



BCSF
135 AÑOS

Presidente
Sr. Ulises Mendoza

FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO



Centro de Estudios y Servicios

Director Ejecutivo
Dr. Gustavo Vittori

Directora
Lic. María Lucrecia D'Jorge

Coordinador
Mg. Pedro P. Cohan

Investigadores
Lic. Lautaro Zanini
María Florencia Camusso
Ignacio Francisco Falco
Ramiro Emmanuel Jorge
Franco Riottini

Fecha: Octubre de 2019

E-mail de contacto:
ces@bolcomsf.com.ar

Sitio web:
<http://ces.bcsf.com.ar> o
<http://www.bcsf.com.ar>

En perspectiva

En Argentina, a lo largo de su historia reciente, los capitales vinculados al financiamiento del sector privado han estado por detrás de otros países de la región y del mundo. De acuerdo con las estadísticas provistas por el Banco Mundial¹, el crédito interno al sector privado en términos del Producto Interno Bruto (PIB), significó en 2017 un 16,0%. En otros países de la región, como Brasil por ejemplo, esta cifra ascendió a 60,0%, mientras que Paraguay registró un 40,4% de su PIB. A su vez, en economías más desarrolladas como Estados Unidos, el crédito interno al sector privado alcanza casi al doble de su PIB, esto es 188,9%. Otras estadísticas que delatan este rezago hablan sobre el desarrollo de las estructuras financieras, donde Argentina se encuentra también detrás de otras economías emergentes. Según el Índice de Desarrollo Financiero² elaborado por el Fondo Monetario Internacional, en 2017 el país se encontraba con un puntaje de 0,3, por detrás de países como Chile (0,5), Brasil (0,6) y Sudáfrica (0,6), mientras que el *ranking* fue liderado por Suiza (0,9), Estados Unidos (0,9) y Japón (0,9).

En esta línea, el desarrollo del mercado de capitales argentino, aunque ha tomado fuerza en los últimos años, es aún incipiente. Según la Comisión Nacional de Valores (CNV), el organismo oficial de regulación, en el mercado de capitales local se colocaron \$ 235.994 millones durante el 2018³. Esto significó un 1,3% del PIB, y 23,1% del *stock* de préstamos a personas jurídicas del sector privado no financiero⁴. Sin embargo, teniendo en cuenta las turbulencias cambiarias registradas en 2018 y 2019, y la recesión de la actividad económica, para poder dimensionar el desarrollo del mercado de capitales doméstico es conveniente observar la evolución que ha tenido a lo largo de la década.

El mercado de capitales: instrumentos para captar fondos

Las empresas en numerosas oportunidades necesitan obtener flujos de dinero para continuar con el desarrollo de su actividad. Tal es el caso, por ejemplo, de una empresa incipiente, que puede necesitar fondos para compensar déficits de caja permanentes en las primeras fases del ciclo de vida. De la misma manera, una empresa puede necesitar financiar un proyecto sin recursos propios o bien puede incurrir en momentos de poca liquidez que le generen una necesidad de financiamiento. Para compensar estas limitaciones y captar fondos, una de las vías alternativa a los préstamos bancarios son los instrumentos que ofrece el mercado de capitales; ámbito donde los agentes emiten y ofertan valores negociables al público inversor.

En términos generales, sin ser exhaustivos, los valores negociados en el mercado de capitales argentino se pueden resumir en los siguientes instrumentos⁵:

- a) Fideicomisos financieros (FF): destinados a financiar un proyecto determinado, son listados en un mercado.
- b) Obligaciones negociables (ON): títulos de deuda.
- c) Acciones: valores negociables representativos de un capital social de una empresa.
- d) Cheques de pago diferido (CPD): sistema de descuento de cheques en el mercado de capitales, con el fin de adelantar su cobro.

¹ Según los datos brindados por el Banco Mundial en <https://www.bancomundial.org/>. Fecha de consulta: agosto de 2019

² De acuerdo con lo publicado en <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B&slid=1485894037365>. Escala de 0 a 1, a mayor índice mayor desarrollo financiero. Fecha de consulta: agosto de 2019

³ Estadísticas obtenidas de los informes de la evolución del financiamiento mensual en el mercado de capitales, publicados en <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>. Fecha de consulta: agosto de 2019.

⁴ Cálculo realizado entre el financiamiento acumulado en dólares y el promedio de stock en dólares de préstamos a personas jurídicas, de acuerdo a datos del BCRA.

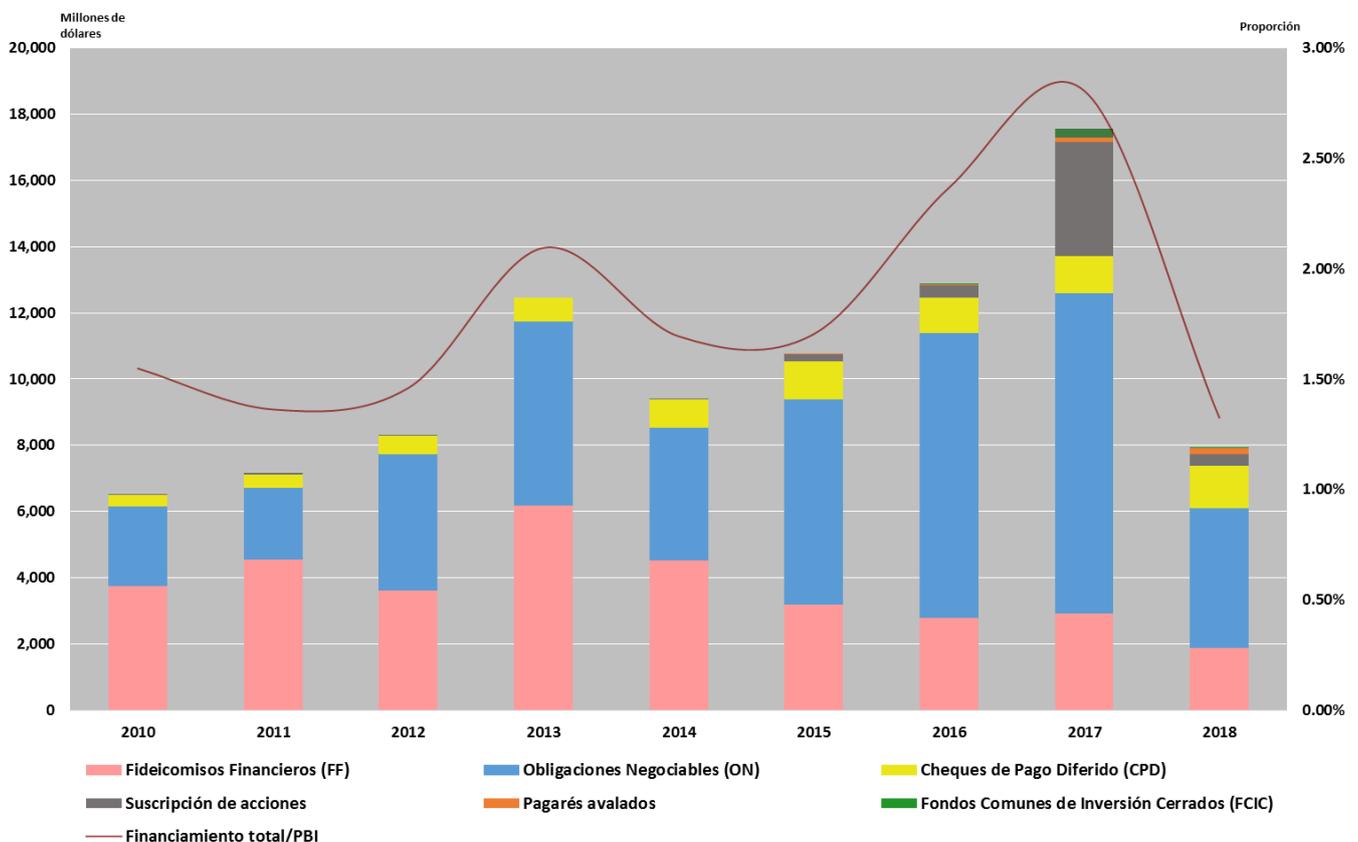
⁵ Para profundizar en las características y diversidades de los instrumentos, ver <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/>. Fecha de consulta: agosto de 2019

- e) Pagarés avalados (PA): sistema de descuento de pagarés avalados por Sociedades de Garantías Recíprocas.
- f) Fondos comunes de inversión cerrados (FCIC): fondos comunes de inversión con una cantidad fija de cuota partes.
- g) Recientemente se puso en marcha el uso de la Factura de Crédito Electrónica (FCE).

Perspectiva temporal del financiamiento en el mercado de capitales

El análisis de la evolución de los montos colocados en el mercado de capitales entre 2010 y 2017 invita al optimismo. A lo largo de la última década, a nivel general, fueron escalando en volumen como así también en términos de la participación del financiamiento total en el PIB. La dinámica se detiene en 2018, año recesivo para la economía en el cual el sector mostró una contracción cuya magnitud no había sido evidenciada en los años anteriores (ver Gráfico 1). En dicho período, el financiamiento captado por empresas se derrumbó 63,8% en términos interanuales. Sin embargo, vale aclarar que en 2017 se dio un *record* histórico en el financiamiento brindado por el mercado de capitales, alcanzando la cifra de US\$ 17.556 millones. La tasa de crecimiento anual media en dólares entre 2010 y 2017 fue 15,1%, lo que denota la expansión que hubo en el uso de los instrumentos conferidos por el mercado de capitales. No sólo los montos se incrementaron, sino también la cantidad de colocaciones. A modo de ejemplo, la cantidad de colocaciones de obligaciones negociables y fideicomisos financieros ascendió a una tasa media de crecimiento anual de 7,3%.

Gráfico 1 | Financiamiento anual en el mercado de capitales en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV e INDEC

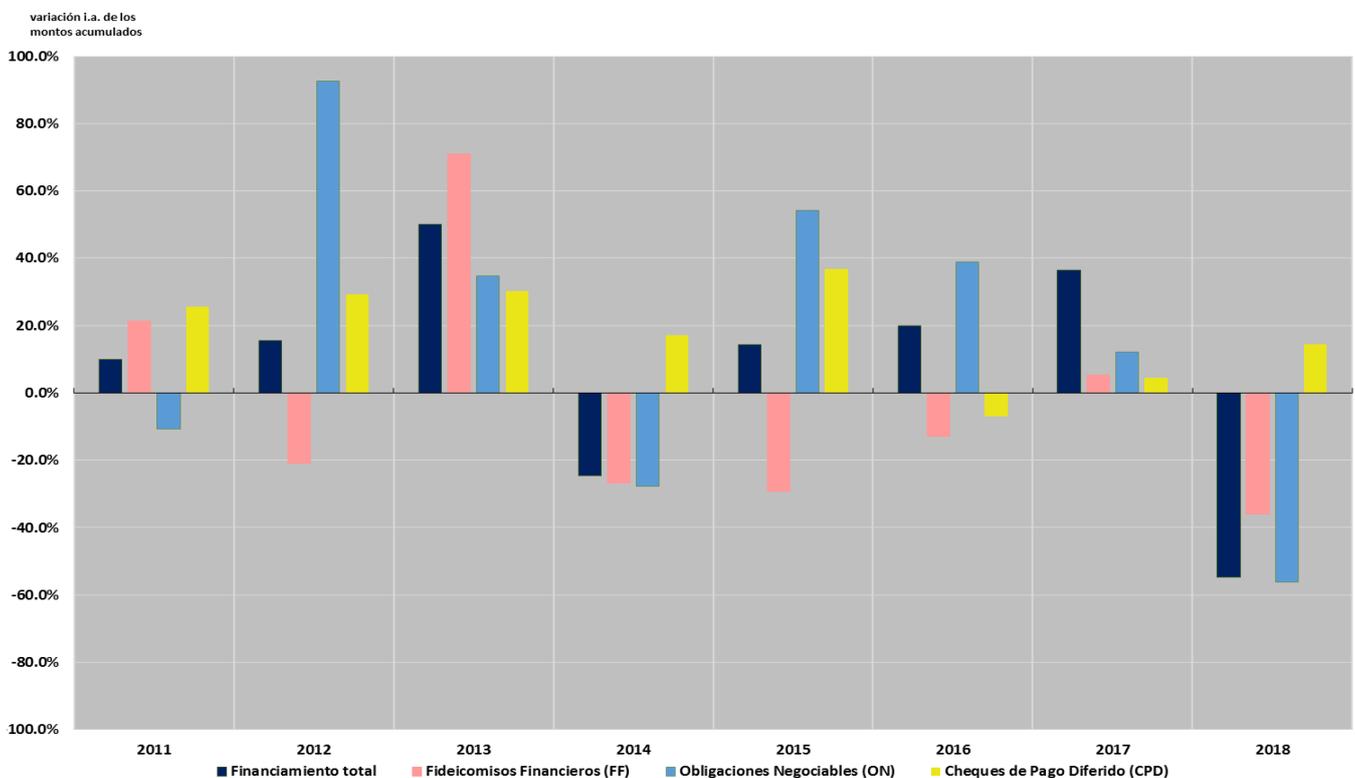
Ahondando en la participación de cada instrumento a lo largo del período, existen tres de ellos que acapararon en promedio más del 95,0% de los montos colocados: las ON, los FF y los CPD. En cuanto a los dos primeros, los datos reflejan cambios en las modalidades de financiamiento. En los primeros cinco años, el FF fue el instrumento que captó la mayor parte del financiamiento total (alrededor de 51,0%), seguido por la ON. Sin embargo, en el transcurso de la década, la ON ganó espacio en detrimento de los FF. A partir de 2015 se manifestó un marcado crecimiento en la colocación de ON, creciendo a una tasa media anual de 24,8% hasta 2017, mientras que los FF decrecieron anualmente 4,3%.

Las proporciones en el financiamiento total de los montos colocados por instrumento dejan traslucir esta alteración. En 2010, el financiamiento a través de ON representaba el 63,7% de los FF, mientras que en 2018 esta relación fue 224,4%.

La dinámica anteriormente descrita se cristaliza también al analizar las variaciones interanuales de los montos acumulados que tuvieron las tres categorías principales y el financiamiento total (ver Gráfico 2). Los datos reflejan discrepancias en las variaciones de los montos colocados por instrumento, donde solamente en dos de los ocho años presentados las variaciones se movieron en conjunto, mientras que en el resto el sentido de las variaciones no fue uniforme.

En este marco, resulta notable el crecimiento observado en los CPD, mayoritariamente utilizados por las PyMEs como financiamiento de corto plazo. Dicha *performance* continuó su curso ascendente aún en períodos de retracción del financiamiento total (2014 y 2018). En este sentido, su operatoria se incrementó todos los años a excepción del 2016, señalando un *record* en 2018 de US\$ 1.272 millones negociados. Esta cifra implica un aumento de 278,0% por encima de lo que se negoció en 2010 y plantea un claro desafío para las instituciones financieras de virar a herramientas con mayor *duration*. Pero cabe destacar que su implementación ha permitido mejorar el costo del financiamiento de las empresas en la medida que ahora el mercado complementa una unidad de negocio tradicional al sistema financiero bancario.

Gráfico 2 | Variaciones interanuales del financiamiento acumulado total y por instrumento



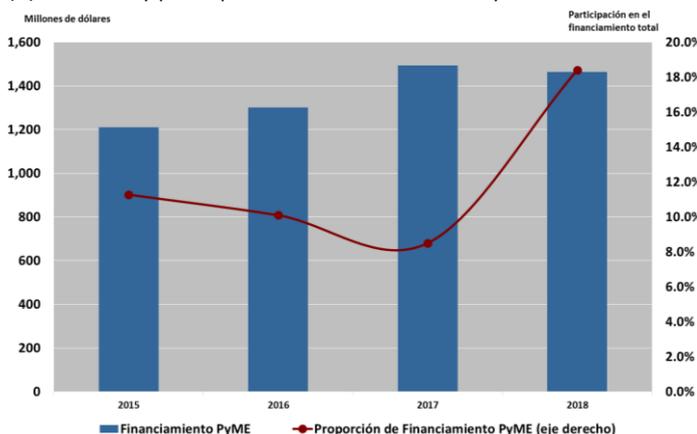
En cuanto a la participación del resto de los instrumentos, la suscripción de acciones fue marginal hasta 2015, cuando la participación trepó a 1,8%, para luego en 2017 alcanzar la máxima participación en términos históricos: un 19,6% (US\$ 3.446 millones). Los pagarés avalados comenzaron a negociarse en 2015, los cuales mostraron un crecimiento año tras año, aún durante 2018. Asimismo, hacia fines de 2016 se conformó el primer FCIC, de carácter inmobiliario. En el año posterior se marcó un hito histórico en la colocación de montos a través de esta vía (US\$ 280 millones), alcanzando una participación de 1,6% en el financiamiento total.

Financiamiento PyME en el mercado de capitales

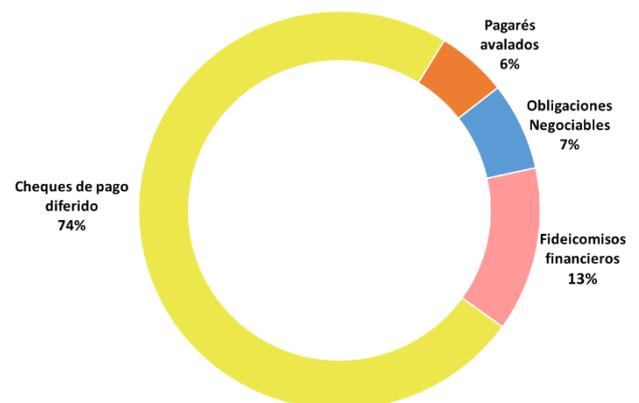
El sector PyME es uno de los grandes actores que hacen uso del financiamiento ofrecido por el mercado de capitales. Así lo manifiesta la evolución de los montos financiados como también la participación en el financiamiento total (ver Gráfico 3)⁶. En 2018, las PyME acapararon el 18,4% del financiamiento total (US\$ 1.462 millones), una situación nunca antes observada durante los años anteriores.

Gráfico 3 | Financiamiento PyME en el mercado de capitales

(A) Evolución y participación del financiamiento PyME



(B) Composición del financiamiento PyME entre 2015 y 2018



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV

Respecto a la participación de los instrumentos, los CPD son la principal vía por la cual se canaliza el financiamiento. Sin embargo, la hegemonía de esta herramienta de corto plazo viene siendo complementada por el surgimiento de otros instrumentos⁷. Uno de ellos son los pagarés avalados, los cuales comenzaron a operarse a partir de 2015 y se han instalado rápidamente amén a permitir mayores plazos. Este ítem sumó US\$ 166,5 millones comercializados en 2018 (11% del financiamiento PyME), a tasas en dólares similares a la de un soberano (durante 2018, rondaron entre 8% y 13%). Similar es el caso de las ON, las cuales ganaron cierto impulso con la introducción en 2017 del régimen de obligaciones negociables PyME garantizadas⁸.

Por otro lado, en el último año el mercado de capitales permitió a las PyME descontar cheques a una tasa promedio menor a la que ofrecieron los bancos, de acuerdo con lo que indican las tasas promedio de referencia (ver Gráfico 4). A partir de la depreciación cambiaria y el aumento de la tasa de interés de referencia en la economía en el primer semestre de 2018, la tasa ofrecida por los bancos reaccionó en

⁶ El análisis se efectúa a partir de 2015 de acuerdo con las estadísticas provistas por la CNV.

⁷ Es necesario remarcar la demora que existe para descontar cheques en el mercado de capitales, dependiendo la ubicación geográfica del tenedor. En términos generales, pueden requerirse entre 4 y 6 días hábiles para la obtención de fondos, lo que le otorga ciertas desventajas a la herramienta en casos de urgencia de liquidez. Es de esperar que la introducción de la factura electrónica sea una herramienta complementaria para obtener liquidez en menor tiempo.

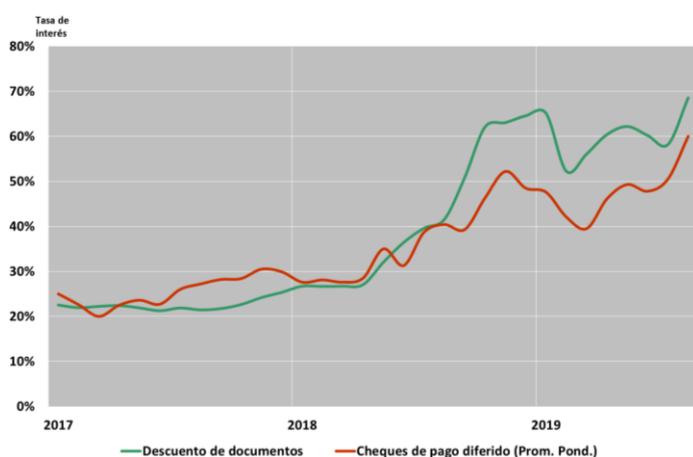
⁸ Resolución 696/17 de la CNV. El texto de la normativa se encuentra en <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/MarcoRegulatorio>. Fecha de consulta: septiembre de 2019.

mayor medida que la negociada en el mercado de capitales, y desde septiembre de ese año se ubica por encima. Esta discrepancia puede tener cierto fundamento en la directiva de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) que impuso a las aseguradoras colocar montos en activos PyME⁹, con el fin de otorgar cierto alivio a las PyME en la obtención de liquidez. A pesar de esto, en los últimos dos meses (julio y agosto) se advierte una disminución en la brecha entre la tasa negociada en el mercado de capitales y la ofrecida por el sector bancario.

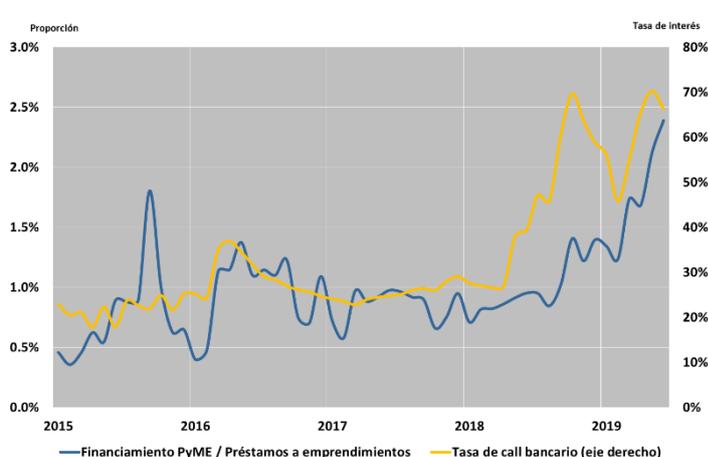
En línea con lo mencionado en el párrafo anterior, se advierte en alguna medida una relación entre el financiamiento PyME en el mercado de capitales y el nivel de la tasa de interés en la economía. Es decir, el financiamiento PyME en el mercado fue creciendo frente al *stock* de préstamos a emprendimientos, denotando determinada preferencia por el primer canal de financiamiento en un contexto de alza en los costos.

Gráfico 4 | Tasas de interés y financiamiento PyME¹⁰

(A) Tasas de interés en bancos y mercado de capitales



(B) Financiamiento PyME y tasa de interés en la economía



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV, Ministerio de Hacienda y Banco Central de la República Argentina

El desempeño en la recesión actual

Mediante el análisis de la cantidad mensual de los montos colocados en dólares ajustados por estacionalidad e irregularidad, es factible advertir que la evolución de los montos colocados y de la actividad económica nacional guardan cierta sincronización. Bajo este análisis, la mayor contracción se observa en 2018, en línea con lo sucedido con la actividad económica (ver Gráfico 5). En un contexto donde el PIB se derrumbó 5,9% entre 2018 y el primer trimestre de 2019, el financiamiento en el mercado de capitales retrocedió 74,1%¹¹. Anteriormente, entre el tercer trimestre de 2016 y el último trimestre de 2017 el PIB había crecido 4,9%, en tanto el financiamiento en el mercado de capitales lo había realizado en 66,5%. Esto deja en evidencia la sensibilidad entre ambas variables en el último ciclo, donde los montos financiados oscilaron fuertemente en un contexto de cambios en la actividad económica.

Durante el segundo semestre de 2018 se manifiesta una recuperación en los montos financiados que continuó durante 2019, período en el cual se atenuaron las tasas de contracción que venía experimentando la actividad económica, e incluso se dio cierta recomposición. Más aún, la recuperación en el mercado de capitales se aceleró hasta julio 2019, donde la tasa media de crecimiento mensual del

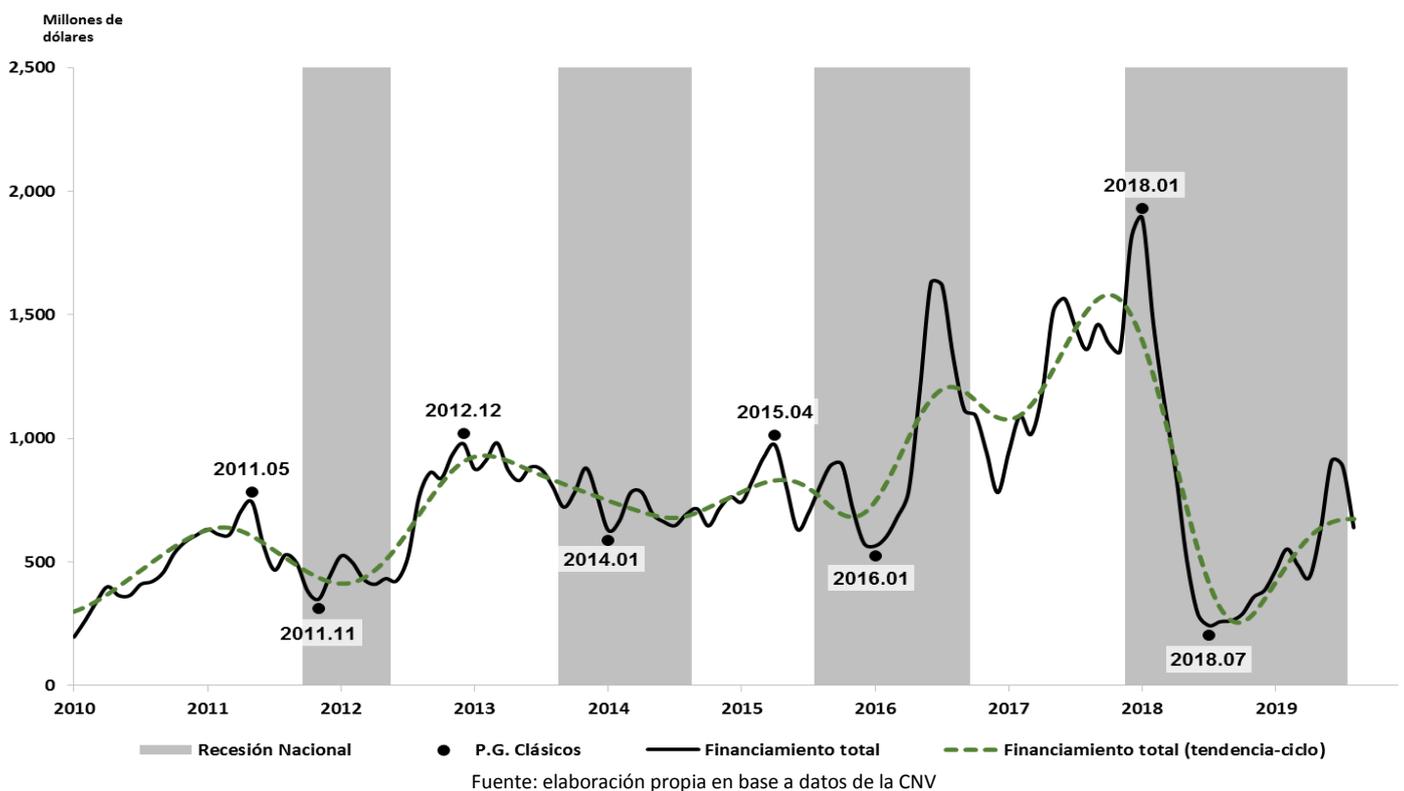
⁹ Según la resolución 817/18 de la SSN. Ver: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/189980/20180816?busqueda=1>. Fecha de consulta: agosto de 2019.

¹⁰ Las tasas de interés utilizadas son indicativas, pudiendo existir discrepancias entre las distintas entidades financieras como así también dentro del mercado de capitales. Último dato: agosto de 2019.

¹¹ De acuerdo con datos ajustados por estacionalidad e irregularidad, en base a datos de INDEC.

financiamiento total fue de 16,9%, en contraste con un crecimiento medio de 9,3% entre agosto y diciembre de 2018. En junio se dio un *record* en el financiamiento total durante 2019, mientras que en julio se evidenciaron valores similares, lo que parecía indicar una consolidación en la recuperación. No obstante, el ascenso fue interrumpido por la depreciación cambiaria y el cambio de expectativas que se desató a partir del 12 de agosto. En consecuencia, durante agosto el financiamiento total se retrajo 28,0% de acuerdo con los datos ajustados por estacionalidad e irregularidad¹². Vale resaltar que estos valores reflejan la dinámica de un mes muy particular, donde se modificaron drásticamente las expectativas económicas y financieras.

Gráfico 5 | Evolución mensual del financiamiento en el mercado de capitales. Serie ajustada.



Volviendo al análisis de la información sin ajustes, de acuerdo con los últimos datos publicados sobre el financiamiento PyME, entre enero y julio de 2019 el volumen captado por las PyME ganó terreno en relación con el mismo período de 2018, impulsado por una expansión en los montos colocados de CPD y PA¹³. A junio de 2019 sumó US\$ 926,6 millones, lo que marcó un incremento de 25,3% (ver Tabla 1).

Tabla 1. Financiamiento PyME y participación. Primer semestre de 2018 y 2019. Millones de dólares

Período	Financiamiento PyME	Financiamiento PyME/Total
2018.01 2018.06	739,5	11,3%
2019.01 2019.06	926,6	28,7%

Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV

¹² De acuerdo con los datos sin ajuste por estacionalidad e irregularidad, en agosto de 2019 el financiamiento total en dólares fue US\$ 227,0 millones, lo que significó el valor mínimo para el año.

¹³ Los últimos datos sobre el financiamiento PyME corresponden al segundo trimestre de 2019.

Esto condujo a un aumento en la participación del financiamiento PyME en el financiamiento total, ya que este último mostró una variación negativa.

Asimismo, dentro del espectro de instrumentos PyME, cabe resaltar las primeras operaciones de Facturas de Crédito Electrónicas¹⁴ (FCE) en julio de 2019, donde se negociaron 2 por US\$ 0,2 millones a una tasa de descuento promedio de 48,1%, en línea con la de los CPD (50,5%). En agosto se intensificó su uso, ya que se lograron negociar 10 FCE por un monto total de US\$ 0,6 millones. Las tasas de descuento negociadas aumentaron de acuerdo con la tasa de referencia en la economía (rondaron entre 50,0% y 70,0%), mientras que las FCE en dólares se negociaron a una tasa de 8,0% por un plazo de 27 días.

Tabla 2. Montos acumulados entre enero y agosto en 2018 y 2019. Millones de dólares.

Período	Fideicomisos Financieros (FF)	Obligaciones Negociables (ON)	Cheques de Pago Diferido (CPD)	Financiamiento total
2018.01 2018.08	1.457,2	3.846,8	785,4	6.537,9
2019.01 2019.08	724,3	2.897,3	1.274,1	5.158,3

Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV

Por otro lado, al comparar los datos acumulados a agosto de este año respecto al previo, se advierte que la colocación de CPD creció 62,2%, impulsando el financiamiento a las PyME mencionado anteriormente (ver Tabla 2). En cuanto al resto de los principales instrumentos, las ON se contrajeron 24,6% y los FF 50,2%, mientras que el financiamiento total lo hizo en 21,1%. No obstante, es necesario reparar en los períodos comparados, ya que en los primeros meses del primer semestre del 2018 existían altos niveles de financiamiento (entre enero y febrero se registró aproximadamente el 50,0% del período analizado). Posteriormente, se produjo un quiebre en la senda, y el financiamiento total alcanzó niveles mínimos en agosto para luego recuperarse hasta agosto de 2019, donde un *shock* en las expectativas de los agentes volvió a impactar fuertemente la actividad en el mercado de capitales.

Síntesis

- El financiamiento en el mercado de capitales mostró una dinámica expansiva entre 2010 y 2017, estableciendo en el último año la suma *record* de US\$ 17.556 millones, lo que significó 2,8% del PIB. Sin embargo, en 2018 el financiamiento experimentó una abrupta contracción, reduciéndose 63,8% interanualmente y alcanzando niveles inferiores a los registrados en 2010 en términos del PIB (1,3%).
- En 2019, los montos colocados en el mercado de capitales exhiben cierta recuperación, en línea con la actividad económica. En términos desestacionalizados, entre el punto mínimo (julio) registrado en 2018 y julio de 2019 acumularon un crecimiento de 265,7%, luego de una caída de 87,2% desde niveles máximos históricos registrados en enero de 2018. Sin embargo, el alza se interrumpió fuertemente en agosto de 2019, donde el financiamiento total se derrumbó 28,0%.

¹⁴ Instrumento destinado a mejorar las condiciones de financiación de las PyME, a través del cual se transforma el crédito comercial en financiero. Para más información, ver la Resolución General 780/19 de la CNV en <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/MarcoRegulatorio>. Fecha de consulta: agosto de 2019

- Tomando como parámetro los montos negociados, las ON, los FF y los CPD se erigen como los tres principales instrumentos. Las ON ganaron presencia en el financiamiento total a lo largo del período, mientras que los FF disminuyeron. Los montos negociados a través de CPD muestran una evolución creciente, alcanzando la cifra *record* de US\$ 1.272 millones en 2018, mientras que a julio de 2019 la dinámica continuaba, con un crecimiento interanual acumulado de 62,2% respecto a igual período.
- El sector PyME representa una cuota importante del financiamiento en el mercado de capitales, acaparando el 18,4% del financiamiento total en 2018. Entre 2015 y 2018, la mayor parte del financiamiento PyME estuvo concentrada en los CPD (74,0%), seguidos por los FF (13,0%), las ON (7,0%) y los pagarés avalados (6,0%). A su vez, durante gran parte de 2018 y 2019, la tasa de descuento promedio de cheques convalidada por el mercado de capitales fue menor a la ofrecida por el sector bancario.