

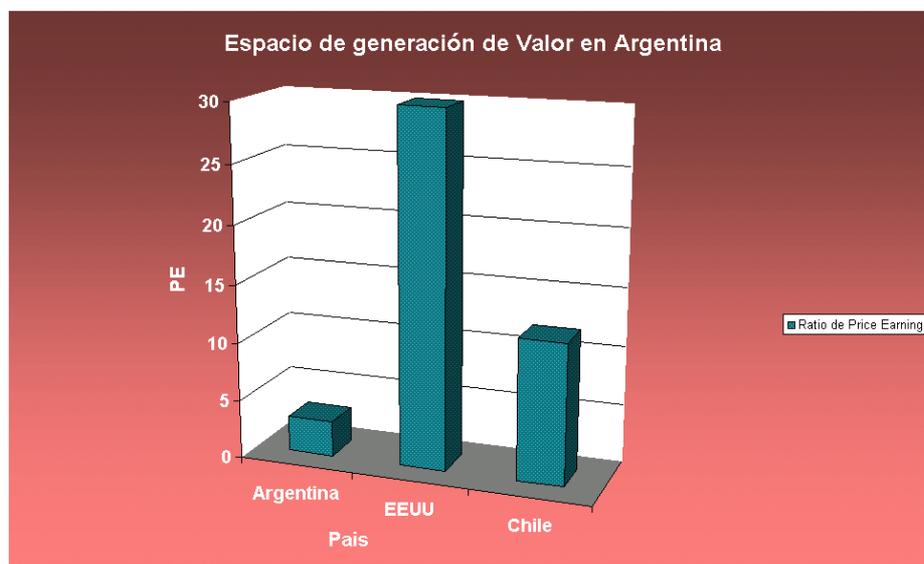
Ineficiencias de mercado y espacios de generación de valor: el rol del mercado de capitales

**Jose Pablo Dapena - Profesor de Economía y Finanzas*

En general observamos que la capacidad de gestión y administración en nuestro país, en gran parte de los órdenes, es lamentable. A nivel agregado vemos malas decisiones administrativas que día a día afectan nuestro estándar de vida. Saliendo del plano político, vemos que los clubes de fútbol se encuentran todos en un estado económico desastroso por la falta de una administración correcta; lo mismo sucede con las obras sociales y los sindicatos, donde los mismos evidencian un estado financiero deplorable con sospechas de corrupción en quienes las lideran. Las Pymes también necesitan de capacidad de gestión. Y podemos seguir....

Esto es una consecuencia del grave problema de incentivos que presentan las reglas de juego a partir de las que se llevan adelante las actividades y negocios. El problema es el conocido de principal-agente, donde el sistema no genera los suficientes incentivos a los que participan del mismo para realizar sus actividades de manera eficiente, alineando sus intereses con los de quien lo emplea. Esta es una ineficiencia de mercado.

Las ineficiencias de mercados (de la que la anterior es un ejemplo) dan lugar a oportunidades de negocios por arbitraje, y ciertamente nuestros mercados son ineficientes. Para medir las oportunidades de creación de valor que se presentan en Argentina, podemos aproximar por ejemplo un indicador de mercado como la relación de precios a ganancias de las empresas (price earnings ratio).



El mismo tenía un nivel en Argentina en Noviembre de 2001 (último momento de libre movimiento de capitales) un nivel de aproximadamente 3/3.5 para las empresas que cotizan en el mercado en su conjunto, mientras que el mismo indicador en EEUU era de 30. Esto significa que el mercado pagaba \$3 por cada \$1 de ganancias de las empresas, mientras que en EEUU se pagaba \$ 30. Esto significa que si se recreasen condiciones de institucionalidad y eficiencia similares a EEUU, el valor de las empresas en Argentina se incrementaría **10 veces**, con el consiguiente desembolso de inversiones que se podrían materializar ante esta situación. Si no queremos ser tan ambiciosos en el objetivo, podemos considerar el ratio de price/earnings del mercado chileno (índice IPSA) que tenía un nivel de 12/13, por lo que el

valor de las empresas argentinas podría incrementarse **en 4 veces** de replicar las condiciones chilenas. Estas oportunidades no son nuevas, de hecho es el camino que han seguido países como Nueva Zelanda, Chile, etc.

El principal problema pasa por el contexto económico argentino donde se debe desarrollar estas oportunidades. El default de Enero de 2002 puso un corte abrupto a la financiación por ahorros externos y a la Argentina le queda por un largo tiempo manejarse principalmente por **ahorro interno**, en virtud de la prima de riesgo que deberá soportar por sus violaciones sistemáticas a las instituciones y normas. El "corralito" puso un corte grotesco a una de las principales formas de ahorro de Argentina: el plazo fijo, por lo que no existen alternativas de inversión para los ahorros. El ahorrista está en consecuencia sobreexpuesto en riesgos dado que en su proceso de diversificación del mismo no encuentra alternativas de inversión (salvo los clásicos "bienes raíces") que eviten lo sucedido. Aún comprando y guardando dólares en su domicilio está expuesto al riesgo de robo.

Las oportunidades de negocios a que dan lugar y sobretodo el empleo que se debe generar para resolver nuestro grave problema de desocupación necesitan desesperadamente de inversiones que deben ser financiadas de alguna manera. La gran pregunta a responder es entonces como financiar las inversiones necesarias que deberá afrontar el país, máxime aún cuando el respaldo externo voluntario estará ausente por bastante tiempo.

Podemos afirmar que la única fuente de financiamiento inicial provendrá del ahorro interno. Para que esos ahorros se puedan volcar a los proyectos, y dada la desconfianza en los bancos y que quizá el sistema financiero de bancos quede en gran parte reducido al aspecto meramente transaccional y no como depósito de ahorros, no quedará otra alternativa que hacer uso de mecanismos de financiación no tan tradicionales (tales como fideicomisos, leasings, factoring, garantías recíprocas, planes de ahorro previo, capital o ahorro propio, incorporando los proveedores como socios, etc.). En ese sentido, y frente al achicamiento del sistema financiero, queda como principal alternativa de reubicación de ahorros hacia inversión la posibilidad de revitalizar el mercado de capitales, y en especial la posibilidad de comprar y vender acciones en el mercado primario (ofertas públicas iniciales) y secundario. Está demostrado que bajo ciertas condiciones un mercado de acciones suficientemente desarrollado puede reemplazar exitosamente a un sistema de intermediación financiera a través de bancos. Lamentablemente no existe en Argentina una cultura muy profunda de inversión en acciones de empresas ni de acudir al mercado público para financiar necesidades de capital, y la estructura de funcionamiento de mercado es costosa e ineficiente, siendo estos puntos relevantes dentro de la agenda en negocios.

El gran desafío está dado por las acciones necesarias para aprovechar los espacios de creación de valor en Argentina, de manera de generar la corriente necesaria de inversiones que pueda capitalizar en el aprovechamiento de ineficiencias. En este espacio el mercado de capitales deberá asumir un rol protagónico frente a la desintegración del sistema financiero tradicional, e inclusive generando las transacciones necesarias para que de a poco se pueda volver a confiar en el mismo.