocráticos (regulaciones, autorizaciones, etc.).

d) *Poco nivel de negocios*: este aspecto se va a solucionar de manera inmediata, ya que en realidad, es una limitación propia de los aspectos mencionados anteriormente que establecen un circulo vicioso entre: el poco nivel de negocios – pocas empresas, inversores y volumen – a su vez le quita el atractivo a nuestro mercado para atraer nuevos inversores.

   → Este apartado se solucionará implementando las demás recomendaciones para los puntos señalados anteriormente.

Conclusiones:

El presente Trabajo tuvo como objetivo general analizar el rol del mercado de capitales en Argentina durante el período 2020/2021, a fin de validar el supuesto presentado anteriormente.

Para llevarlo adelante en primer lugar describimos el rol que juega el mercado de capitales dentro de una economía, infiriendo su impacto y pudiendo observar que el mismo es una herramienta clave en el crecimiento y desarrollo.

Seguidamente se indagó sobre la relación que tienen nuestros empresarios e inversores con el mercado argentino, a fin de validar el supuesto considerando volumen de operaciones, empresas que lo utilizan, cantidad de inversores, cantidad de instrumentos, entre otras variables. En tal sentido, concluimos con que el supuesto se valida, ya que nuestro mercado, en comparación con otros países tiene bastantes deficiencias.

Por último, enlistamos una serie de *razones* que creemos son las causantes del poco aprovechamiento que le damos como país y sociedad a las ventajas que otorga el mercado de capitales, para concluir y cerrar con *propuestas* que persigan corregirlas.

Hay posturas que sostienen que "*El mercado es como un termómetro de la economía de un país*", y nosotros no podemos estar más de acuerdo.

Si bien esto es aplicable y encaja en la hipótesis del mercado eficiente (donde los *PRECIOS* de los activos reflejan de manera perfecta y fiel los VALORES de dichos activos, ya que la puja entre compradores y vendedores contempla toda la información existente y se ajustan a nuevos datos que aparezcan) podemos utilizar la analogía para aplicarla a este caso:

Nuestro mercado tiene mucho por explotar porque nuestra economía también tiene esas falencias: las dificultades para hacer negocios en nuestro país, los cambios drásticos de modelos productivos y visiones que hacen parecer no encontramos el rumbo, la presión impositiva, las regulaciones y un largo etc.

forman parte de un mal sistema que, al ser el que contiene en él al mercado de capitales, lo afecta de manera negativa como se demostró a lo largo del trabajo.

No obstante *somos positivos*: creemos que es el momento de encarar las reformas que ya todos sabemos y se mencionaron como soluciones a las problemáticas planteadas. El diagnóstico, con matices, resulta ser similar para todos –o casi– los economistas y especialistas. La transformación se dará a través de la política o mejor dicho de la aplicación de una estrategia, y creemos está cerca: son muchos años de malas decisiones que nos han llevado a este punto límite.

Además, nuestro mercado tiene virtudes:

A nivel acceso a la información todo se presenta de manera clara, prolija e intuitiva. Algunas páginas relevantes:

- https://www.byma.com.ar/
- https://www.iamc.com.ar/IAMC/
- https://www.bcba.sba.com.ar/
- https://www.cajadevalores.com.ar/
- https://www.bcr.com.ar/es

Otro aspecto favorable: las plataformas operativas nacionales han evolucionado y se han transformado en excelentes productos que funcionan de manera fluida y eficiente, sumado a una tener una interfaz gráfica amigable para los usuarios/operadores.

Por último, mencionar también, que si bien todo está por mejorarse no quiere decir que no estén realizando esfuerzos por hacerlo: algunos aspectos mencionados anteriormente sumados a la reciente Ley de Mercado de Capitales aportan en este sentido. Es muy reciente (2017) y los resultados pueden tardar años en hacerse visibles, aunque puede que nunca lleguen si no modificamos total o parcialmente algunos de los puntos enunciados previamente, ya que en estas condiciones es difícil atraer empresas e inversores a nuestro mercado de capitales – y a nuestra economía también.

Saldremos adelante.

Bibliografía

Aballay, V. (2021). *Rentas financieras.* Buenos Aires: Errepar.

Ana Laura Guerra. (2012). *Rendimiento de las acciones en contextos inflacionarios: análisis empírico del mercado accionario argentino.* Rosario.

ASX. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www2.asx.com.au/about/market-statistics/trading-volumes#Monthly

ASX. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www2.asx.com.au/data/data/dw_sharesbyvalue.pdf

Australian Financial Market Report. (24 de Abril de 2021). Obtenido de https://afma.com.au/data/afmr/2017%20AUSTRALIAN%20FINANCIAL%20MARKETS%20REPORT.pdf

Australian Security Exchange. (2020). *Estudio de inversores australianos de ASX 2020.* Sidney.

Banco Mundial. (17 de Abril de 2021). Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?end=2019&start=2019&view=bar

Banco Mundial. (17 de Abril de 2021). Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD?locations=AR

Banco Mundial. (26 de Abril de 2021). Obtenido de https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS

Banco Mundial. (29 de Abril de 2021). Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicator/IC.TAX.TOTL.CP.ZS

Banco Mundial. (3 de Mayo de 2021). Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG

Banco Mundial. (4 de Mayo de 2021). Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicator/SE.XPD.TOTL.GD.ZS

Bardin, G. (2016). Importancia del Mercado de Capitales en Argentina. CABA.

BCRA. (2017). *Encuesta de conocimientos financieros argentina.* Capital Federal.

Bolsa Boliviana de Valores S.A. (2019). *Boletín informativo bursátil y financiero.* La Paz.

Bolsa Boliviana de Valores. (17 de Abril de 2021). *bbv.com.bo*. Obtenido de https://www.bbv.com.bo/directorio-de-emisores1#collapseTwo

Bolsa de Caracas. (17 de Abril de 2021). *bolsadecaracas.com*. Obtenido de https://www.bolsadecaracas.com/emisoras/

Bolsa de Santiago. (17 de Abril de 2021). *bolsadesantiago.com*. Obtenido de https://www.bolsadesantiago.com/emisores

Bolsa de Santiago. (2019). *Memoria anual 2019.* Santiago de Chile.

Bolsa de Sao Pablo. (17 de Abril de 2021). *b3.com.br*. Obtenido de http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm

Bolsa de Sao Pablo. (26 de Abril de 2021). Obtenido de http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm?csrt=11933485546561 69826

Bolsa de valores y Productos de Asunsión. (17 de Abril de 2021). *bvpasa.com.py*. Obtenido de https://www.bvpasa.com.py/emisores.php

Bolsa de Valores y productos de Asunsión. (26 de Abril de 2020). Obtenido de https://www.bvpasa.com.py/upload_file/Informe%20Anual%202020%20-%20Final.pdf

Bolsa de Valores y productos de Asunsión. (26 de Abril de 2020). *Informe anual.* Obtenido de https://www.bvpasa.com.py/upload_file/Informe%20Anual%202020%20-%20Final.pdf

Bolsa de Valores. (16 de Abril de 2021). *Bolsa de Valores*. Obtenido de bvm.com.uy: https://www.bvm.com.uy/operadores/emisores-de-acciones

Bolsa electrónica de Valores de Uruguay S.A. (18 de Abril de 2021). Obtenido de https://web.bevsa.com.uy/publicaciones/Boletin%20308.pdf

Bolsas y Mercados Argentinos. (2020). *Reglamento de Listado BYMA.* Buenos Aires. Obtenido de https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-Reglamento-de-Listado-2020-02-04.pdf

Bulat, T. (s.f.). Argentina.

ByMA. (16 de Abril de 2021). *byma.com.ar*. Obtenido de https://www.byma.com.ar/emisoras/byma-listadas/

Caja de Valores S.A. (2020). *Caja en Cifras.* Buenos Aires.

Callizo, R. (6 de Junio de 2020). Mercado de capitales paraguayo. (B. Capital, Entrevistador)

Castro, F. N. (2020). *Proyecto Educación Financiera en Argentina.* Buenos Aires.

Cavallo, D., & Cavallo Runde, S. (2017). *Historia Económica de la Argentina.* Buenos Aires, Argentina: El Ateneo.

cBonds. (27 de Abril de 2021). Obtenido de https://cbonds.es/bonds/?emitent_country_id=3-35s&emitent_type_id=0-2&date_of_end_placing_min=2019-01-03&date_of_end_placing_max=2020-12-31&selected_fields=5-n6dc.6-5m9s&order=document&dir=asc&

cBonds. (27 de Abril de 2021). Obtenido de https://cbonds.es/bonds/?emitent_country_id=2-1z141z4&emitent_type_id=0-2&date_of_end_placing_min=2019-01-03&date_of_end_placing_max=2020-12-31&selected_fields=5-n6dc.6-5m9s&order=document&dir=asc&page=13

CEIC Data. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.ceicdata.com/en/indicator/united-kingdom/market-capitalization--nominal-gdp

CNV. (2019). *Informe indicadores de acceso y ecosistema.* CABA.

Coatz, D., & Woyecheszen, S. (15 de Abril de 2021). *Unión industrial argentina*. Obtenido de uia.org.ar: https://uia.org.ar/centro-de-estudios/1383/el-financiamiento-en-argentina/

Comisión Nacional de Valores PGY. (2019). *Informe Mensual Diciembre 2019.* Asunción.

Comissâo de Valores Mobilários. (2020). *Boletim de Mercado.* Sao Pablo.

Dapena, J. P. (2007). *Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía.* Buenos Aires: Fundación Bolsa de comercio de Buenos Aires.

Doing Business. (2019). *Pago de impuestos.*

El financiero Web. (26 de Abril de 2021). Obtenido de elfinanciero.com.ar: https://elfinanciero.com.ar/contenido/205/pasando-del-ahorro-a-la-inversion-cuenta-comitente

Engels, K. M. (1848). *Manifiesto del Partido Comunista.*

Erpen, M. (s.f.). *Cómo financiar a la empresa a través del mercado de capitales.* Buenos Aires: UCA.

Euronext. (2020). *Documento de registro universal Euronext 2020.* Amsterdam.

Euronext. (28 de Abril de 2021). *euronext.com*. Obtenido de https://connect2.euronext.com/en/membership/resources/member-list

Federación Iberoamericana de Bolsas. (2020). *Anuario 2019.* Buenos Aires.

Federación Iberoamericana de Bolsas. (27 de Abril de 2021). Obtenido de http://handbook.fiabnet.org/bolsa-boliviana-de-valores/

Franco González, H., & Ramírez Hassan, A. (2005). *El modelo Harrod-Domar: implicaciones teóricas y empíricas.* Medellín: Ecos de Economía.

Fundación Heritage. (2020). *Índice de Libertad Económica.* Washington D.C.

Google Public Data. (17 de Abril de 2021). *Google Public Data*. Obtenido de https://www.google.com/publicdata/explore?ds=d5bncppjof8f9_&ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=ny_gdp_pcap_kd&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=region&idim=region:LCN:NAC:ECS:EAS:SAS:SSF&ifdim=region&hl=es&dl=es&ind=false&xMax=180&xMin=-180&yMax=-75.5875

INDEC. (29 de Abril de 2021). *Pobreza.* Obtenido de https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-4-46

InfoPymes. (29 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.infopymes.info/2020/01/advierten-que-el-sector-privado-afronta-163-impuestos-y-69-mil-regulaciones-en-argentina/

Instituto Argentino de Análisis Fiscal. (2021). *Vademécum Tributario.* Buenos Aires.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2020). *Informe anual de mercado - 2020.* Buenos Aires.

Japan Exchange Group. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/list/index.html

Japan Exchange Group. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/b5b4pj000003yq3z-att/02_baibai2101.pdf

Kotler, P., Armstrong, G., Cámara, D., & Cruz, I. (2004). *Marketing.* Prentice Hall.

Ley 27.440. (2018). *Ley de financiamiento productivo.* Buenos Aires.

Ley de mercado de capitales, a. 2. (2018). Buenos Aires.

Ley de mercado de capitales. (2018). Buenos aires.

London Stock Exchange Group. (2019). *Annual Report.* Londres.

London Stock Exchange. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.londonstockexchange.com/personal-investing/member-firm-broker-directory?page=3

London Stock Exchange. (28 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=market-summary

Meade, E. m. (22 de Marzo de 2021). *Repositorio CEPAL.* Obtenido de https://repositorio.cepal.org/handle/11362/33714

MInisterio de Educación y deportes. (2016). *Aprender 2016.* Buenos Aires.

Ministerio de Hacienda . (3 de Mayo de 2021). Obtenido de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/3.2_pnef-_plan_nacional_de_educacion_financiera-vf.pdf

Ministerio del Poder Popular de Economía y Finanzas, Superintendencia Nacional de Valores. (2020). *Informe anual 2019.* Caracas.

Miniterio del Poder Popular de Economía y Finanzas. (26 de Abril de 2021). Obtenido de https://www.sunaval.gob.ve/storage/2020/02/3.-Montos-BPVB-2019.pdf

Mochón, & Beker. (2008). *Economía, principios y aplicaciones.* Mexico: McGraw-Hill.

Nasdaq Trader. (26 de Abril de 2021). *Nasdaq Trader*. Obtenido de http://www.nasdaqtrader.com/#

OCDE. (2020). *Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantea.*

Organización para la cooperación y el desarrollo económico. (2005). *Improving Financial Literacy.* Paris.

Real Academia Española. (3 de Mayo de 2021). Obtenido de https://dle.rae.es/prejuicio

Rodriguez, P. P.-O. (1968). *Cinco modelos de crecimiento económico.* Santiago de Chile.

SP Global. (25 de Abril de 2021). *www.spglobal.com.* Obtenido de https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/u-s-corporate-debt-market-the-state-of-play-in-2019

Statista. (26 de Abril de 2021). *es.estatista.com*. Obtenido de https://es.statista.com/estadisticas/600539/porcentaje-de-estadounidenses-con-inversiones-monetarias-en-bolsa-1999/

TMF Group. (2020). *Índice Global de Complejidad Corporativa.* Ámsterdam.

TradingView. (29 de Abril de 2021). Obtenido de https://es.tradingview.com/chart/fRQXx1am/

UTN. (2020). Diccionario de Bolsa.