



BCSF

Presidente

Escribano Martín Vigo Lamas



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

Lic. Ramiro Emmanuel Jorge

María Florencia Camusso

Franco Riottini

Camila Valeria Tonetti

Abog. Maria Eugenia Veglia

FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO

DE CAPITALES ARGENTINO

Fecha: Diciembre 2021

E-mail de contacto:

ces@bolcomsf.com.ar

Sitio web:

<http://ces.bcsf.com.ar> o

<http://www.bcsf.com.ar>

Redes:

 [@BCSFOficial](https://www.facebook.com/BCSFOficial)

 [@BCSF_Oficial](https://twitter.com/BCSF_Oficial)

 [@bcsfoficial](https://www.instagram.com/bcsfoficial)

 [Bolsa de Comercio de Santa Fe](https://www.linkedin.com/company/Bolsa de Comercio de Santa Fe)

Introducción

Este informe se enmarca en una serie de documentos elaborados por el Centro de Estudios y Servicios de la Bolsa de Comercio de Santa Fe que proponen revisar anualmente los resultados globales del mercado de capitales argentino en uno de sus roles fundamentales: proveer fuentes de financiamiento al sector empresario¹. Su publicación se realiza durante el último trimestre de cada año, centralizando los principales determinantes del desempeño del sistema financiero local y sus resultados a lo largo del período.

Contexto

El 2021 ha representado para la Argentina otro año con un escenario desfavorable. Si bien, en términos técnicos, la recesión finalizó en la primera mitad del 2020, las nuevas restricciones aplicadas durante el período, sumado a las dificultades intrínsecas de una economía estancada desde el año 2011, impiden que la recuperación económica termine de consolidarse en un sendero de crecimiento sólido.

Por el contrario, los efectos de la vacunación parecen estar permitiendo que las nuevas cepas no actúen negativamente sobre las estadísticas sanitarias. Por tal motivo, dejando de lado la pandemia como principal traba del crecimiento económico, la incertidumbre macro se materializa fundamentalmente en los siguientes ejes: el mercado cambiario, el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y, conectado a esto, el nivel de actividad económica, el sector externo y el nivel de reservas.

Al respecto, la volatilidad del tipo de cambio y las crecientes limitaciones a tomar posiciones en moneda dura, impiden mejorar las expectativas de los actores del mercado financiero. Esto, alimentado en parte por el proceso electoral de mediano término que culminó en noviembre, puso en el centro de la escena al tipo de cambio implícito en el precio de los bonos, también llamado dólar Contado Con Liquidación (CCL), que, a la fecha, mantiene una brecha superior al 100,0% respecto al precio oficial de la divisa.

En cuanto al Fondo Monetario Internacional, el gobierno deberá abonar en diciembre del presente año un nuevo vencimiento de capital por 1.880 millones de dólares, en un contexto de suma fragilidad institucional debido a la falta de apoyo internacional en términos crediticios, y con un bajo nivel de reservas en el sistema financiero doméstico. Ante la imposibilidad de alcanzar un acuerdo para refinanciar la deuda previo a las elecciones, la nueva meta del gobierno está puesta en el primer trimestre de 2022, lo que obliga a pagar los vencimientos tal cual lo pactado; al menos hasta esa fecha. Esta encrucijada, en

¹ Para acceder a informes previos del CES relacionados con este tema ver: <https://www.bcsf.com.ar/ces/informes-especiales.php>.

simultáneo con la aceleración en la emisión monetaria, agregan otro desafío al sistema de cara a 2022, a sabiendas de un proceso inflacionario creciente en los últimos años.

Por último, el proceso de recuperación en la actividad económica continúa debilitándose, habiendo alcanzado los niveles previos a la pandemia, pero sin perspectivas claras de poder continuar en alza para volver a los guarismos de 2017, año en que comenzó la recesión argentina que se acopló en 2020 al efecto de la crisis sanitaria.

Instrumentos disponibles en Argentina

Las empresas necesitan financiamiento por distintas razones, ya sea para compensar déficits, por falta de liquidez o para financiar nuevos proyectos sin la necesidad de utilizar recursos propios. Para satisfacer estas necesidades, las empresas pueden utilizar los instrumentos que provee el mercado de capitales como alternativa de los convencionales préstamos bancarios.

Aunque existen otros, los principales instrumentos utilizados por los agentes en el mercado de capitales argentino para captar fondos son los siguientes:

- Fideicomisos Financieros (FF)
- Obligaciones Negociables (ON)
- Acciones (AA)
- Cheques de Pago Diferido (CPD)
- Pagarés Avalados (PA)
- Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCIC)
- Factura de Crédito Electrónica (FCE)

Las estadísticas relativas a la utilización de estos instrumentos, a sus montos colocados y cantidad de colocaciones, son recabadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y son las que se han utilizado en la elaboración del presente informe.

Cifras del financiamiento en Argentina²

Durante los tres primeros trimestres del año 2021, el financiamiento total expresado en dólares alcanzó los 5.309 millones. Esto representa una recuperación en términos interanuales del 20 por ciento en comparación con igual período del año 2020, el cual fue de 4.409 millones de dólares y se constituyó como un año históricamente bajo si consideramos una serie de largo plazo.

Algo similar ocurrió en relación al financiamiento de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYME), la captación de fondos alcanzó, durante los primeros 9 meses de 2021, a 1.184 millones de dólares, lo que significa una mejora del 23 por ciento en comparación con igual período de 2020.

Las últimas dos columnas del Cuadro 1 expresan lo expuesto en los párrafos precedentes. Además, en este cuadro podemos observar el financiamiento por tipo de instrumento. En términos interanuales, se observan crecimientos en la utilización de todos los instrumentos excepto de la Factura de Crédito Electrónica. El instrumento que se comenzó a implementar a mediados de 2019 no alcanza todavía un crecimiento sostenido en su adopción y se mantiene apenas por debajo de los montos observados en los primeros tres trimestres de 2020 (4 por ciento menos). En relación a los demás instrumentos, se destacan los Pagarés Avalados con un crecimiento del 481 por ciento y los Fondos Comunes de Inversión Cerrados con un crecimiento del 296 por ciento.

Cuadro 1 | Financiamiento por instrumento en el mercado de capitales argentino.
Cifras al tercer trimestre de cada año. Millones de dólares.

Instrumento	Suscripción de acciones (AA)	Fideicomisos Financieros (FF)	Obligaciones Negociables (ON)	Cheques de Pago Diferido (CPD)	Pagarés avalados (PA)	Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCIC)	Facturas de Crédito Electrónicas (FCE)	Financiamiento PyME	Financiamiento total
Acumulado a septiembre 2020	32	249	2.970	1.130	24	3	16	965	4.409
Acumulado a septiembre 2021	42	426	3.457	1.231	139	14	15	1.184	5.309

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV.

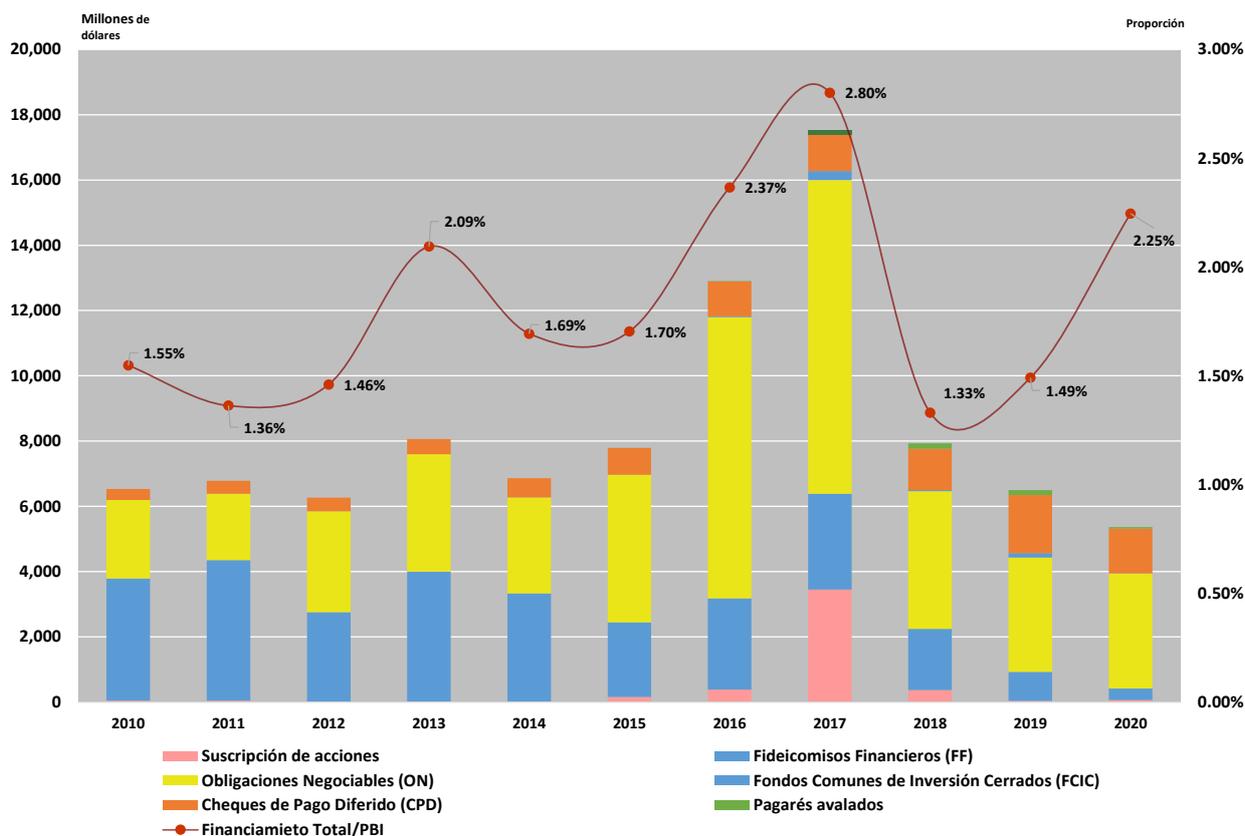
Resta destacar que, durante el año 2020, el valor total de la financiación (sobre el cual volveremos en el Gráfico 1) cerró en 5.364 millones de dólares. Esto significa que, dado los 5.309 millones de dólares

² Todas las cifras expresadas en dólares a lo largo del informe están calculadas con la cotización del dólar implícito en el precio de los bonos, comúnmente llamada Contado Con Liquidación (CCL). La misma refleja de alguna manera el precio de salida que deben pagar los agentes financieros para convertir sus posiciones de pesos a dólares norteamericanos (sin restricciones) y, en el período analizado, divergen significativa del tipo de cambio oficial en dos etapas: (1) entre agosto de 2011 y diciembre de 2015; y, (2) desde agosto de 2019 en adelante.

colocados este año, en los primeros 9 meses se financió casi el 100 por ciento de lo realizado en 2020, restando contabilizar todavía 3 meses más.

A lo largo de los años, la dinámica del financiamiento total en el mercado ha tenido distintos matices. Entre los años 2010 y 2017, el comportamiento de la variable se muestra dispar. Sin embargo, se puede observar un crecimiento de más del 15 por ciento, concentrado principalmente entre los años 2015 y 2017, donde la variable tuvo un aumento de aproximadamente 10 mil millones de dólares, pasando de 7.785 millones en 2015 a 17.518 millones en 2017. Como muestra el Gráfico 1, a partir de ese año la tendencia se revierte y comienza a ser decreciente. La recesión en la que se sumergió el país a partir de 2018, derivada principalmente de las turbulencias en el frente externo, provocaron un salto en el tipo de cambio que llevó a la captación total de fondos, medida en dólares, a los 7.913 millones durante 2018, lo que representó una caída del 54,7 por ciento en términos interanuales. Esta tendencia continuó durante 2019 y 2020, con caídas del 18 y del 17 por ciento, respectivamente.

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



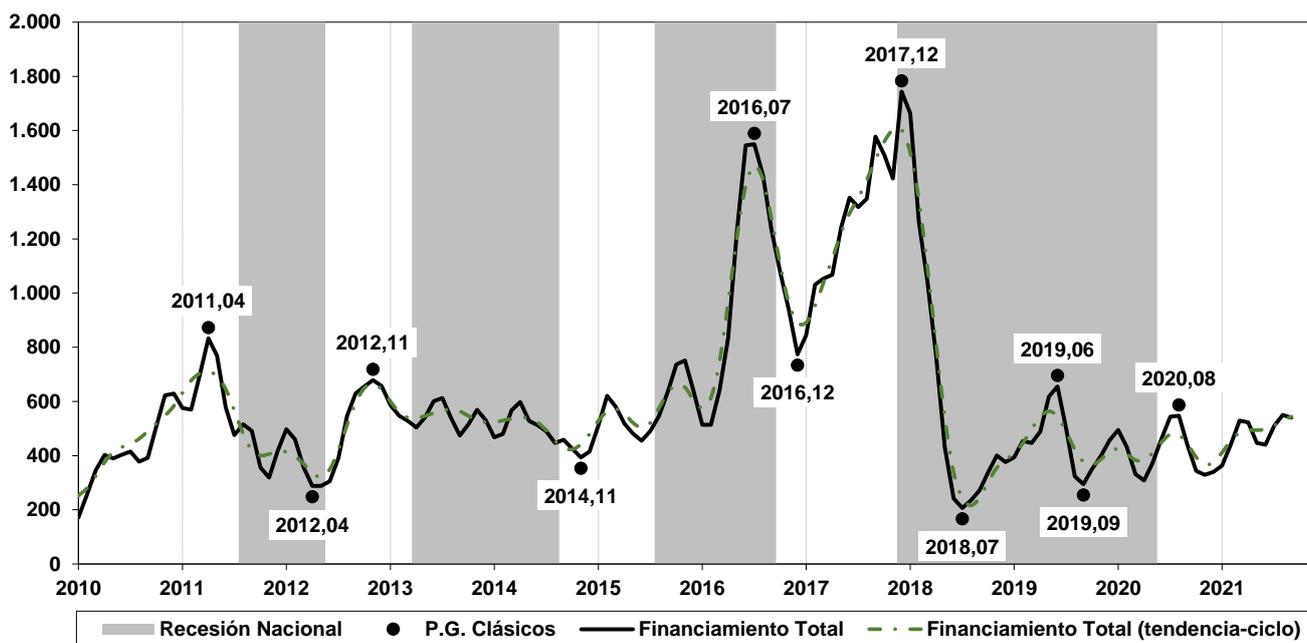
Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV e INDEC.

Aclaración: el ratio de financiamiento total / PBI se calculó utilizando datos de ambas variables medidas en pesos corrientes.

En lo que respecta al financiamiento total medido como porcentaje del Producto Bruto Interno (PBI), las conclusiones se mantienen similares. Utilizando datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), observamos que, en el año 2017, la variable alcanzó su máximo del período, representando el 2,80 por ciento del PBI. Al año siguiente, en el 2018, la variable alcanzaba su mínimo (1,33 por ciento) para luego ir recuperándose lentamente hasta alcanzar el 2,25 por ciento en 2020 y volver a los niveles observados antes de 2018.

El Gráfico 2 define la evolución mensual del financiamiento en el mercado de capitales en relación a las recesiones que ha sufrido Argentina desde el año 2010. Mediante el análisis de la serie filtrada por estacionalidad y valores irregulares se puede observar cierta sincronización procíclica entre el financiamiento captado por las empresas y el nivel de actividad económica nacional.

Gráfico 2 | Evolución mensual del financiamiento en el mercado de capitales. Serie expresada en millones de dólares y ajustada por estacionalidad y valores extremos.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV.

Como se advierte, el inicio de la última recesión (finales de 2017) planteó una fuerte contracción en los montos financiados a través del mercado de capitales. Entre diciembre de 2017 y julio de 2018, la actividad de esta variable descendió 90 por ciento, en un contexto donde la actividad económica medida por Producto Bruto Interno (PBI) cayó un 3 por ciento entre el último trimestre de 2017 y el tercer trimestre de 2018. Anteriormente, ya se había visto un salto similar, aunque de menor vigor; entre julio de 2016 y

diciembre del mismo año, el financiamiento en el mercado de capitales descendió más de 58 por ciento, teniendo una sincronía tardía con la recesión observada entre fines de 2015 y el tercer trimestre de 2016. En los últimos años, la serie deja en evidencia la ruptura del hecho estilizado de largo plazo. Es decir que, aunque técnicamente el país se encuentra en un ciclo expansivo, el mercado no reaccionó con la fuerza que podría esperarse en función de su relación previa con los movimientos económicos. En este sentido, las expectativas y la inestabilidad política/económica, se reflejan claramente en los mercados.

Financiamiento PyME en el mercado de capitales

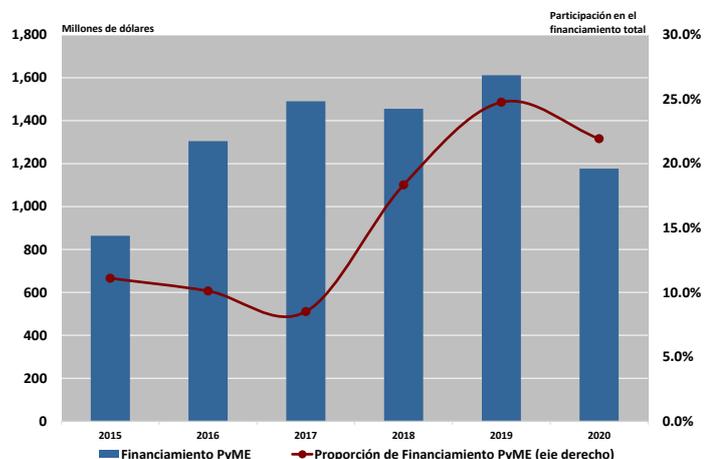
El sector PyME es uno de los grandes actores que hacen uso del financiamiento ofrecido por el mercado de capitales. Así lo manifiesta la evolución de los montos financiados como también la participación en el financiamiento total (Ver gráfico número 3.A). Si bien en 2020 la variable presentó una caída (tanto en el financiamiento total como en la participación), esta variable ha ganado relevancia a lo largo de los últimos años. Entre 2015 y 2019, los montos financiados por las PyMEs aumentaron un 187 por ciento, alcanzando en 2019 a más de 1.600 millones de dólares en total.

Con respecto a la participación en el total de fondos captados, hasta 2020 la variable venía mostrando participaciones crecientes. Desde el 11 por ciento del total financiado que se visualiza en 2015, esta variable llegó a representar casi el 25 por ciento en 2019, mostrando un crecimiento en la importancia de las PyMEs como beneficiarias del financiamiento obtenido en el mercado de capitales.

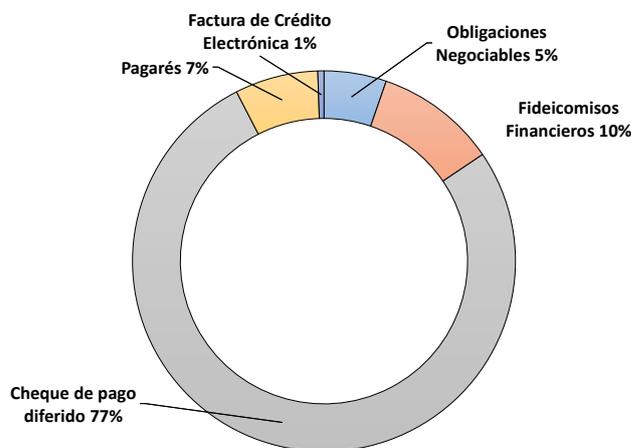
En 2020 la variable mostró una fuerte caída. Medida interanualmente, el financiamiento total PyME descendió un 26 por ciento, lo que provocó que también cayera su participación en el total financiado en el mercado de capitales (no alcanzó ni el 22 por ciento).

Gráfico 3 | Financiamiento total anual en millones de dólares.

(A) Evolución y participación del financiamiento PyME.



(B) Composición del financiamiento PyME entre 2015 y 2020.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV.

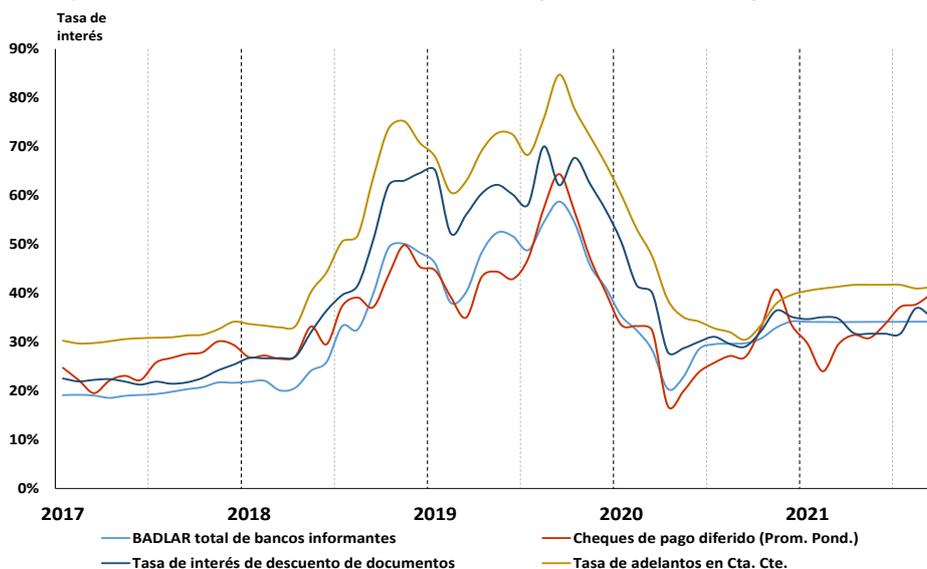
En cuanto a la composición de este financiamiento, el Gráfico 3.B indica la importancia de los diferentes tipos de instrumentos. Los CPD se constituyen como la principal herramienta, representado el 77 por ciento durante el período analizado. Sin embargo, y a pesar de que los datos de 2020 no lo reflejen, la hegemonía de esta herramienta de corto plazo viene siendo complementada por el surgimiento de otros instrumentos. Uno de ellos son los pagarés avalados, los cuales comenzaron a operarse a partir de 2015 y se han instalado rápidamente amén de permitir mayores plazos. Este ítem sumó 166 millones de dólares comercializados en 2019 (11 por ciento del financiamiento PyME), a tasas en dólares que rondaron entre el 1 y el 15 por ciento. Durante 2020, a pesar de ver sus tasas en niveles menores (promedio 5,2 por ciento), principalmente hacia fin de año, el financiamiento por este instrumento cayó y representó apenas el 5 por ciento, realzando la hegemonía de los CPD.

Similar es el caso de las ON, las cuales ganaron cierto impulso con la introducción en 2017 del régimen de obligaciones negociables PyME garantizadas. Así, llegaron a tener cierta relevancia hasta el año 2019, sin embargo, en 2020, la utilización de este instrumento cayó a apenas el 1 por ciento de las colocaciones.

El costo del financiamiento

Durante el último año las tasas de financiamiento han experimentado un giro. Como se observa en el Gráfico 4, desde abril de 2021 la tasa de descuento de documentos que ofrecen los bancos (línea azul oscura) resulta inferior a la que ofrece el mercado de capitales (línea roja), ya que el mercado ha mostrado tasas más similares a las mediciones de inflación (en alza).

Gráfico 4 | Evolución de las tasas de descuento PyME contra otros productos bancarios.



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

Más aún, en términos reales, el costo del financiamiento de corto plazo sigue siendo favorable a las empresas, con tasas reales negativas (la inflación durante 2021 superará el 50 por ciento interanual de referencia). Esta situación va en línea con la política monetaria que viene proponiendo el Banco Central, privilegiando la recuperación de la economía real pero perjudicando el frente inflacionario.

Síntesis

- En términos técnicos, la recesión finalizó en la primera mitad del 2020, pero las nuevas restricciones aplicadas durante el período, sumado a las dificultades intrínsecas de una economía estancada desde el año 2011, impiden que la recuperación económica termine de consolidarse en un sendero de crecimiento sólido.
- Durante los tres primeros trimestres del año 2021, el financiamiento total expresado en dólares alcanzó los 5.309 millones. Esto representa una recuperación en términos interanuales del 20 por ciento en comparación con igual período del año 2020, el cual fue de 4.409 millones de dólares.
- En relación al financiamiento PYME, la captación de fondos alcanzó, durante los primeros 9 meses de 2021, a 1.184 millones de dólares, lo que significa una mejora del 23 por ciento en comparación con igual período de 2020.
- En lo que respecta al financiamiento total medido como porcentaje del PBI, observamos que, en el 2018, la variable alcanzaba su mínimo (1,33 por ciento) para luego ir recuperándose lentamente hasta alcanzar el 2,25 por ciento en 2020 y volver a los niveles observados antes de 2018.
- El inicio de la última recesión (finales de 2017) planteó una fuerte contracción en los montos financiados a través del mercado de capitales. Entre diciembre de 2017 y julio de 2018, la actividad de esta variable descendió 90 por ciento.
- En los últimos años, la serie deja en evidencia la ruptura del hecho estilizado de largo plazo. Es decir que, aunque técnicamente el país se encuentra en un ciclo expansivo, el mercado no reaccionó con la fuerza que podría esperarse en función de su relación previa con los movimientos económicos. En este sentido, las expectativas y la inestabilidad política/económica, se reflejan claramente en los mercados.
- En 2020 la variable mostró una fuerte caída. Medida interanualmente, el financiamiento total PyME descendió un 26 por ciento, lo que provocó que también cayera su participación en el total financiado en el mercado de capitales (no alcanzó ni el 22 por ciento).
- Durante el último año las tasas de financiamiento han experimentado un giro. Como se observa en el Gráfico 4, desde abril de 2021 la tasa de descuento de documentos que ofrecen los bancos (línea azul oscura) resulta inferior a la que ofrece el mercado de capitales (línea roja), ya que el mercado ha mostrado tasas más similares a las mediciones de inflación (en alza).