

Dapena, José Pablo

**Working Paper**

## Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina

Serie Documentos de Trabajo, No. 393

**Provided in Cooperation with:**

University of CEMA, Buenos Aires

*Suggested Citation:* Dapena, José Pablo (2009) : Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina, Serie Documentos de Trabajo, No. 393, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/84504>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**Buenos Aires**  
**Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Economía y Finanzas**

**ROL DEL MERCADO DE CAPITALES EN  
EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA:  
LITERATURA Y EVIDENCIA PARA  
ARGENTINA**

**José Pablo Dapena**

**Marzo 2009**  
**Nro. 393**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)**  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>

# **ROL DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMIA: LITERATURA Y EVIDENCIA PARA ARGENTINA**

**José Pablo Dapena**  
**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**2009**

*“La contribución de los mercados financieros al crecimiento económico es una proposición demasiado obvia para ser considerada en discusión seria ...”*

Merton Miller, Premio Nobel 1990

## **Resumen**

Los modelos económicos que analizan el crecimiento hacen un fuerte hincapié en el efecto positivo de la acumulación del capital sobre el desarrollo de las economías. Para ello, deben existir mercados de capitales desarrollados que canalicen adecuadamente los ahorros hacia la inversión. Los enfoques de análisis del crecimiento económico más recientes incorporan en su desarrollo aspectos institucionales y de infraestructura de incentivos a través de la normativa vigente, relevantes para explicar el desarrollo de los mercados, la acumulación del capital y -por extensión- el crecimiento. Mercados de capitales poco desarrollados, con problemas de información y -sobre todo- con baja liquidez, pueden originar menor acumulación de capital y menor crecimiento económico. Este efecto está medido en el trabajo, de donde surge que si la liquidez en el mercado de acciones en Argentina fuese equiparable a la media de un conjunto de países latinoamericanos, la tasa de crecimiento del Producto Bruto podría incrementarse entre un punto y un punto y medio por año, con el consiguiente efecto en la creación de empleo, en el aumento de la recaudación impositiva y en el bienestar de la población. Ello requiere de los incentivos adecuados para la cotización pública y la comercialización de acciones de empresas.

**JEL:** N2, O1, G00.

**Palabras claves:** Mercado de capitales, liquidez, asimetría de información, costos de transacción, crecimiento económico.

---

\* Este trabajo ha sido preparado a instancias de un proceso de investigación llevado adelante por la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires para difundir el efecto del mercado de capitales sobre la economía. Vale el agradecimiento especial a dicha Fundación. Todos los errores son de mi responsabilidad. Las opiniones vertidas en el presente no reflejan necesariamente las de ninguna institución participante

## Introducción

Hernando de Soto sostiene<sup>1</sup> que, en latín medieval, el término “capital” significaba *cabeza de ganado*. El autor interpreta esta acepción en el sentido de que el ganado no solamente posee valor por el producto intrínseco que del mismo se obtiene, sino también por su capacidad para transformarse en más ganado; argumento que permite capturar el concepto de “capital” no sólo por su dimensión física sino además por su potencial como generador de crecimiento. Es entonces comprensible que, en los distintos modelos de crecimiento, el capital sea considerado como una variable relevante, ya que el instrumental analítico para modelizar la teoría del crecimiento económico ha utilizado cuatro variables: “output” o *producto*, que depende de “capital”, “trabajo” y “tecnología”. Aunque no sea la única noción determinante, la acumulación de capital contribuye a explicar las tasas de crecimiento de las economías en dichos análisis. Los modelos analíticos utilizados en la teoría del crecimiento han ido evolucionando, pero el influjo del capital no ha perdido relevancia: dicho concepto ha sido incluso revisado, con el objeto de revelar en él nuevas dimensiones, a través de sus efectos sobre el resto de la economía por potenciales externalidades positivas que pudiera ocasionar.

*“El proceso de formación del capital requiere de vasos comunicantes entre el ahorro y la inversión. Dicho proceso es facilitado a través del mercado de capitales.”*

Es entonces el propósito del presente trabajo analizar el rol que cumple el capital en el crecimiento, el proceso de formación de capital a través de mercados bien establecidos, los problemas que pueden surgir, y el efecto que pueden tener estos problemas en el crecimiento.

## Mercado de Capitales, Ahorro e inversión<sup>2</sup>

Hemos expuesto que, merced a la utilización de distintos recursos entre los que se encuentra el capital, la economía genera un producto bruto agregado. La variable de flujo que incrementa el stock de capital por unidad de tiempo es la inversión, que debe ser financiada a través de los ahorros. De allí que la estructura de financiamiento macroeconómica relacione los orígenes de fondos en la economía, en la forma de ahorros con sus aplicaciones hacia la inversión, de la siguiente manera:

$$\text{Inversión} = \text{Incremento del Stock de Capital} \equiv \text{Ahorro Agregado}$$

...Por unidad de tiempo. Ya sea interno (por reinversión de ahorros propios) o bien externo (por obtención de ahorros de terceros), dicho proceso de canalización de ahorros hacia la inversión se produce, en gran medida, a través del mercado de capitales. En una economía abierta con sector Gobierno y con movimiento de capitales, el nivel de ahorro

---

<sup>1</sup> Hernando de Soto (2002) en “El Misterio del Capital”,

<sup>2</sup> Para un análisis detallado véase Dapena (2004).

interno privado (origen de los recursos) puede diferir de los niveles de inversión privada (aplicaciones), porque existe la posibilidad de transferir ahorros al exterior o tomar ahorros desde el exterior; y porque el sector Gobierno puede influir en la misma con su nivel de ahorro-*desahorro*. Este esquema permite definir los tres sectores que pueden producir ahorro dentro de una economía y contribuir a financiar la acumulación de capital:

- las familias y las empresas (ahorro privado)
- el sector Gobierno en su conjunto (ahorro del Gobierno)
- las familias, empresas, instituciones y gobiernos externos (ingreso de capitales)

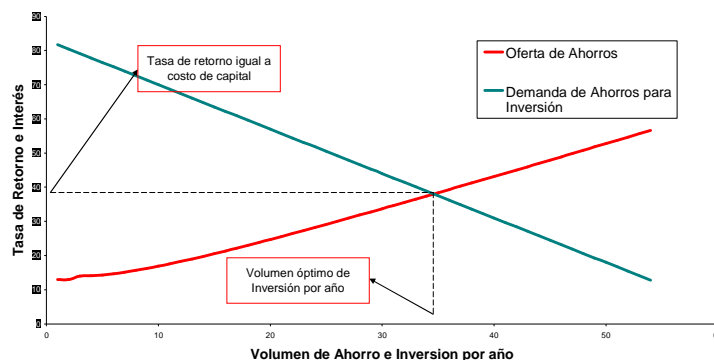
...De donde puede plantearse la siguiente relación dinámica real de financiamiento agregado en términos de orígenes y aplicaciones de recursos:

$$\text{Inversión} \equiv \text{Ahorro privado} + \text{Ahorro del Gobierno} + \text{Ahorro Externo}$$

Esta relación actúa como una identidad y, en términos de flujos, resume los orígenes y aplicaciones de recursos en la economía.

De lo expuesto encontramos que la inversión (variable de flujo asociada al stock de capital) necesita financiarse a través de los ahorros, internos o externos, por medio del mercado de capitales. Podremos convenir entonces que la demanda está dada por quienes tienen alternativas o planes de inversión. Asimismo, estaremos de acuerdo en que la tasa de retorno de la inversión es la variable que representa al precio en este mercado; en tanto que la oferta de ahorros está dada por agentes que buscan colocar fondos excedentes, cuyo precio a cobrar es la tasa de costo del capital. En condiciones de eficiencia, en un mercado competitivo y completo, el retorno de los proyectos (ajustado por riesgo, si fuera necesario) debe ser igual en el agregado al costo del capital, con lo cual se logra el volumen máximo de inversión, canalización de ahorros, excedente del consumidor y del productor y de acumulación de stock de capital por unidad de tiempo. El siguiente gráfico permite observar ese fenómeno, donde la inversión es máxima por unidad de tiempo, y todas las alternativas de inversión susceptibles de ser financiadas son agotadas:

**Gráfico 1 Mercado de Capitales para el Ahorro y la Inversión**



El financiamiento de la inversión puede producirse al utilizar dos tipos elementales de contratos de transferencia de recursos (que luego se pueden combinar en elementos más sofisticados):

- contratos de deuda
- contratos de participación en el capital o acciones

...Que, a través de su instrumentación, permiten canalizar los recursos de ahorro hacia sus aplicaciones en inversión; lo que puede expresarse como:

Inversión

- ≡ Ahorro privado + Ahorro del Gobierno + Ahorro Externo
- = Emisión de Deuda + Emisión de Acciones o Reinversión de Ganancias

...Donde el contrato de acciones incluye tanto oferta de nuevas acciones como reinversión de ganancias. En el caso de que existieran ineficiencias o imperfecciones en los mercados de capitales, el volumen de ahorro volcado hacia la inversión sería entonces menor al óptimo, ya que dichas anomalías impedirían a un oferente de ahorros ponerse en contacto con un demandante de ahorros en condiciones de eficiencia. Así, el nivel de inversión por unidad de tiempo resultaría menor al que habría podido obtenerse; en consecuencia, el stock de capital -y, por ende, el crecimiento- se produciría de manera más acotada. Estas imperfecciones, generadas principalmente por asimetrías informativas y costos de transacción, se tratarán más adelante.

### **Breve reseña histórica de los mercados financieros**

Allen y Gale (1988) exponen que el proceso de intermediación financiera se remonta a las civilizaciones antiguas: de hecho, miles de años antes de Cristo, en el Valle de la Mesopotamia (Babilonia y Asiria) habrían existido al menos dos firmas financieras. Sin embargo, los contratos financieros volvieron a un estado primitivo durante la Edad Media. Los instrumentos de participación en el capital (*equities*) y de deuda (*bonds*) fueron desarrollados en el siglo XVI. Las principales características de ambas herramientas de financiamiento están dadas porque los instrumentos de deuda tienen un compromiso de pago especificado en el interés (renta fija), mientras que los de capital no lo poseen (renta variable). Por otro lado, la deuda tiene un compromiso de devolución del capital en un plazo determinado, mientras que -en general- los instrumentos de capital no, pues participan de ganancias y de pérdidas. Asimismo, usualmente los instrumentos de deuda tienen privilegio de cobro por sobre los de capital; es decir que, para acceder al retorno de su inversión, los tenedores de instrumentos de capital deben cancelar en tiempo y forma sus obligaciones con los tenedores de deuda. La primera empresa en emitir acciones (*joint stock company*) de manera pública, de la que se tenga referencia, fue la Russia Company, fundada en 1533; mientras que el primer bono “verdadero” fue el Grand Parti, emitido por el Gobierno francés en 1555 -también de acuerdo con Allen y Gale-. Posteriormente surgieron títulos convertibles y acciones preferidas: estas últimas fueron populares debido a la regulación que limitaba los préstamos a las firmas a un tercio o menos de su capital suscrito. En la medida que las firmas de capital conjunto (*joint stock*) crecieron, las emisiones de acciones hicieron lo propio, de manera que también las empresas comenzaron a emitir

bonos. Al cabo, el total de títulos en plaza se incrementó notoriamente, lo que dio lugar a un considerable mercado secundario de dichos bonos en ciudades tales como Antwerp y Amsterdam. La capital de Holanda, particularmente, comenzó a organizarse como una metrópoli de mercados financieros, y en 1611 se abrió allí la Bolsa de Amsterdam. Esta plaza bursátil fue la más importante hasta que tomaron su lugar la de Londres y, posteriormente, la de Nueva York. Pese a que la Bolsa de Londres había sido fundada con anterioridad por Thomas Gresham, en 1570, el edificio habilitado para su propósito específico no fue abierto sino hasta 1802; durante esa transición, el intercambio de valores se realizaba en casas de café. Por su parte, la New York Stock and Exchange Board -precursora del New York Stock Exchange- fue fundada en 1817; antes de esa fecha, las transacciones se realizaban en la calle (“the street”). En el ámbito local, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue fundada en 1854.

*“De acuerdo con lo que sostienen Allen y Gale, el desarrollo de mercados secundarios dio lugar a prácticas de comercialización más sofisticadas que, a su vez, generaron el espacio para innovaciones financieras.”*

En el comienzo del siglo XVIII, la operatoria de los mercados europeos fue interrumpida por episodios de especulación que dieron lugar a burbujas en los precios de los activos financieros. Exponen los autores que el desarrollo del mercado de títulos estadounidense fue impulsado por la activa comercialización de bonos utilizados para financiar la Guerra Civil, y por las vastas necesidades de fondos que demandaban las empresas ferroviarias para financiar sus emprendimientos. Posteriormente, los mercados evolucionaron y dieron lugar a instrumentos tales como futuros y opciones.

### **Revisión de los determinantes del crecimiento económico**

Hemos introducido en este trabajo el hecho de que el proceso de inversión, su financiamiento e intermediación, la acumulación de capital y el crecimiento económico, se encuentran relacionados entre sí. En la presente sección revisaremos las distintas teorías que proporcionan elementos de explicación del crecimiento económico. Las diferencias entre los niveles de producto -y por ende de renta- según los distintos países a lo largo del tiempo, tienen consecuencias directas en el bienestar de los habitantes de cada una de las economías nacionales, y contribuyen a explicar la diversidad en educación, alimentación, esperanza de vida, etcétera. Tal y como cita Romer (2006) a Lucas (1988), “cuando uno comienza a pensar (*en el crecimiento económico*), le resulta difícil pensar en otra cosa”.

*“Los grandes economistas, tales como Smith e incluso Marx, consideraban al capital como el motor de la economía del mercado y del crecimiento.”*

Es entonces natural que las teorías que analizan el crecimiento y desarrollo de las economías tomen esta variable como un elemento fundamental para explicar el desenvolvimiento de dichas economías. En tal sentido, el modelo pionero es de Solow (1956), según el cual la variable de producto es una función de tres componentes: capital, trabajo y tecnología; y la producción se asigna al consumo o a la inversión, de modo que esta última resulta igual al ahorro y se encuentra determinada de manera exógena al modelo. En dicho modelo se identifican dos variables que permiten explicar el incremento en el producto o renta per cápita: las diferencias en el stock de capital por trabajador, y las diferencias en la tecnología o eficacia en el trabajo. En el modelo de Solow, la tasa de crecimiento de la economía queda determinada por la tasa de acumulación de capital por trabajador; a su vez, esta última queda determinada por la tasa de ahorro, según la cual mayores niveles de ahorro conducen a un mayor nivel de inversión e incrementan el crecimiento per cápita en el largo plazo. Romer hace algunos supuestos numéricos para el modelo de Solow, y observa que los efectos de un incremento sustancial en la tasa de ahorro serían relativamente modestos y tardarían mucho tiempo en producirse si el modelo fuese correcto. Asimismo, del modelo de Solow surge que las diferencias en capital físico no son suficientes para explicar las diferencias en el crecimiento, ya que según Romer las diferencias en capital físico por trabajador debieran ser mucho mayores que las observadas para explicar las diferencias en los niveles de renta exhibidos por las economías. Trabajos posteriores basados en la contabilidad del crecimiento, tales como el de Young (1995) citado por Romer, manifiestan que gran parte del desarrollo observado en las economías del Este asiático se ha basado en elevados niveles de inversión, mayor participación de la fuerza de trabajo y mejor calidad de capital humano. Si el modelo de Solow estuviese completo, entre las predicciones veríamos que los países más pobres debieran darle alcance a los más ricos, ya que los primeros poseen tasas de rendimiento del capital superiores (debido a los rendimientos decrecientes del mismo) que llevarían a hacer crecer el stock de capital de manera más acelerada, con el consiguiente desplazamiento de capital hacia dicha zonas. Esto objetaría la hipótesis ensayada en el modelo de Solow, según la cual el incremento en la tasa de ahorro conduce a mayor inversión, ya que con flujo irrestricto de capitales el país que más ahorra no debiera ser necesariamente el que más invierte. Sin embargo, la evidencia empírica (Feldstein y Horioka 1980) muestra que las tasas de ahorro y las de inversión de las economías, al encontrarse fuertemente correlacionadas, dan lugar a lo que se conoce como “sesgo doméstico”, quizás debido a que en los hechos el capital no puede fluir como lo requeriría el modelo. Barro, Mankiw y Sala-i-Martin (1995) acuden a consideraciones de tipo impositivo para explicar dicho sesgo, según el cual altos impuestos pueden afectar ambas variables de manera similar, o a argumentos vinculados con tasas de descuento en la población, que favorecen tanto al ahorro como a la inversión. A los efectos de explicar el sesgo, también puede colegirse que los Gobiernos toman medidas para que el ahorro no difiera de manera significativa de la inversión (y que, por ende, los saldos de cuenta corriente no sean continuamente desequilibrados).



***“En consecuencia, a partir del modelo de Solow podemos aseverar que la acumulación de capital es un factor relevante al momento de explicar el crecimiento...”***

...Que existe correlación entre la tasa de ahorro y la tasa de inversión en el largo plazo, y que hay elementos adicionales que pueden explicar el crecimiento -y que no han sido capturados por dicho modelo-. Sin embargo, allí la tasa de ahorro es exógena y no existen consideraciones respecto del bienestar: cuestión relevante para determinar si las políticas son apropiadas o no. Por ello, posteriormente surgen modelos en los cuales el ahorro queda determinado en función de lograr el máximo de bienestar, a partir de esquemas de horizonte de vida infinita como el de Ramsey (1928) o de generaciones solapadas como el de Diamond (1965). Entre sus beneficios, estos esquemas permiten afirmar que las conclusiones del modelo de Solow no dependen de su hipótesis sobre la tasa de ahorro, e incorporan el bienestar como objetivo a perseguir. Al convertir el ahorro en una variable endógena determinada a partir del grado de “impaciencia” (tasa subjetiva de descuento de la población), el crecimiento de largo plazo queda sustentado por dicho grado de impaciencia de la población y por el aumento en la productividad del trabajo. En estos modelos, la tasa de ahorro queda determinada por la diferencia entre los stocks de capital existente y de capital de largo plazo per capita. Mientras mayor sea la diferencia, mayor será la tasa de ahorro y más rápido crecerán las economías; en tanto que la tasa de ahorro tenderá a disminuir a medida que la economía se acerque al stock óptimo de capital de largo plazo (*“modified golden rule”*). En cuanto a los determinantes de la tasa de crecimiento en el largo plazo, las propiedades de estos modelos son similares a las del modelo de Solow, sin embargo, varían en el proceso de ajuste en el corto plazo. Del análisis se desprende que la tasa de ahorro es relevante en el proceso de formación de capital a través de la inversión, que a su vez incide en las perspectivas de crecimiento de largo plazo de una economía.

Nos encontramos analizando cómo los mercados financieros son relevantes para conectar el ahorro con la inversión, que a su vez permite el proceso de acumulación de capital y el crecimiento económico; no obstante, poca atención se ha prestado a los aspectos de cómo se desarrollan los mismos. En este sentido, se puede introducir el aporte del economista Douglass North (1981), quien sostiene...

***“...que los economistas neoclásicos se han focalizado en observar cómo operan los mercados, sin prestar atención a cómo se desarrollan los mismos.....”***

...Respecto de dos variables fundamentales: las instituciones y el tiempo. Por ello, si se trata de prescribir políticas adecuadas para economías emergentes, resulta primordial prestar atención a cómo se desarrollan los mercados en cada caso. En ese sentido, North sostiene que la estructura de incentivos surgida de las instituciones determina el grado de inversión social en dichos factores (definidas las “instituciones” de acuerdo con la estructura de incentivos de una sociedad, y consideradas fundamentales para el desarrollo económico). A la hora de interpretar estas palabras, debemos entender que si los mercados de capitales representan un elemento indispensable para el desempeño

económico, los mismos deben existir y contar con las instituciones que den lugar a los incentivos adecuados para quienes participan de los mismos<sup>3</sup>. En dicho sentido, North sostiene que:

***“Si la estructura de incentivos premia la piratería, surgirán organizaciones piratas, mientras que si las mismas premian a las organizaciones productivas, éstas serán las que surjan y prevalezcan...”***

Entendido en su concepto puro, el mercado de capitales debiera estar compuesto de instituciones que dieran lugar a formas de organización productiva, con recursos de ahorros dirigidos hacia la inversión genuina y rentable. Bajo este enfoque, la condición de eficiencia en el mercado se obtiene cuando las negociaciones están eximidas de costos de transacción; cuando, en cambio, las mismas conllevan un costo<sup>4</sup> -o son influidas por información asimétrica-, la eficiencia no se alcanza y los volúmenes de inversión y de ahorro quedan por debajo de los que podrían lograrse. Desde la óptica de North, desarrollar el mercado (y, en este caso particular, el mercado de capitales) a través de instituciones apropiadas, debiera conducir a la merma de los costos de transacción y de las asimetrías de información, al incremento de la inversión y, por ende, a facilitar el crecimiento de la economía.

Es por ello que los modelos de crecimiento más recientes incorporan estos elementos de análisis para explicar lo que le permite a una economía lograr una tasa más acelerada de desarrollo. Los modelos de crecimiento expuestos no pueden explicar una gran parte del crecimiento económico sólo a partir del proceso de acumulación de capital, aún cuando ésta sea una condición necesaria; por ello, modelos más sofisticados relacionan el proceso de acumulación de capital con la acumulación de conocimientos, la innovación, la investigación y el desarrollo del capital humano. Los modelos de crecimiento más avanzados buscan complementar la explicación de acumulación de capital con peculiaridades institucionales de las economías, tales como las surgidas de la incorporación del concepto de *infraestructuras sociales* (muy similar, podría decirse, al enfoque desarrollado por North). Por su parte, Hall y Jones (1999) -citados por Romer- entienden a las infraestructuras sociales como “las instituciones y políticas que buscan igualar el rendimiento privado y social de las actividades”. En dicho sentido, el delito, los impuestos, y las externalidades pueden hacer que el rendimiento social de una actividad económica difiera del rendimiento privado. Asimismo, actividades de búsqueda de rentas (*“rent seeking”*) o de desvío de recursos de una actividad a otra (como en los casos de corrupción o sobornos, o de tráfico de influencias o sistemas judiciales), que permiten demandas caprichosas, tienen (a diferencia de la producción de rentas) un rendimiento social de cero, por lo que se vuelven socialmente ineficientes. Romer agrupa a la infraestructura social en tres categorías: la primera, vinculada con aspectos de la política fiscal e impositiva de los gobiernos, según la cual pueden darse búsqueda de rentas a partir de la evasión y de la economía en negro; la segunda, referida al entorno donde los participantes toman sus decisiones (habida cuenta de que un entorno con reglas de juego impredecibles resulta poco propenso a generar los incentivos adecuados para la inversión); la tercera, que conforma la infraestructura

---

<sup>3</sup> En tal sentido, las instituciones (del mercado de capitales, en este caso) son imposiciones de tipo formal o informal, creadas por los humanos, que estructuran y limitan las interacciones de los mismos.

<sup>4</sup> Según su enfoque, los costos de transacción surgen de: - especificar los bienes y/o servicios que se están intercambiando; - hacer valer los acuerdos consiguientes.

social, está dada por aquellas actividades de búsqueda de rentas en las que participa el propio Gobierno a través de funcionarios corruptos, expropiaciones incorrectas, tráfico de influencias o sobornos. Esta infraestructura social completa el análisis en los modelos de crecimiento a partir de la generación de condiciones apropiadas para el proceso de acumulación del capital, y es objeto de una renovada atención por parte de los teóricos del crecimiento económico. Romer cita a Hall y Jones, quienes sugieren que la infraestructura social tiende a explicar una parte sustancial de las diferencias de crecimiento en los países considerados. A efectos de analizar qué determina la infraestructura social podemos vincular entre sí los enfoques de Romer y de North, para proponer que la estructura de incentivos es relevante; sobre todo, aquellos incentivos que animan a quienes detentan el poder en un momento dado (sujetos que pueden beneficiarse del sistema y que, en consecuencia, quizás carezcan de interés en generar cambios para mantener la continuidad del mismo). Romer identifica un segundo grupo bajo el rótulo de la cultura, mientras que un tercer grupo determinante surge de las creencias que poseen los habitantes sobre cuáles son las políticas e instituciones con mayor capacidad de impulsar el desarrollo económico. Con el objeto de precisar la hipótesis acerca del rol de la infraestructura social en el funcionamiento de las economías, Romer identifica aspectos concretos tales como la protección de los derechos de propiedad, la estabilidad política o los entornos favorables al comercio. En tal sentido, un factor elocuente -y relevante para el presente trabajo- está representado en la noción de que la acumulación de capital puede dar lugar a externalidades positivas para la economía, lo que ayuda a explicar diferencias en el desempeño de las mismas. Estos efectos positivos pueden surgir porque las inversiones en capital físico incrementan el desarrollo del capital humano y favorecen así la innovación tecnológica, generación mediante de beneficios que afectan a toda la población. Desde esta óptica, aún cuando las diferencias en el stock de capital no sean suficientes para explicar por sí mismas el desarrollo económico (como ya fue sugerido), las externalidades que puede provocar el capital serían significativas y complementarían la evidencia empírica. De acuerdo con Romer, este enfoque implicaría que:

*“...Los factores clave que determinan las diferencias en el producto de las economías son aquéllos que incrementan o favorecen el proceso de acumulación de capital, para lo cual la existencia de un mercado desarrollado de capitales (en el sentido de North) es casi indispensable...”*

La interrelación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de una economía ha sido, y es, objeto de estudio. Entre los trabajos más relevantes se encuentran los de Levine (1997), Miller (1998), y Rajan y Zingales (1998), que en general proponen y encuentran evidencia de una relación positiva entre el grado de desarrollo del sistema de intermediación financiera y el crecimiento de la economía. Uno de los trabajos pioneros en este tipo de medición es el de Levine y Zerbos (1998), que desarrollaremos mas adelante.

## El impacto de la Asimetría de Información en el Crecimiento<sup>6</sup>

Cuando el *set* de información utilizado por un demandante para decidir es diferente de aquél en posesión de un oferente, existe una asimetría que puede dar lugar a ineficiencias en las asignaciones de los recursos: circunstancia que impacta sobre los mercados y genera imperfecciones en los mismos -en el sentido de Akerloff (1970)-. Con referencia al mercado de capitales, esto significa que quienes necesitan fondos para invertir (demandantes de capital) pueden tener información -relativa a la verdadera naturaleza de los proyectos de inversión- sensiblemente diferente de aquélla que poseen quienes proveen financiamiento (oferentes de capital). Esto hace difícil separar buenos de malos proyectos y, asimismo, repercute en el costo de financiamiento y en la necesidad de costos de monitoreo (los cuales impactan en el valor de mercado del capital). Stiglitz y Weiss (1981) desarrollan específicamente el enfoque de asimetría de información en el contexto de los mercados financieros...

*“Estas imperfecciones afectan principalmente al mercado primario de emisiones, es decir, donde se busca el financiamiento de la inversión a través de la colocación de acciones y/o de deuda.”*

Frente a dicha situación, Myers (1984) propone la teoría del “*pecking order*” referida a la selección de instrumentos de financiamiento: de acuerdo con esta perspectiva, ante coyunturas caracterizadas por asimetrías de información, los demandantes de capital escogen principalmente la reinversión de ganancias como instrumento de financiamiento (lo que ayuda a minimizar dicha situación de ineficiencia); en tanto, el contrato de deuda se ubica en segundo lugar como instrumento elegido para formalizar el financiamiento<sup>7</sup> frente a tales coyunturas. Esto se produce porque el contrato de deuda evita incurrir en los costos de monitoreo de la verdadera naturaleza de las inversiones. En tal caso, el contrato actúa de manera eficiente y simple: cuando no se pagan los montos comprometidos, se *gatillan* acciones legales, por lo que no es necesario monitorear al deudor en todos los estados de la naturaleza, sino sólo en aquéllos en los que éste carece de los recursos suficientes para honrar sus obligaciones (la literatura es abundante en el tratamiento del tema<sup>9</sup>). Bajo este enfoque, mercados de capitales en los que existan asimetrías informativas respecto de la verdadera naturaleza de sus participantes tendrán un desarrollo superior de la reinversión de ganancias y de la utilización de deuda como mecanismos de financiamiento. Estas asimetrías informativas pueden surgir como consecuencia del escaso desarrollo de los mercados, al existir factores de tipo estructural o institucional que hacen difícil que la información sea distribuida entre todos los participantes, que los contratos sean debidamente respetados y que, por ende, los precios reflejen la información existente. Otra explicación,

---

<sup>6</sup> Gran parte de esta sección se basa de manera casi literal en los trabajos de Dapena (2004) y Dapena y Dapena (2003)

<sup>7</sup> Rajan y Zingales (1998) elaboran una metodología ingeniosa para medir el desarrollo del sistema de intermediación financiera, al hacer distinción para las empresas entre “mercado interno de capitales” (reinversión de ganancias) y “mercado externo de capitales”.

<sup>9</sup> Ver Bebczuk (2001) o Brealey y Myers (1996).

propuesta por Jensen y Meckling (1976), plantea que pueden existir problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, o entre accionistas y la administración o "*management*" de las firmas (problemas "de principal agente" que son objeto de intenso estudio en finanzas). Bajo este enfoque, un accionista minoritario puede pensar que uno mayoritario busca quedarse con parte de sus ganancias, o hacer negocios con la firma en beneficio propio y en perjuicio de los accionistas minoritarios. En idéntico sentido influyen los problemas de principal agente entre el management, que puede utilizar el capital de la empresa en su propio beneficio, y los accionistas, que reciben los resultados de las acciones del management. En ambos casos (de problemas de agencia), el contrato de deuda haría más eficiente la gestión, al alinear los incentivos de las diferentes partes involucradas<sup>11</sup>. Situaciones de conflicto de intereses de este tipo, que hacen eficiente la utilización de instrumentos de deuda, están directamente relacionadas con un potencial marco legal débil respecto de cuestiones de gobierno corporativo y protección de accionistas minoritarios (en tal caso, incluso si dicho marco fuera fuerte en el contenido, su aplicación por parte de la Justicia podría resultar igualmente ineficaz<sup>12</sup>). Entonces, la existencia de un marco legal y de aplicación de mecanismos de gobierno corporativo y de protección a accionistas minoritarios puede citarse como un factor condicionante en el desarrollo de mercados para instrumentos de participación en el capital (*equities*).

En el marco de los elementos que pueden utilizarse para resolver problemas de asimetrías de información y sus consecuencias, se encuentran acciones de señalización que transmitan información sobre la verdadera naturaleza del prestatario. Para ser efectivas, las señales deben ser costosas para todo deudor -y más aún en el caso de los riesgosos-. Estas señales representan una solución parcial. En general, la literatura menciona dos tipos de señales principales que se pueden enviar al mercado para transmitir información sobre la verdadera naturaleza de un prestatario: las garantías y el compromiso de fondos propios. Las garantías están dadas por activos del deudor que pasan automáticamente a propiedad del acreedor en caso de que el ingreso del proyecto no permitiera re-pagar la deuda en su totalidad; en tal sentido, quien encuentra principal interés en proporcionar garantías es aquel deudor que se considera injustamente castigado por el costo del crédito. Como la garantía provee de fondos en estados desfavorables de la naturaleza al acreedor, acota la responsabilidad limitada del deudor. El aporte de fondos propios constituye otra manera de diferenciarse en el mercado, y de transmitir información sobre la verdadera naturaleza del prestatario. En términos económicos, su funcionamiento es equivalente al de las garantías, ya que provee de mayores fondos al acreedor en caso de que el ingreso no fuera suficiente para re-pagar la deuda. En su estudio de los determinantes del crédito a firmas en la Argentina, Rodríguez et.al. (2001) encuentra que el costo de crédito en el margen es menor para las firmas sólidas que ofrecen garantías, que poseen una buena historia crediticia, y que tienen vínculos más estrechos con la entidad financiera marginal.; asimismo, los autores

---

<sup>11</sup> Como fuera mencionado en la introducción, existe literatura (Bernanke y Gertler 1990) que expone la utilización de instrumentos con repago contingente (tales como el *equity*) como alternativa a la deuda bajo ciertas condiciones, que a su vez hace más eficiente la distribución del riesgo

<sup>12</sup> Estos temas de investigación en el área de estudio de Gobierno Corporativo son relevantes para el desarrollo del mercado de acciones, ya que legisla la protección del inversor y accionista minoritario lo que le brinda seguridad. En Argentina, la legislación aplicable surge del decreto 677/01 y su reglamentación. A los efectos de una investigación del marco de gobierno corporativo en Argentina, ver Aprea (1999).

concluyen que la disponibilidad de créditos en el principal banco depende positivamente de la solidez de la firma, de las garantías, de una buena historia crediticia, y de vínculos más estrechos con la entidad financiera. A pesar de que tanto las garantías como el aporte de fondos propios contribuyan a resolver problemas de asimetría de información, puede darse el caso de que las empresas (y, en especial, las pequeñas y medianas: PyMEs) no cuenten con los fondos propios, y que los activos que puedan ofrecer como colateral no resulten elegibles para ser usados como garantías. En consecuencia, las compañías que no estén en condiciones de ofrecer suficientes garantías tendrán inconvenientes para acceder a fuentes sustitutas de fondos que financien el crecimiento por racionamiento del crédito; y, en tal caso, la fuente menos afectada (por estar en control de la propia firma) será la reinversión de ganancias, que -como ya hemos expuesto- se encuentra limitada.

Como evidencia del grado de utilización de los diferentes instrumentos de financiamiento en nuestra economía, pueden aportarse los siguientes datos:

- Bebczuk (2000) encuentra que el financiamiento promedio en países desarrollados de empresas no financieras descansa 18.9% en instrumentos de deuda, 9.9% en emisión de acciones, y 71.1% en reinversión de ganancias. Asimismo, en América Latina, el 80.6% del financiamiento proviene de la reinversión de ganancias (con 79% en el caso de Argentina), mientras que sólo 7.4% (6.9% para Argentina) surge del crédito de bancos.
- Esta evidencia es consistente con otros estudios y relevamientos. Un relevamiento de la Fundación de Investigaciones Económicas latinoamericanas (FIEL, 1996), indica que el crédito externo es casi inexistente para las PYME; y menciona que los encuestados contestan en un 70% que la reinversión de utilidades es su principal fuente de financiamiento, mientras que el aporte de los propios socios representa 12,5% en casos PyMEs y 7,3% en los de grandes empresas.
- Un relevamiento efectuado por la Cámara Argentina de Comercio revela que el 45% de los comerciantes no tiene relación con los bancos; en tanto, del porcentaje restante, el 35% mantiene solamente una relación transaccional. Asimismo, el estudio expone que para el 69% del sector la principal fuente de financiamiento es la reinversión de utilidades, mientras que para un 30% los proveedores representan una fuente relevante de financiamiento.
- Por su parte, un relevamiento de la Unión Industrial Argentina llevado a cabo durante 2003 muestra que en la estructura de financiamiento de las empresas relevadas el capital propio (el inicial sumado a la reinversión de utilidades) representaba a 2001 el 59.5% del financiamiento total (respecto de un 55.6% en 1994), mientras que el ítem “otras deudas” (“proveedores” incluidos) representaba en 2001 un 33.4% del financiamiento total (contra un 27.1% en 1994), al tanto de que finalmente un 7.1% estaba financiado con bancos (contra un 17.3% en 1994).
- Estas cifras son consistentes con las que surgen de relevamientos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC, 1999).

La evidencia relevada nos demuestra que la reinversión de ganancias representa una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas PyME en Argentina, lo cual es perfectamente lógico, ya que se trata de la fuente menos expuesta a los costos de asimetría de información<sup>13</sup>; y, en tal sentido, la utilización de fuentes de financiamiento es consistente con el enfoque de *pecking order* de Myers.

---

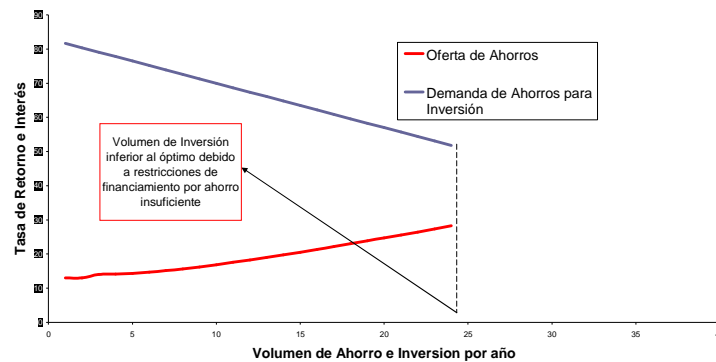
<sup>13</sup> Asimismo, la utilización de ganancias reinvertidas como principal fuente de financiamiento puede venir motivada por cuestiones de índole fiscal: tanto por la existencia de operaciones comerciales informales o

El problema que esta situación le presenta a la economía es que puede dar lugar a un racionamiento del financiamiento o del crédito: así, la inversión realizada a nivel microeconómico -y, en consecuencia, en el agregado- está restringida a la generación de ahorros por parte de las empresas, ya que éstas no cuentan con potenciales fuentes externas que les permitan aprovechar al máximo todas las oportunidades de inversión.

*“En consecuencia, al estar dificultadas de acceder a financiamiento externo, las posibilidades de crecimiento de las firmas se ven acotadas, ya que principalmente cuentan con fondos propios para financiar sus inversiones, lo que limita su capacidad de acumulación de capital y -por ende- del crecimiento de la economía.”*

En el siguiente gráfico vemos el impacto sugerido que puede tener la asimetría de información sobre la inversión en el mercado de capitales y, en consecuencia, sobre la acumulación de capital.

**Gráfico 2 Impacto de la restricción de acceso al financiamiento en la inversión**



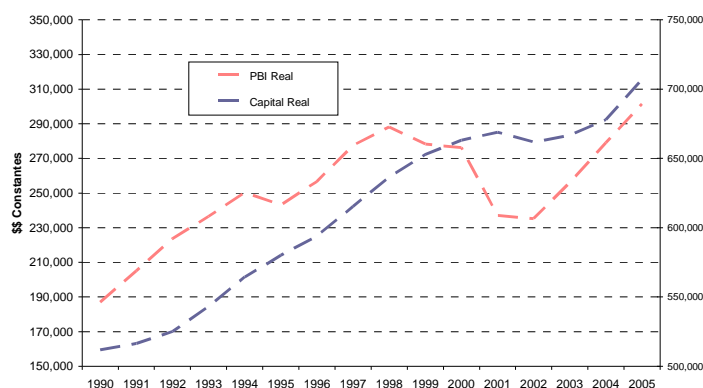
Del mismo se observa que al existir una restricción al financiamiento, no todas las oportunidades de inversión pueden ser aprovechadas, quedando limitadas dichas oportunidades a la existencia del fondeo disponible. En términos más simples, quedan proyectos de inversión rentables que permitirían acumular capital y expandir la tasa de crecimiento sin ser puestos en marcha.

A su vez, el siguiente gráfico expone la relación que existe entre la acumulación del capital y el crecimiento de la economía.

---

de empleados contratados en “negro”, como por la inexistencia de planes de negocios y sistemas de información que puedan ser presentados a terceros. En consecuencia, estas restricciones dificultan el acceso al financiamiento, lo que motiva que la firma tenga que estar limitada a reinvertir sus ganancias para financiar sus inversiones. Para un tratamiento del tema, ver Dapena y Dapena (2003).

**Gráfico 3 Relación para la economía argentina entre PBI y Stock de Capital**



Se observa la relación positiva entre el proceso de acumulación de capital a través de la inversión y el crecimiento del producto. Esto lleva a la recomendación de políticas que provean al desarrollo del mercado de capitales y que permitan remover esta barrera de imperfección, a fin de generar opciones adicionales de financiamiento externo para que las firmas puedan acelerar el proceso de acumulación de capital y, en consecuencia, ampliar sus posibilidades de crecimiento.

El problema aquí descrito ya ha sido reconocido, y se están desarrollando los instrumentos previstos por la literatura de referencia para contribuir a solucionar esta imperfección de mercado: tal es el caso de los fideicomisos, las sociedades de garantía recíproca, los cheques de pago diferido utilizados como deuda, etcétera. Sin embargo, queda pendiente el tema de la liquidez en los mercados.

### **El impacto de la Liquidez en el Crecimiento**

Así como los problemas de información pueden afectar la emisión primaria de instrumentos de financiamiento y, en consecuencia, limitar las posibilidades de expansión, los costos de transacción<sup>14</sup> pueden afectar la liquidez o el volumen comercializado en el mercado secundario.

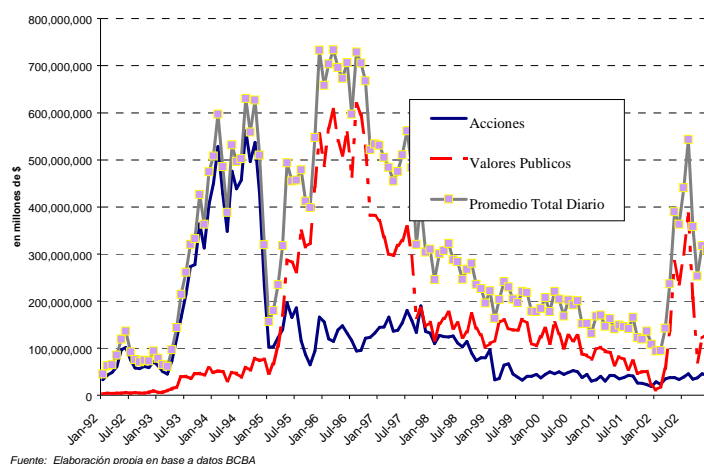
*“A continuación, analizaremos la liquidez del mercado de acciones: factor de gran relevancia, pues un mercado secundario líquido facilita la emisión primaria de instrumentos. Esto se debe a que, en cualquier momento, el inversor puede transformar sus activos financieros en efectivo, al precio vigente. Así, la liquidez facilita la competencia y la eficiencia en el mercado”.*

<sup>14</sup> Entendemos por “costos de transacción” todos aquellos costos reales o institucionales, monetarios o no, que dificultan el intercambio de bienes y servicios -en este caso, considerados con relación a los mercados financieros-. Más adelante, se exponen recomendaciones sobre cómo enfocar estos costos.



Un mercado con abundante liquidez permite que exista mayor demanda por los instrumentos a la hora de su emisión (es decir, en el momento del pedido de fondos para financiamiento), ya que los mismos pueden ser posteriormente revendidos con facilidad. En el siguiente gráfico se observan series de datos referentes al grado de liquidez del mercado de capitales en Argentina:

**Gráfico 4 Promedios diarios mensuales negociados MERVAL**



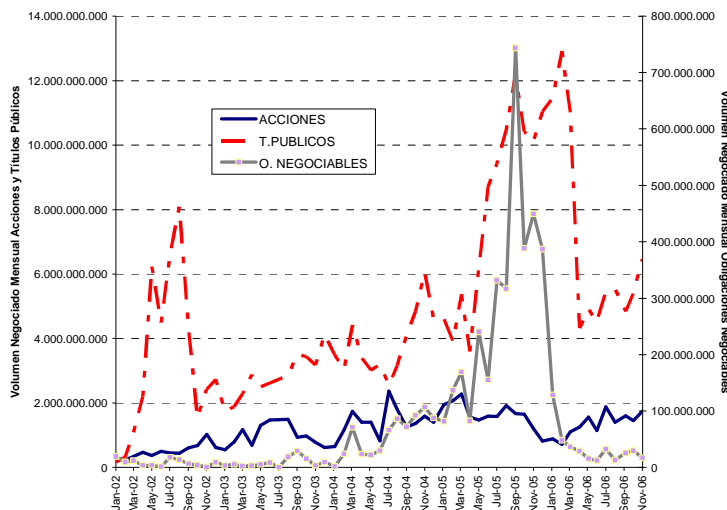
El mismo mide el volumen promedio de comercialización diaria de activos financieros en el Mercado de Valores de Buenos Aires. Se observa cómo, en su momento, la liquidez en el mercado de bonos desplazó al mercado de acciones<sup>15</sup>.

Esto continuó verificándose a partir del año 2002 hasta el presente. En el siguiente cuadro podemos observar la medición de la liquidez o volumen negociado mensual de tres instrumentos: títulos públicos y acciones -por un lado- medidos en el eje izquierdo, y obligaciones negociables (con montos negociados sensiblemente inferiores), medido en el eje derecho. Se observa aquí que el activo financiero con mayor liquidez está representado por los Títulos Públicos, instrumentos que absorben la mayor parte de los

<sup>15</sup> Conforme lo sugerido por Dapena (2004), el volumen total podría moverse al ritmo de la liquidez internacional, que a su vez responde de manera notoria a la tasa de interés en Estados Unidos y, en menor medida, Europa. De dicho patrón surge que hasta 1994 el Mercado de Valores movía volúmenes promedio bastante significativos, que caen luego de la crisis de México para incrementarse nuevamente hasta la crisis rusa. Ese es el efecto de la liquidez internacional en el mercado local de capitales. Sin embargo, el aspecto más revelador está dado por el tipo de activos financieros que se comercializaban. Conforme el gráfico, hasta 1994 el mayor volumen de comercialización total del mercado estaba originado en la compraventa de acciones de empresas (consistente con la oferta pública de acciones de empresas privatizadas y el "capitalismo popular"); el volumen total cae, y luego resurge nuevamente. Es interesante observar que en esta segunda etapa el volumen viene liderado por la compraventa en el mercado de bonos. Al analizar hechos contemporáneos de este fenómeno, surge que en 1994 se crea el sistema de AFJP's, que con el calce previsto en sus inversiones sobre bonos (ante la necesidad de financiar el déficit del Estado por el correspondiente traspaso) establece un inversor institucional que se convierte en un actor principal del mercado de capitales, y con un impacto significativo en la liquidez del mercado de bonos. El resto de los inversores institucionales (compañías de seguros y fondos comunes de inversión, a los que se sumaron los bancos por las ventajas comparativas en cuanto a requisitos de capital mínimos) tenía una alta exposición a bonos públicos, guiado quizá por la liquidez de este instrumento y los aspectos ensayados en el punto anterior. Es válido arriesgar que este fenómeno de liquidez puede haber guiado también a los inversores particulares, que encontraron en los bonos públicos una alternativa de inversión fácil de vender en caso de necesitar el efectivo -en detrimento de otras inversiones que hubiesen significado una diversificación de portafolio y una exposición al riesgo más eficiente, tanto a nivel individual como institucional-.

fondos disponibles para comercialización por parte del mercado. En segundo lugar queda la negociación de acciones, mientras que la operatoria de obligaciones negociables no es demasiado significativa en la serie si se la compara con las de los otros dos instrumentos:

**Gráfico 5 Volúmenes mensuales negociados MERVAL**



El siguiente cuadro permite a su vez comparar al segundo trimestre de 2007 el grado de desarrollo del mercado accionario en países seleccionados de América Latina.

**Tabla 1 Relevamiento de variables de mercado de capitales de Países Latinoamericanos al II Trim de 2007**

	Capitalización bursátil domestica como % del PBI	Volumen Comercializado como % del PBI	Rotación del Volumen Comercializado
Peru	63,60%	11,50%	18,08%
Mexico	48,10%	13,40%	27,86%
Brasil	97,30%	45,70%	46,97%
Chile	148,60%	30,40%	20,46%
Promedio		25,25%	28,34%

Fuente: Elaboración propia en base a datos CEF

...Mientras que los datos históricos para el mercado de capitales argentino son expuestos en la siguiente tabla:

**Tabla 2 Relevamiento de variables de liquidez para Argentina al el II Trimestre de 2007**

en millones de \$

	Capitalización Bursátil Empresas Domésticas	Volumen Efectivo Anual negociado en Acciones	Producto Bruto a Precios corrientes	Capitalización en relación al PBI	Voumen Comercializado en relación al PBI	Rotación del Volumen comercializado
2002	\$50.922,82	\$4.153,46	\$312.580,14	16,29%	1,33%	8,16%
2003	\$74.407,87	\$8.844,96	\$375.909,36	19,79%	2,35%	11,89%
2004	\$107.354,80	\$14.113,40	\$447.643,43	23,98%	3,15%	13,15%
2005	\$141.225,02	\$19.938,08	\$531.938,72	26,55%	3,75%	14,12%
2006	\$143.226,75	\$15.947,64	\$654.438,99	21,89%	2,44%	11,13%
2007*	\$166.155,84	\$18.459,42	\$758.256,52	21,91%	2,43%	11,11%
Promedio				22,82%	2,58%	11,59%

\* Estimado en base a datos al segundo trimestre de 2007

Fuente: Elaboración propia en base a datos IAMC e Indec

A los efectos de analizar el impacto de la falta de liquidez en el mercado accionario sobre una economía, nos focalizaremos en el ya mencionado trabajo de Levine y Zerbos. Allí, los autores analizan un conjunto de 47 países estudiados por un período de análisis de 17 años. Para ello, consideran el impacto de las variables de desarrollo de los mercados financieros sobre el crecimiento económico, la acumulación de capital, el incremento de la productividad y la tasa de ahorro, ajuste y consideración mediante de las diferencias en educación (cantidad de personas graduadas del nivel secundario), la estabilidad política (medida por revoluciones y golpes de estado), la política fiscal (mercado negro o informal y porcentaje del gasto de gobierno respecto del producto), la apertura al comercio internacional (exportaciones más importaciones como porcentaje del producto), y la estabilidad macroeconómica (medida, entre otras variables, por la inflación). Las variables de desarrollo de los mercados financieros consideradas en el trabajo son las siguientes:

- respecto del mercado de capitales, la integración de la plaza en cuestión con el resto del mundo a través de las correlaciones entre los retornos de las acciones; la liquidez del mercado capturada a través de dos medidas: una dada por el valor comercializado o *value traded* (monto anual comercializado en acciones en relación al producto de la economía), y la otra por la rotación del volumen comercializado o *turnover* (monto anual comercializado en acciones con relación al valor de capitalización del mercado de acciones domésticas), y la otra; la capitalización de mercado (valor de mercado de las acciones domésticas con relación al producto de la economía); y la volatilidad en los retornos de los precios de las acciones.
- el volumen de crédito financiero como porcentual del producto, como medida del desarrollo del sistema financiero.

Entre los resultados encontrados más interesantes está la evidencia de que tanto el sistema de bancos como el mercado de capitales son particularmente significativos para explicar el desarrollo económico, evidencia de la que los autores interpretan que ambos cumplen funciones diferentes dentro de la economía.

*“Asimismo, los autores encuentran que la liquidez en los mercados, medida tanto por el valor del volumen de transacciones con relación al tamaño del mercado como por la liquidez del mercado con relación al tamaño de la economía, está positiva y fuertemente relacionada con el crecimiento -tanto corriente como futuro- de las economías..”*

...Exponen evidencia bajo la cual la liquidez en el mercado accionario es un *predictor* robusto del crecimiento del producto bruto real per cápita, del crecimiento en el stock físico de capital, y del crecimiento de la productividad; incluso consideradas las diferencias en el ingreso inicial, en políticas fiscales, en educación, en estabilidad política y en el carácter anticipativo del precio de las acciones. Encuentran una fuerte correlación entre las variables de liquidez del mercado entre sí. No comprueban que la volatilidad del precio de las acciones afecte el crecimiento, como así tampoco que la

capitalización del mercado o la integración con los mercados internacionales sean variables relevantes para explicar la tasa de crecimiento o la acumulación de capital. Del trabajo surge que sólo las variables indicativas de liquidez en el mercado de capitales contribuyen a explicar el crecimiento de las economías, la acumulación del stock de capital, el incremento en la productividad y en las tasas de ahorro; y se concluye, asimismo, que el resto de las variables no son significativas. Los coeficientes que surgen en el trabajo, relevantes a los efectos de la presente investigación, son los siguientes:

- El impacto del valor comercializado sobre la tasa de crecimiento del producto se refleja en un coeficiente de 0,0954, mientras que sobre la tasa de acumulación de capital es de 0,0927, esto es previsible, ya que ambas variables tienen una alta correlación entre sí (0,773) -algo ya expuesto en el punto anterior-.
- El impacto de la rotación del valor comercializado sobre la tasa de crecimiento económico se refleja en un coeficiente de 0,0269, mientras que sobre el crecimiento del stock de capital es de 0,0222. Asimismo, la correlación mencionada entre la liquidez de mercado y el valor comercializado es de 0,831.

A continuación, exponemos cómo pueden interpretarse dichos resultados para la situación argentina. En la siguiente tabla, la N° 3, utilizamos los datos relevados en la tabla N° 2 para profundizar acerca del impacto que puede tener un mayor desarrollo del mercado accionario en Argentina sobre las posibilidades de crecimiento del producto, en el caso que fuese posible equipararlo a los promedios latinoamericanos expuestos en tabla N°1, midiendo el valor comercializado como % del PBI y la rotación de dicho valor comercializado en relación a la capitalización bursátil de las empresas domésticas, de donde surge:

**Tabla 3 Potencial de crecimiento del PBI a partir de una mayor liquidez en el mercado de acciones**

	Volumen Comercializado como % del PBI	Rotación del Volumen Comercializado
Argentina	2,58%	11,59%
Promedio países excluyendo Argentina	25,25%	28,34%
<b>Potencial de crecimiento del mercado argentino</b>	<b>22,67%</b>	<b>16,75%</b>
Coeficiente Estadístico de Contribucion al Crecimiento del Producto	0,0954	0,0269
<b>Incremento de la Tasa de Crecimiento del Producto</b>	<b>2,16%</b>	<b>0,45%</b>
Coeficiente Estadístico de Contribucion a la acumulación de Capital	0,0927	0,0222
<b>Incremento de la Tasa de Acumulacion de Capital</b>	<b>2,10%</b>	<b>0,37%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos CEF y Levine y Zerbos (1998)

*“Si hubiese en marcha políticas de desarrollo del mercado accionario en Argentina a través del fomento de la cotización pública y la liquidez que equiparase la media del mercado local que surge de la Tabla 3 a la media regional según los datos de Tabla 2, esto contribuiría a adicionar entre medio y dos puntos extra de tasa de crecimiento del producto por año...”*

...Y, por extensión, tendría un efecto aproximadamente similar en el proceso de acumulación de capital, dada la alta correlación entre ambas variables.

De los resultados expuestos se puede lograr una aproximación, a partir de la evidencia empírica del efecto que podría llegar a tener sobre el crecimiento económico del país un mayor desarrollo del mercado de acciones, el cual no es para nada desdeñable, habida cuenta de que un mayor crecimiento conlleva una mayor generación de empleo y una mayor recaudación impositiva<sup>16</sup>.

## **Conclusiones**

Tal como fuera planteado al inicio, los modelos de crecimiento requieren -entre otros determinantes- de la acumulación del capital para sostener el desarrollo económico. Esta acumulación se da en la medida que exista un adecuado medioambiente donde los recursos de ahorros puedan canalizarse de manera eficiente hacia la inversión productiva, lo que sucede en los mercados de capitales desarrollados. Los modelos de crecimiento más sofisticados y recientes incorporan cuestiones vinculadas con las instituciones, la estructura de incentivos, y las infraestructuras sociales.

---

<sup>16</sup> En Dapena (2004) se sugieren como causas potenciales de explicación de la falta de desarrollo del mercado accionario las siguientes:

- la inestabilidad macroeconómica que genera incentivos a la colocación de ahorros en el exterior;
- los aspectos institucionales de desarrollo en general de los mercados, que debieran formarse bajo instituciones sólidas, creíbles y perdurables en el tiempo, en línea con los argumentos de North y de los modelos más recientes de crecimiento económico ya expuestos
- el gran tamaño de la economía informal en nuestro país (que hace que muchas firmas no puedan entrar al mercado por tener operaciones informales -tanto desde el punto de vista impositivo como del previsional- que no soportarían el escrutinio de inversores);
- poco desarrollo de la participación de los inversores institucionales
- la inexistencia de una red de distribución abarcativa de los productos y servicios financieros que permita alcanzar de manera extensiva un gran número de ahorristas privados,
- la inexistencia de una cultura de inversión en este tipo de instrumentos de participación en el capital, y la poca sofisticación en cuanto a educación de un gran número de ahorristas privados,
- La falta de una estructura eficiente, en cuanto a conexión electrónica de mercados regionales intra y extra país, que permita hacer que los costos de estructura sean mínimos y disminuya la dispersión en cuanto a instituciones.
- Consideraciones e incentivos de tipo impositivos y regulatorios.

*“En la medida que el sistema de incentivos permita el desarrollo de los mercados de capitales, se estará facilitando el proceso de crecimiento de largo plazo...”*

...A través de la acumulación del capital, ya que este proceso puede dar lugar a externalidades positivas respecto de la formación de capital humano y de la innovación tecnológica. Dos cuestiones pueden surgir como consecuencia de falta de desarrollo del mercado: asimetrías de información, y costos de transacción. Esta situación puede dar lugar a racionamiento de crédito y a una menor liquidez dentro de los mercados, con el consecuente efecto sobre la acumulación de capital vía una menor canalización de ahorros hacia inversión, y por extensión un nivel de crecimiento económico menor al que se podría alcanzar con mercado de capitales desarrollado. El trabajo finaliza con una propuesta heurística, sobre la base de la evidencia empírica del efecto que un mayor desarrollo de los mercados de capitales locales podría tener en la economía argentina y su crecimiento.

## Referencias bibliográficas

Akerloff G. (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.

Allen F. y Gale D. (1988), *Financial Innovation and Risk Sharing*. The MIT Press

Apreda R. (1999), Corporate Governance in Argentina (1991-2000), *Working Paper N°154*, Ucema.

Barro R., Mankiw N., y Sala-i-Martin X. (1995), "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth", *American Economic Review* 85 Marzo: 103-115

Bebczuk R. (1999), *Essays in Corporate Saving, Financial Development and Growth* Tesis doctoral no publicada. University of Illinois at Urbana-Champaign.

Bebczuk R. (2000), *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Cambridge U.K..

Bernanke B. y Gertle M. (1990), "Financial Fragility and Economic Performance". *The Quarterly Journal of Economics* 87-114.

Brealey R. y Myers S. (1996). *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw Hill

Coremberg A. (2007), *La Riqueza de los Argentinos: El Balance de la Economía Argentina Una primera aproximación*. Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Dapena, J. (2004), "Absorción de shocks en economías volátiles: ahorro a través de acciones en el mercado de capitales - el caso argentino 1993 -2001" *Documento de Trabajo* 257 Universidad del CEMA.

Dapena, J. y Dapena J.L. (2003), "Sistemas de información en Pymes y acceso al crédito en contextos de asimetrías de información". *Documento de Trabajo* 252 Universidad del CEMA. Procedencias de la XXXVIII Reunión Annual de la Asociación Argentina de Economía Política, Mendoza Noviembre de 2003.

Diamond P. (1965), "National Debt in a Neoclassical Growth Model" *American Economic Review* 55 (Diciembre): 1126-1150

De Soto H. (2002), *El Misterio del Capital*. Editorial Sudamericana

Feldstein M. y Horioka C. (1980), "Domestic Savings and International Capital Flows", *Economic Journal* 90 Junio:314-329

Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica- FIEL (1996). *Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina*.

Hall R. y Jones C. (1999), "Why do some Countries produce so much more Output per Worker than Others?", *Quarterly Journal of Economics* 114 Febrero:83-116

Instituto Argentino de Mercado de Capitales IAMC (1999). *Políticas para las Pequeñas y Medianas Empresas: Evaluación y Propuestas*.

Jensen M. y Meckling N. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.

Levine R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726.

Levine R. y Zerbos S. (1998), "Stock Markets and Economic Growth", *American Economic Review* 88 (3): 537-558.

Levine R., Loayza N. y Beck T. (2000), "Financial Intermediation and Growth: Casuality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46 (August): 31-77.

Myers S. (1984), "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance* 39 (3): 575-592.

Miller M. (1998), "Financial Markets and Economic Growth", *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (3): 8-15.

North D. (1981), *Structure and Change in Economic History*. New York:W.W. Norton

Rajan R. y Zingales L. (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88 (3):559-586.

Ramsey F. P., (1928), "A Mathematical Theory of Savings", *Economic Journal* 38 (Diciembre):543-559

Rodríguez C., Bolzico J., Druck P., Henke A., Rutman J., Sosa Escudero W. y Streb J. (2001), "Credit constraints facing firms in Argentina". *Trabajo presentado en la XXXVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*.

Romer D. (2006), *Macroeconomía Avanzada*. Mc Graw Hill.

Stiglitz J. y Weiss A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71 (3): 393-410.

Solow R. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics* 70 (Febrero):65-94

Young A. (1995), "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Reality of the East Asian Growth Experience", *Quarterly Journal of Economics* 110 Agosto: 641-680