

El rol del mercado de capitales para alcanzar un desarrollo económico sostenido

JAVIER GARCÍA LABOUGLE

Revista Cultura Económica
Año XXVI • N° 72 • Agosto 2008: 42-54

I. Mercado de capitales y desarrollo económico

La experiencia de las últimas décadas ha puesto cada vez más de manifiesto cómo la *performance* económica de un país está estrechamente relacionada con el nivel de desarrollo alcanzado por su mercado local de capitales. Mercados de capitales locales desarrollados brindan mayor protección a la volatilidad de los flujos financieros globales; profundizan los canales de transmisión de la política monetaria; y permiten un más fluido proceso de canalización de ahorro e inversión. Analizar el nivel de desarrollo alcanzado por el mercado local de capitales resulta entonces un criterio fundamental para evaluar e interpretar el crecimiento económico de un país. Este análisis puede conducir a una mirada más profunda y precisa sobre la *performance* económica que la brindada por los cambios en los indicadores globales como la variación del PBI o el ingreso per cápita, así como detectar la sustentabilidad de esas variaciones. Precisamente, una de las vulnerabilidades más profundas de la economía argentina sigue siendo el subdesarrollo de sus mercados financieros, y, en especial, de su mercado local de capitales.

Esta vulnerabilidad se acrecienta en relación directa con la internacionalización de la economía ya que los canales de transmisión del ciclo económico global se intensifican. Y, en el contexto de las dificultades económicas y financieras que vuelven a ceñirse sobre la economía mundial, esta vulnerabilidad de la economía argentina interpela los lo-

gos alcanzados en materia de crecimiento y agudiza la necesidad de diseñar respuestas de políticas eficientes y eficaces ante el cada vez más probable cambio de escenario internacional.

El subdesarrollo del mercado local de capitales argentino es de larga data y a medida que se avanza en el análisis de sus causas, más allá de los factores puramente económicos, se percibe la gran influencia de restricciones culturales e institucionales, que, en parte, pueden ser estudiadas a la luz de los más recientes enfoques del debate académico, como la nueva economía institucional y la economía y política. El propósito de este artículo es presentar, en primer lugar, una breve reseña de la evidencia empírica de la evolución y desarrollo de nuestro mercado de capitales, así como las diferencias que se manifiestan con la evolución de otros países comparables y las implicancias que ello tiene para la sustentabilidad del crecimiento y desarrollo económico de nuestro país. En segundo lugar, me propongo abordar la cuestión en busca de respuestas y posibles explicaciones a la luz de los recientes enfoques académicos señalados anteriormente.

1. Qué son los mercados financieros desarrollados

Parece oportuno precisar los términos fundamentales con el fin de evitar ambigüedades. A los propósitos de este artículo, seguimos la terminología clásica para definir lo que se entiende por activos financieros y mercados financieros (Fabozzi, Modigliani y Ferri, 1996). Los activos financieros son

activos intangibles que cumplen dos funciones esenciales: transferir liquidez y redistribuir el riesgo; los mercados financieros son el ámbito en el que se intercambian estos activos financieros. Es decir, es el ámbito donde los agentes económicos que necesitan liquidez y desean aminorar el riesgo asociado a la inversión en activos tangibles, pueden colocar los instrumentos representativos de su capital o deuda entre los agentes compradores, que buscan colocar sus excedentes de liquidez y obtener una recompensa por aceptar compartir el riesgo de la inversión. Es claro, entonces, el rol que cumple el mercado financiero en canalizar el ahorro de una sociedad para financiar la formación del capital que el proceso de desarrollo exige. Convencionalmente se habla de mercado de dinero para referirse a los instrumentos financieros de corto plazo, y mercado de capitales para referirse a los instrumentos de largo plazo. En general, el mercado de dinero se refiere a los instrumentos bancarios y el mercado de capitales a los mercados de valores de largo plazo (bonos y acciones). Como una buena síntesis del concepto encuentro oportuno utilizar, complementariamente, por su sencillez y claridad, la definición aportada por el *Diccionario de la Economía Social de Mercado*, que define el mercado de capitales como el punto de encuentro entre la oferta y la demanda del capital.

La arquitectura de los mercados financieros ha variado sustancialmente en las últimas décadas, tanto por los cambios en la regulación como, especialmente, por el proceso de innovación financiera. Una clara descripción de este proceso, se puede encontrar en el artículo de Marcelo F. Resico, publicado en esta misma revista (diciembre 2002). A los efectos de nuestra discusión, lo que deseo resaltar del proceso sistemático de innovación e institucionalización financiera, es que ha derivado en la denominada *des-intermediación* financiera, según la cual el rol de las instituciones financieras ha cambiado sustancialmente, aumentando la participación creciente de los llamados ahorristas institucionales (fondos de pensión, compañías de seguros, compañías de administración financiera). Estas organizaciones, con mayor capacidad de compra y análisis

de riesgo que el ahorrista individual, han producido un desplazamiento del rol tradicional de los bancos. Los llamados ahorristas institucionales adquieren en forma directa los instrumentos financieros emitidos por los gobiernos y las empresas, que en el contexto de la globalización inducen una internacionalización creciente. El rol de las entidades financieras, entonces, se ha modificado sustancialmente: de cumplir ellas mismas la doble función de transferir liquidez y redistribuir el riesgo, a través de la captación de depósitos y el otorgamiento de préstamos, a convertirse cada vez más en intermediarios que por el cobro de una comisión colocan los instrumentos financieros (acciones, bonos) emitidos por los gobiernos y las empresas entre los ahorristas institucionales.

En este contexto, entonces, el nivel de desarrollo de los mercados financieros se identifica con los siguientes factores: la relevancia de los ahorristas institucionales que participan en la demanda de activos financieros; la presencia de un volumen de oferta de emisiones de capital y deuda representativo en volumen y diversidad de la producción de bienes y servicios de una economía; y, por último, la liquidez del mercado secundario donde se tranzan los activos financieros ya emitidos. En consonancia con este marco conceptual, los indicadores usualmente utilizados para medir el grado de desarrollo de capitales de un país, son la capitalización bursátil, el volumen operado en el mercado de valores (activos financieros) y el crédito bancario, expresados como porcentajes del PBI (Producto Bruto Interno). En todos estos indicadores nuestro país se encuentra muy por debajo en la comparación con los países más representativos de la región –Chile, Brasil, México–. Esta divergencia se ha exacerbado tras la crisis argentina de 2001-2002, pero aun en los años noventa, cuando nuestro país encaró profundas reformas orientadas al mercado, se materializó un atraso relativo *vis-a-vis* la experiencia de los países señalados. Una detallada evolución comparativa de estos indicadores se puede encontrar en el trabajo publicado por el Banco Mundial en 2006 (de la Torre, Cozzi y Schumukler, 2006).

La revisión de la evidencia empírica su-

giere que existen limitaciones que van más allá de los factores puramente económicos como determinantes del desarrollo del mercado local de capitales, y que se centran más bien en las limitaciones culturales e institucionales que subyacen en nuestro comportamiento económico.

2. Hasta los noventa: inflación, estancamiento y destrucción del ahorro interno imposibilitaron el desarrollo de los mercados financieros

Nuestro país fue pionero en la región en cuanto a la formación de su mercado de capitales. La Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue fundada en 1854, pocos años después de la creación del NYSE, en 1817. Pero también nuestro país sufrió la experiencia inflacionaria más prolongada y profunda de todo el continente, lo que terminó por destruir el ahorro doméstico y los mercados financieros locales. Cuando finalmente la hiperinflación estalló a fines de los ochenta, el grado de monetización y crédito de nuestra economía estaban entre los más bajos del mundo. Ya a mediados de los ochenta, la preocupación por la falta de un mercado local de capitales había consagrado los esfuerzos de las principales instituciones del mercado. Parece oportuno recoger las conclusiones de un trabajo encargado por la Fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires¹ en 1986, el que se intentaba abordar un diagnóstico y unas propuestas para mejorar el desempeño del mercado bursátil en nuestro país. En él se daba cuenta de cómo el proceso inflacionario había erosionado el ahorro interno, tanto público como privado y de cómo la fuga de capitales hacia las divisas o la propiedad canalizaban los disminuidos excedentes que caracterizaban una economía estancada e inflacionaria.

Sin crecimiento y sin moneda, que es el resultado de una economía que sufre simultáneamente de inflación y recesión, no es posible contar con mercados financieros locales desarrollados. De hecho, lo que ocurre con una economía de esas características es el *des-ahorro*, como lo muestra la experiencia argentina de esos años, donde el ahorro interno decreció del 20% del PBI a comienzos de esa década y a menos del 10%

al final de la misma, tal como presentamos en el trabajo antes citado. En consonancia con ello, si tomamos los indicadores monetarios, durante los ochenta se verifica una disminución sistemática de los depósitos y créditos bancarios como proporción del PBI. Y, como analizaremos ahora con más detalle, también se profundizó la decadencia del mercado de valores.

Los indicadores muestran que todavía en la década de los sesenta, existía un mercado de valores más dinámico, y así podemos apreciar cómo el número de empresas autorizadas a cotizar su capital en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, por ejemplo, se elevó de 552 en 1960 a 613 en 1964. En 1961, 113 empresas registraron su ingreso al mercado. Pero a partir de entonces, a mediados de esa década, se inicia un proceso sistemático de egresos netos de firmas cotizantes, hasta llegar a 227 hacia 1985. La suscripción de acciones como porcentaje del PBI descendió hasta alcanzar sólo el 0,02-0,10% del PBI en 1983, comparado con el 0,10% de Brasil y el 1,91% en Estados Unidos, siempre según las cifras presentadas en el trabajo anteriormente citado.

Entre los factores señalados para explicar esta caída en la oferta pública de acciones en ese período, el trabajo antes señalado destaca: la ausencia de proyectos rentables, el temor a la pérdida de control, la falta de competencia y la escasa valorización de las acciones (normalmente, por debajo de su valor contable). Por el lado de la demanda, el desinterés del público se identificó con los siguientes factores: la gran volatilidad en el precio de las acciones y la falta de liquidez del mercado, la desconfianza en el gobierno de las empresas y la escasa rentabilidad de las empresas. Pero vale recordar que en ese contexto la ausencia de inversores institucionales dejaba la demanda del mercado en la reducida capacidad de compra de los inversores individuales.

Muchas de las propuestas que surgían de ese diagnóstico tenían que ver con la organización del mercado –costo de entrada y salida– pero esencialmente la ausencia de un marco de estabilidad macroeconómica y de un mayor nivel de ahorro interno y externo hacía imposible el desarrollo del mercado local de capitales. Esta reseña resulta un

punto de partida imprescindible si se aspira a una interpretación profunda del subdesarrollo de nuestro mercado, ya que existen comportamientos que en la terminología de la teoría económica contemporánea, resultan *path dependent*, es decir, están estrechamente asociados a la experiencia pasada o recibida.

3. La experiencia de los noventa: despegue y caída del mercado

El conjunto de reformas económicas iniciadas en los noventa tuvo un impacto favorable en la revitalización del mercado de capitales. Por un lado, la estabilidad monetaria alcanzada con la sanción de la convertibilidad y las reformas monetarias que permitieron la canalización del ahorro doméstico en moneda extranjera a través de la captación de depósitos en moneda extranjera, por parte de las instituciones bancarias. Pero, por otro lado, las reformas en el sistema de pensiones y jubilaciones que facilitaron el desarrollo de los ahorristas institucionales (AFJP) y la privatización de las empresas públicas que, por su dimensión, resultaban la mayor fuente posible de oferta de activos financieros. Ambas medidas permitieron el despegue del mercado que, medido por todos los indicadores, tuvo un crecimiento exponencial entre 1991 y 1996. Pero aun así, el grado de desarrollo del mercado local de capitales no logró igualar la *performance* de los mercados de los países más representativos de la región (Brasil, Chile, México), tal como puede apreciarse en el trabajo del Banco Mundial antes mencionado.

A mediados de los noventa, y aun a pesar de haber sorteado con éxito el impacto de la crisis desatada por la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 (efecto Tequila), el mercado de nuestro país comenzó a dar señales de fatiga en todos sus indicadores. Especialmente notoria fue la ausencia de un proceso más agresivo de apertura del capital por parte de las empresas locales, que sí resultaron más activas en la emisión de títulos de deuda (bonos y obligaciones negociables). También los indicadores bancarios del mercado comenzaron a dar muestras de fatiga, ya que la evolución

del crédito como proporción del PBI no resultó paralela con la evolución de los depósitos, que continuaron creciendo hasta fines de la década.

La resistencia de las empresas locales a abrir su capital, aun en el contexto de una mayor estabilidad monetaria y con la presencia de inversores institucionales locales y extranjeros ávidos de participar en el capital accionario de empresas argentinas, ha despertado la atención del mundo académico. La revisión de la literatura relevante no permite encontrar aún una respuesta concluyente. Sin duda, como señalamos en el apartado anterior, existen factores estrechamente asociados a la experiencia pasada o recibida (*path dependence*). Pero este interrogante permanece aún abierto y amerita futuras investigaciones, tal como sugerimos en la parte final de este artículo, donde se ensayan algunas respuestas a la luz de los enfoques de la economía institucional y la economía y política. Pero, previamente, vale reconocer las implicancias para la *performance* económica de este atraso relativo en el mercado de capitales.

II. Cómo los mercados financieros impactan en la economía real

Conviene recordar que, dentro del mundo de los mercados emergentes, Latinoamérica ha presentado un menor grado de desarrollo respecto de otros mercados emergentes, fundamentalmente, los mercados asiáticos. Esto significa, naturalmente, que el subdesarrollo relativo de nuestro mercado local de capitales es más notorio aun cuando la comparación se realiza en el contexto de todos los mercados emergentes.

En este sentido, la experiencia latinoamericana ha sido descrita como más vulnerable que otros países emergentes. Así, a pesar de que la región ha presentado menores niveles de deuda en términos del tamaño de su economía (medido como deuda sobre PBI), ha sufrido con mayor frecuencia e intensidad crisis financieras. La literatura reconoce tres vulnerabilidades para explicar esta aparente contradicción: menor integración a la economía mundial; mayor inestabilidad de la política macroeconómica; menor de-

sarrollo del mercado local de capitales. Para una explicación más detallada, consultar el trabajo presentado en el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional y en el *Global Financial Stability Report*.

Estas vulnerabilidades se materializan en dos características particulares de la deuda externa de los países latinoamericanos: 1) la mayoritaria participación de la deuda pública en el endeudamiento externo, y 2) la elevada proporción que la deuda externa representa sobre las exportaciones. Estas características resultan en requerimientos más exigentes en términos de superávit fiscal y comercial para lograr alcanzar solvencia externa.

La experiencia de los noventa dejó como lección para la región que existían tres factores determinantes para explicar la mayor volatilidad macroeconómica: la volatilidad de los términos del intercambio, los *shocks* fiscales y los ciclos de liberalización y control de los flujos externos.

La volatilidad de los términos de intercambio, inherente al ciclo económico mundial, impacta, en mayor medida, en los países con mayor dependencia de la exportación de productos básicos (los llamados *commodities* y afines).

Los *shocks* fiscales son el resultado de la tendencia de los gobiernos de la región a diseñar sus políticas fiscales de manera procíclica, es decir, alimentar la fase de auge con una política fiscal expansiva –lo que deriva en mayores déficits públicos y/o mayores niveles de endeudamiento público–, y a la necesidad, entonces, de ajustar las cuentas públicas –aumentando los impuestos o la financiación inflacionaria–, en la fase contractiva. Este diseño de la política fiscal genera entonces abruptos cambios o *shocks* en las cuentas públicas que significan fuertes *des-economías* externas en el sector privado de la región.

Por último, los ciclos de liberalización y controles de los flujos externos han obedecido a la ausencia de un mercado local de capitales más desarrollado, que ha llevado a los gobiernos a reaccionar ante la volatilidad de los flujos de capitales externos a través de la implementación de controles de cambios y de capitales.

De acuerdo con ello, las lecciones para la política que dejó la experiencia de los noventa resultaron en la necesidad de contar con un mayor nivel de reservas internacionales para hacer frente a la volatilidad de los fondos internacionales, lograr una menor prociclicidad de la política fiscal y desarrollar un mercado local de capitales.

Al observar la evolución comparada de nuestro país con la región desde el inicio del siglo XXI se observa que sólo se ha logrado alcanzar el primer objetivo, ya que la política fiscal continúa teniendo un claro sesgo pro-cíclico y el mercado local de capitales no ha logrado despegar tras sucumbir a la crisis de 2001-2002. En contraste, los países más representativos de la región han logrado un despegue de su mercado local de capitales, perceptible en todos los indicadores relevantes y, de hecho, en el haber alcanzado el grado de inversión (*investment grade*), atributo que incluye aun a Perú.

En definitiva, mientras países como Brasil, México, Chile y Perú, han aprovechado la fase expansiva del ciclo económico mundial para enfrentar las vulnerabilidades señaladas hacia fines de los noventa, nuestro país mantiene dos fuentes de vulnerabilidad determinantes: su política fiscal y el subdesarrollo del mercado local de capitales.

III. La calidad del mercado local de capitales y los flujos de fondos

Se sostiene que un mercado local de capitales aumenta el volumen y ayuda a reducir la volatilidad de los flujos de capitales internacionales.

Si bien los movimientos de capitales resultan volátiles, su presencia permite financiar mayores niveles de inversión, y, por lo tanto, aumentan las posibilidades de desarrollo.

De acuerdo a estudios recientes del FMI,² desde el año 2002 los flujos de capitales hacia los mercados emergentes se han multiplicado seis veces en volumen. Pero lo que resulta llamativo es el cambio en la composición, con la participación creciente de fuentes privadas de financiación y orientadas al capital (acciones) más que deuda

(préstamos y bonos). La participación del Inversión Directa Extranjera (FDI) continúa siendo el principal componente de los flujos.

Esto contrasta una vez más con la experiencia argentina, que ha visto reducida su participación en estos flujos; se ha observado más bien un aumento en el endeudamiento externo, a pesar del proceso de reestructuración concretado luego de declarar el *default* a comienzos de la década. Prácticamente no ha habido un proceso de apertura del capital de las empresas, tal como ha ocurrido en Brasil, o de fortalecimiento de los inversores institucionales, como se ha verificado en Chile.

Este aumento en el flujo de fondos ha obedecido tanto a la abundante liquidez resultante de las políticas monetarias de los países centrales, como de las mejoras en el diseño de las políticas domésticas en los mercados emergentes. La pregunta es, entonces, cuál es la respuesta política adecuada para sostener el volumen de estos flujos o al menos para aliviar el impacto de su volatilidad. La experiencia muestra que no alcanza con una mejor política macroeconómica, sino que es necesario encarar políticas que faciliten un mercado de capitales más profundo y desarrollado. La experiencia desde el 2000 en adelante está mostrando que los flujos de capital internacionales reducen su volatilidad cuando encuentran mercados de capitales locales más desarrollados, es decir, de mayor volumen y liquidez en términos de sus respectivos PBI. Pero además de esta manera tradicional de percibir la profundidad del mercado –por su volumen y liquidez–, las encuestas realizadas entre los inversores institucionales globales ponen de manifiesto una creciente atención por parte de ellos en factores como la calidad de las instituciones, del gobierno de las empresas y la credibilidad en la contabilidad y las estadísticas, como elementos de decisión para asignar sus inversiones y orientar sus flujos de fondos. Mayor apertura financiera, transparencia y calidad del gobierno de las empresas son citados como determinantes del volumen y estabilidad de los flujos de fondos.

IV. Posibles explicaciones: la organización institucional y el capitalismo familiar

Puestas las cosas así, parece obvia la relevancia de un mercado local de capitales como criterio para interpretar el crecimiento económico y visualizar en qué medida ese crecimiento se puede materializar o no en un proceso de desarrollo económico sostenido. También parece evidente la necesidad de profundizar el análisis con un enfoque interdisciplinario que nos permita tener una visión más amplia cuando volvemos a plantearnos la pregunta inicial: qué factores explican la falta de desarrollo de un mercado local de capitales en nuestro país. Tanto la experiencia política y económica de estas últimas décadas como el cada vez más intenso debate académico, brindan elementos de análisis más robustos. Sin ánimo de pretender realizar un análisis exhaustivo, el objeto de las próximas líneas es ensayar algunas respuestas y, a partir de ellas, considerar algunos elementos de juicio para el diseño de políticas realistas.

En primer lugar, vale reconocer que la experiencia recibida de las décadas de inestabilidad política y financiera que convergieron en una economía caracterizada por la inflación y el estancamiento –perturbando en forma sistemática el proceso de ahorro e inversión sobre el que descansa el proceso de desarrollo de una economía moderna–, constituye un legado que indiscutiblemente influye en el comportamiento y conducta de los agentes económicos. Esta manera de reconocer en el legado o experiencia pasada un fuerte determinante del comportamiento contemporáneo es lo que la literatura actual define como *path dependence*.

En segundo lugar, los nuevos enfoques de la economía institucional, economía y política e historia de los negocios (*business history*), entre otros, brindan elementos de análisis para explorar nuevos diagnósticos y relaciones de causalidad entre el diseño institucional de una sociedad y sus valores culturales y el desarrollo de sus instituciones centrales; en nuestra discusión, el mercado de capitales. En particular, deseo presentar dos líneas de análisis y relacionar algunas de sus conclusiones para explorar respuestas a nuestro interrogante de base.

El primero tiene que ver con el esquema de la organización económico-institucional de nuestro país; el segundo con las características del gobierno de las empresas. Ambos están estrechamente relacionados, pero tienen, a mi juicio, especificidades propias que ameritan una presentación separada. Sostiene Douglas North (1995) en su estudio sobre la naturaleza de las instituciones y sus consecuencias en el desempeño económico, que “las instituciones reducen la incertidumbre por el hecho de que proporcionan una estructura a la vida diaria. Constituyen una guía para la interacción humana [...]”. En el lenguaje de los economistas, las instituciones definen y limitan el conjunto de elecciones de los individuos”.

1. La organización económico-institucional de nuestro país

Formalmente, el contrato social argentino que surge de la Constitución Nacional sigue los principios fundamentales de organización institucional de los países que se rigen por las formas democrático-republicanas de gobierno político y por la organización económica basada en las reglas de mercado. La experiencia práctica reconoce, sin embargo, desvíos sistemáticos de esos principios. Esta disociación ha sido objeto –y debe ser objeto aún– de un intenso debate interdisciplinario entre la ciencia política, la economía y la sociología –cuanto menos–, para lograr una interpretación más cabal de esta falla sistemática que le ha costado a la sociedad argentina descender tantos peldaños en la escala del desarrollo económico y social.

Desde esta perspectiva, me parece oportuno ensayar una explicación a partir del análisis del desarrollo de la llamada economía informal, que cobró relevancia en la década de los ochenta. Cito el trabajo, pionero en nuestro país, de Adrián Guissarri (1989), quien, a partir del análisis de la economía institucional de autores como Douglas North, brinda una explicación de la estructura económica-institucional de nuestro país que resulta en los altos grados de informalidad que se verifican en la economía argentina. Tomo de su obra esta reseña, para luego intentar extraer algunas explicaciones sobre el impacto en el desarrollo del mercado de

capitales. Guissarri define en su trabajo las transacciones entre las “unidades que toman decisiones” organizadas institucionalmente de cuatro maneras diferentes: organización individual, el Estado, organización corporativa y organización informal.

La organización individual representa las transacciones de las unidades de decisión que la teoría convencional toma como sujetos del análisis del comportamiento económico: las familias y las empresas. Bajo las condiciones de principio de John Rawls (1971) de “máximas e iguales libertades” las transacciones económicas se organizarán institucionalmente a través de mercados competitivos. El Estado representa la organización institucional que provee los bienes públicos acordados en el contrato constitucional. La organización corporativa representa las formas de organización institucional, básicamente, no competitivas. La organización informal representa las transacciones que por razones éticas o de seguridad se acuerdan prohibir y reprimir en el contrato constitucional. El conjunto de transacciones dentro de cada una de las organizaciones y entre sí, representa el sistema económico-institucional formal.

De acuerdo con el contrato social reflejado en el contrato constitucional, la organización corporativa y el Estado deberían ejercer un rol específico y reducido. Sin embargo, la experiencia histórica argentina muestra que el comportamiento colectivo ha logrado que el control del mercado lo provea el Estado mediante legislación regulatoria o, directamente, a través de la estatización y explotación monopólica de numerosos mercados. Hay un cambio en la estructura de incentivos económicos (controles, restricciones, regulaciones); la distribución de las rentas generadas por las intervenciones estatales en los mercados es el mecanismo para “financiar” y sostener clientelas políticas.

La transformación institucional que resulta de esta intervención y regulación del Estado se manifiesta, siempre siguiendo el trabajo citado de Guissarri, en cada una de las cuatro unidades:

Organización corporativa: las transacciones en la organización corporativa crecen como consecuencia del amparo que las in-

tervenciones y regulaciones del Estado proveen a las asociaciones de comportamiento colectivo.

Organización individual: esta organización sufre una transformación reactiva que se manifiesta en la emigración hacia el sector corporativo o hacia el sector informal dependiendo del tamaño y la influencia de las unidades. Aquellas unidades de mayor influencia que puedan compensar la exacción con algún privilegio que también provee el Estado, tales como promociones, reservas de mercado, regulaciones, etc., se moverán al sector de la organización corporativa. En cambio, las unidades de menor influencia que no puedan compensar la exacción del Estado se moverán al sector de organización informal.

Organización informal: este sector crece como consecuencia de las transacciones que recibe de la organización individual (familias y empresas de menor influencia). El autor llama “la economía informal” a estas transacciones. Difieren en su naturaleza de aquellas que quedaban excluidas del contrato social original, o sea, las actividades asociadas con el delito criminal, pero son, asimismo, ilegales. Surge, entonces, una distinción entre legalidad y legitimidad, ya que la economía informal incluye actividades legítimas, de acuerdo al contrato social original, pero que se convierten en ilegales por la ruptura del mismo.

El Estado: este sector también reduce las transacciones originalmente asignadas en el contrato (seguridad, justicia, servicios sociales) ya que debe transferir parte de sus recursos a sus actividades corporativas.

Vale destacar que esta división no es excluyente, en el sentido que las unidades pueden desdoblar sus transacciones en formales e informales.

Este enfoque institucional de la organización económica de nuestro país, arroja luz, a mi juicio, sobre al menos tres aspectos que tienen una influencia directa en el desarrollo del mercado de capitales: 1) el debilitamiento de los derechos de propiedad; 2) la falta de transparencia sistémica de las transacciones; y, 3) la propiedad del capital y el gobierno. Cada uno de estos tres ítems ameritan, de por sí, un análisis más profundo del que aquí se intenta, pero es posible

ensayar al menos una relación preliminar.

a. Debilitamiento de los derechos de propiedad

El impacto que se percibe del esquema de organización económica en el debilitamiento de los derechos de propiedad reconoce dos fuentes. Una obvia y más directa resulta de la propia reducción de las transacciones del Estado en materia de justicia, lo que debilita la capacidad operativa de la justicia formal. Se percibe efectivamente que las limitaciones presupuestarias del Poder Judicial erosionan su eficacia y eficiencia, lo que se manifiesta en demoras y desalienta la aplicación de leyes fundamentales para la defensa de los derechos de propiedad (resolución de conflictos, ley de sociedades, ley de oferta pública, ley de quiebras...). Pero, además, la ausencia de una independencia plena (política y económica) de la justicia formal (poder judicial) respecto de los otros poderes políticos, tal como lo establece el contrato constitucional, genera una desconfianza sistémica en la capacidad de la justicia formal para asegurar el cumplimiento de los contratos. Esto es particularmente sensible en el caso de los activos financieros, más vulnerables que los activos físicos a esta disfuncionalidad de la justicia formal. Para clarificar este punto recorro a la distinción formal entre activos tangibles e intangibles que encontramos en la clásica obra ya citada de Fabozzi: “un activo tangible es aquel cuyo valor depende de propiedades físicas particulares, ejemplos de éstos serían edificios, terrenos o maquinaria. Los activos intangibles, por el contrario, representan obligaciones legales sobre algún beneficio futuro. Los activos financieros son activos intangibles” (1996).

El carácter contractual de los activos financieros, entonces, los hace especialmente vulnerables a este debilitamiento de los derechos de propiedad, alterando sustancialmente el proceso de ahorro e inversión. El mercado de activos financieros locales se debilita *vis-a-vis* el mercado de activos financieros externos y el mercado de activos físicos. Esto resulta en la sobrevaloración de los activos físicos (propiedad urbana y rural) respecto de los activos financieros lo-

cales, por un lado; y, por otro lado, en la búsqueda de activos financieros externos –donde los derechos de propiedad se perciben mejor custodiados– como alternativa de los activos financieros locales. El mercado local de capitales pierde relevancia tanto en la captación del ahorro doméstico como en la financiación de la inversión interna.

En segundo lugar, encuentro también que un canal menos directo pero muy influyente en el debilitamiento de los derechos de propiedad surge del mecanismo de distribución de rentas inherente al esquema de organización económica-institucional. La distribución de rentas que surge de la intervención del Estado modifica sistemáticamente los derechos de propiedad al determinar rentas en forma arbitraria y discrecional. Hay un punto en la obra citada de Rawls, al referirse a las funciones del gobierno para lograr cumplir los principios básicos de la justicia, que da soporte a esta hipótesis: “La función de asignación, por ejemplo, ha de mantener el sistema de precios factiblemente competitivos; y prevenir la formación de un mercado de poder irracional. Tal poder no existe en tanto los mercados no puedan ser más competitivos de acuerdo con las exigencias de la eficacia, de los hechos geográficos y las preferencias de los consumidores. La función de asignación está también encargada de identificar y corregir, mediante impuestos y subsidios adecuados, y cambios en la definición de los derechos de propiedad, las desviaciones más obvias de la eficacia, causadas por el error en los precios, al medir exactamente los costes y beneficios sociales”. Los defensores de la intervención del Estado encontrarán en este párrafo una justificación para la acción regulatoria del gobierno. La dificultad estriba en que se justifican cambios en la definición de los derechos de propiedad, bajo el supuesto de que el gobierno es capaz de “medir exactamente los costes y beneficios sociales”. La experiencia argentina muestra que tal supuesto es equivocado. Pero, de todos modos, más allá de las *deseconomías* externas que significan las fallas del gobierno en su intervención, lo que se desea enfatizar en este punto es la hipótesis de la impredecibilidad de los cambios en la definición de los derechos de propiedad,

habida cuenta la arbitrariedad y discrecionalidad que ha caracterizado la toma de decisiones políticas en nuestro país. La falta de “claras reglas de juego”, como se suele argumentar, deriva en que la definición de los derechos de propiedad sea no sólo inestable, sino también impredecible. Una vez más se refuerza la tendencia a la sustitución de activos físicos locales, percibidos como menos vulnerables a esta fuente de inestabilidad e imprevisión.

Cuanto mayor es esta intervención, más se aleja la organización institucional del “sistema de precios factiblemente competitivos”. Las señales o incentivos para las decisiones de inversión de las empresas resultan distorsionadas ya que las fuentes de rentabilidad presentan un sesgo hacia la capacidad de influencia en las decisiones del gobierno en desmedro de la fuentes de eficacia y eficiencia inherentes al sistema de precios competitivos. La puja distributiva se define en el campo de la influencia política, donde los derechos de propiedad son efectivamente establecidos. Siguiendo a North (op. cit.), cuando los derechos de propiedad están mal definidos o son poco efectivos: “No solamente el marco institucional tendrá altos costos de transacción, sino que la inseguridad en los derechos de propiedad dará por resultado el uso de tecnologías que emplean poco capital fijo y que no significan acuerdos de largo plazo”.

Finalmente, la inestabilidad inherente a esta forma de organización institucional aumenta los riesgos de alteraciones bruscas de las normas y derechos, tal como lo muestra la vasta experiencia argentina en materia de exacciones patrimoniales asociadas con las crisis financieras e inflacionarias de las últimas décadas. La economía argentina muestra una volatilidad muy superior al ciclo económico mundial, y aun al ciclo de los países emergentes más relevantes. Esta mayor volatilidad sin duda está asociada a una mayor volatilidad institucional. Pero, en última instancia, la volatilidad de las normas y contratos refuerza la desconfianza sistémica en la capacidad de la justicia formal de custodiar los derechos de propiedad. Las bruscas transferencias patrimoniales que se materializan en las recurrentes crisis económicas y financieras –facilitadas

por el incumplimiento sistemático de las funciones otorgadas en el contrato constitucional a instituciones como el Banco Central y el Sistema de Seguridad Social—, la falla sistemática de las organizaciones de control de las acciones del gobierno y la falta del cumplimiento efectivo de la división de poderes que surge del contrato constitucional, alimentan un proceso de desconfianza sistémica en los derechos de propiedad de nuestro país. Esta desconfianza, una vez más, impacta más negativamente en los activos financieros, dada la naturaleza esencialmente contractual de su existencia, mientras que los activos físicos mantienen un valor de custodia menos vulnerable a la debilidad de los contratos inherente al esquema de organización institucional.

b. Menor transparencia de las transacciones

El esquema de organización económica institucional descrito, deriva también en una ausencia sistémica de la transparencia que exige la oferta pública de títulos valores y, por lo tanto, el desarrollo de los mercados financieros.

Resulta ilustrativo citar a Hayek (1945) para reforzar esta hipótesis: “Toda la organización del mercado tiene por finalidad la difusión de la información sobre la cual el comprador habrá de tomar su decisión”. Precisamente, el objetivo primordial de la legislación sobre oferta pública de títulos valores (activos financieros) es facilitar el proceso de difusión de la mayor y mejor información posible sobre la realidad económica y financiera de las empresas que desean cotizar su capital o deuda en el mercado de capitales. De nuevo con Hayek, “La competencia es, en esencia, un proceso de formación de opinión: al difundir información brinda al sistema económico esa unidad y coherencia que presuponemos cuando lo imaginamos como un mercado único”.

Puestas las cosas así, resulta claro que el esquema de organización económica institucional que deriva en el crecimiento de las transacciones de la organización corporativa y la organización informal, resulta necesariamente en la ausencia sistemática de transparencia en el mercado. La separación entre legalidad y legitimidad resulta crucial

en este proceso. Al separarse esta distinción respecto de la que surge del contrato constitucional original, es natural que deban ocultarse del acceso al público aquellas transacciones que aún siendo legítimas, resultan ilegales. El mercado de trabajo informal es quizá la manifestación más perceptible. La presencia de elevados niveles de incumplimiento de las normas y regulaciones laborales y previsionales se convierte en un obstáculo directo para cumplir con los requisitos de información y transparencia que exige la cotización pública de títulos valores (activos financieros). Pero, quizá más importante aún, la naturaleza misma de las transacciones de la organización corporativa, signadas por el intercambio de influencias, resulta un obstáculo directo para su difusión. En este caso la diferencia entre legalidad y legitimidad sugiere la existencia de transacciones que pueden derivar en actividades consideradas ilegítimas en el contrato constitucional original. Así, a diferencia de la organización individual y los mercados competitivos, las organizaciones corporativa e informal exigen un velo de información sobre sus transacciones.

Naturalmente, las hipótesis planteadas ameritan una discusión más profunda, pero creo que el intercambio de información entre la experiencia económica y financiera y el debate económico de la economía institucional señalan una dirección de análisis muy concreta sobre el impacto de la organización económica institucional y sobre las limitaciones al desarrollo de mercado local de capitales, a través del impacto en el debilitamiento de los derechos de propiedad, el aumento en los costos de transacción y las asimetrías en la información.

2. Propiedad del capital y gobierno de las empresas

Vale recordar que en el trabajo citado sobre el desarrollo del mercado bursátil en nuestro país, una de las resistencias reconocida por las empresas locales a abrir su capital era generada por el temor a la pérdida del control de las firmas. Y esta resistencia se constituía en uno de los limitantes cruciales para el desarrollo del mercado local de capitales, por el lado de la oferta de títulos valores.

En este contexto, resulta muy ilustrativo el enfoque de la historia de los negocios (*business history*) a través de la lectura del trabajo de Collí, Fernández Pérez y Rose (2003). Estas autoras exploran los determinantes fundamentales del modelo de gestión y propiedad de las empresas a través del análisis de la experiencia histórica de tres países: Gran Bretaña, España e Italia. La elección de estos países apunta a uno de los objetivos centrales del trabajo, que es rebatir el argumento según el cual las diferencias en los valores y en los valores religiosos han determinado las diferencias entre los modelos de propiedad y gobierno de las empresas del norte y sur de Europa. El trabajo apunta a demostrar que son más bien los contextos económico e institucional –y más específicamente el rol del estado y la legislación– los determinantes del modelo.

La explicación de este comportamiento, según las autoras, radica precisamente en el rol decisivo del entorno económico. La empresa familiar ha sido usualmente considerada como una respuesta versátil y exitosa a las fallas del mercado durante las primeras etapas del proceso de industrialización, o sea, durante los siglos XVIII y XIX, señalan las autoras. Y, por ello, sostienen que las empresas familiares tuvieron un rol determinante en el proceso de industrialización de los tres países. “La evolución de las empresas familiares en la última parte del siglo XVIII y comienzos del siglo XIX en Europa fue inseparable de la profunda incertidumbre económica, del marco institucional y de las actitudes hacia la familia y la cultura de la comunidad local de negocios”. En el contexto de elevada incertidumbre reinante, la familia se constituyó en una red de confianza y valores compartidos; y la empresa familiar se convirtió en una institución, en el marco de una sociedad caracterizada por la vida en pequeñas comunidades locales.

Esta influencia del contexto de incertidumbre puede ayudar a explicar las similitudes en la evolución de los tres países en los siglos XVIII y XIX, a pesar de las diferencias temporales con que los tres países iniciaron el proceso de formalización de las reglas y normas para el desarrollo de las sociedades. Así, las autoras señalan que en

Gran Bretaña, que sancionó la Ley de Sociedades en 1720, sólo en la década de 1880 el modelo societario ganó una aceptación más generalizada y aun en ese momento sólo una pequeña proporción de las empresas había abierto su capital. Y la razón fundamental de tal demora o divergencia vuelve a estar en la incertidumbre del contexto económico.

Esta relación entre incertidumbre y modelo de propiedad y gestión de las empresas, brinda, a mi juicio, un argumento muy importante para analizar el comportamiento de las empresas argentinas, habida cuenta de la incertidumbre sistémica de nuestro contexto económico signado por una elevadísima volatilidad e inestabilidad económica, política y financiera. La experiencia histórica argentina muestra efectivamente una creciente tendencia al capitalismo familiar a medida que el contexto económico institucional iba resultando crecientemente incierto e inestable, por ejemplo, al considerar el número de empresas con cotización pública en el mercado de valores que mostró una tendencia secular decreciente desde los sesenta hasta mediados de los noventa. En la misma dirección, cabe señalar la tendencia también decreciente del nivel de flotación del capital de las empresas con capital abierto al mercado. Es decir, la convivencia de empresas con capital abierto pero mayoritario control de los accionistas familiares, que reducen el volumen flotante del capital. Se configura entonces un mercado de capitales pequeño y de reducida liquidez.

Los comentarios precedentes facilitan la comprensión de la experiencia argentina, ya que ponen de manifiesto la relevancia de los factores políticos e institucionales en el desarrollo del mercado de capitales. Especialmente, la incertidumbre que genera una elevada volatilidad económica, la inestabilidad inherente al marco institucional, los lazos entre el estado y los grupos familiares empresarios, y aun el legado histórico y cultural, inducen a un modelo de propiedad y gestión de las empresas más asociado al descrito como capitalismo familiar vigente en España e Italia, que al modelo de capitalismo corporativo o financiero vigente en Gran Bretaña.

V. Conclusiones

Aspiro a que hayan quedado suficientemente en claro las implicancias económicas y sociales de la falta de un mercado de capitales más desarrollado. Me permito enfatizar que la ausencia de un mercado de capitales local más desarrollado se constituye en un obstáculo muy serio para alcanzar un crecimiento económico sostenido, condición necesaria para mejorar las condiciones sociales de nuestro país. Las investigaciones sociales percibieron en los noventa, que la volatilidad de la macroeconomía era un factor preponderante en el aumento en los niveles de pobreza. Para una explicación más detallada sobre esta relación consultar la obra editada por Cáritas Argentina (1999). A su vez, una lectura actualizada de las condiciones sociales se puede hacer a través del Barómetro Social de la Universidad Católica Argentina (2008). Desde el punto de vista económico, la ausencia de un mercado local de capitales representa una seria vulnerabilidad para enfrentar la volatilidad de los flujos internacionales de capital y las propias limitaciones de los mercados de capitales más desarrollados, tal como la actual crisis financiera originada en el mercado hipotecario de los Estados Unidos está poniendo al descubierto.

La revisión de la experiencia histórica de nuestro país y el debate académico contemporáneo manifiesta la conexión entre el diseño institucional y los valores culturales de la sociedad con el desarrollo del mercado de capitales. Esto tiene implicancias muy directas en el diseño de las respuestas políticas. No alcanza con lograr un equilibrio macroeconómico (inflación reducida y crecimiento elevado), para lograr el desarrollo, si no se trabaja sobre el fortalecimiento de las vulnerabilidades estructurales. Y esto exige una política de largo aliento, basada en un profundo consenso político y social que garantice en el tiempo un mayor respeto de los derechos de propiedad y una preocupación sistemática por lograr reducir los costos de transacción y las asimetrías en la información. Pasar del crecimiento al desarrollo, exige, entonces, fortalecer las bases sobre las que descansa el desarrollo de mercados financieros locales que incluye

tanto al sistema bancario como al mercado de capitales. Y esto implica aceptar que es necesario modificar el diseño de la organización económica institucional de nuestro país, de manera tal que el funcionamiento de las instituciones refleje fidedignamente la letra y el espíritu del contrato social que nos rige como nación.

Sin duda, hacen falta nuevas exploraciones para encontrar respuestas más focalizadas. Aspiro a que este artículo contribuya a estimular un debate más exhaustivo. En este sentido, me es grato resaltar el estimulante ámbito académico del programa de Doctorado de la Universidad Católica Argentina, en donde las lecturas y discusiones de seminarios como los de Filosofía Económica y Economía Institucional, resultaron una contribución fundamental en la búsqueda de las explicaciones y respuestas que aquí se han ensayado.

Referencias bibliográficas

- Cáritas Argentina (1999), *Pobreza, desigualdad y exclusión social en la Argentina*, Editorial Bonum, Buenos Aires.
- Colli, A., Fernández Pérez, P. y Rose, M. B. (2003), "National Determinants of Family Firm Development. Family Firms in Britain, Spain and Italy in the Nineteenth and Twentieth Centuries", Business History Conference, 2003.
- de la Torre, A., Cozzi, J. C. y Schmukler, S. L. (2006), "Capital Market Development: Whiter Latin America?" World Bank, 21, March 2006.
- Fabozzi, F. J., Modigliani, F. M. y Ferri, G. (1996), *Mercados e Instituciones Financieras*, Pearson-Prentice Hall, México D.F.
- Guissarri, A. (1989), *La Argentina Informal. Realidad de la vida económica*, Emecé Editores, Buenos Aires.
- Hasse, R. H., Schneider, H. y Weigelt, K. (ed.) (2008), *Diccionario de Economía Social de Mercado*, Konrad-Adenauer-Stiftung, Buenos Aires.
- Hayek, F. (1946), "El Significado de la Competencia", en este ensayo se reproduce la esencia de a "Standfford Little Lecture", conferencia dictada en la Universidad de Princeton el 20 de mayo de 1946.

- International Monetary Fund (2002), *Three Essays on How Financial Markets affect Real Economy*, World Economic Outlook, Abril 2002.
- International Monetary Fund (2003), *Local securities and derivatives markets in Emerging markets: Selected Policy Issues*, Global Financial Stability Report, Capítulo 4, Marzo 2003.
- International Monetary Fund (2007), *The Quality of Domestic Financial Markets and Capital Outflows*. Global Financial Stability Report, Capítulo 5, Octubre 2007.
- Lanas de la Serna & Asociados (1986), *Diagnóstico y Propuestas para Mejorar el Mercado Bursátil*, Agosto 1986, Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- North, D. C. (1995), *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- Rawls, J. (1971), *A Theory of Justice*, Harvard University Press, Cambridge.
- Resico, M. (2002), "Crisis en la Nueva Economía", *Valores*, n° 55, Año XIX, Diciembre 2002.
- Universidad Católica Argentina (2008), *Observatorio Deuda Social Argentina. Índices de Desarrollo Humano y Social: 2004-2007*, n° 4, Año 2008.

¹ *Diagnóstico y Propuestas para Mejorar el Mercado Bursátil*. Lanás de la Serna & Asociados. Agosto 1986. Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

² *The Quality of Domestic Financial Markets and Capital Outflows*. Shinobu Nakagawa y L. Effie Psalida. Global Financial Stability Report, capítulo cinco. Fondo Monetario Internacional, Octubre 2007.