

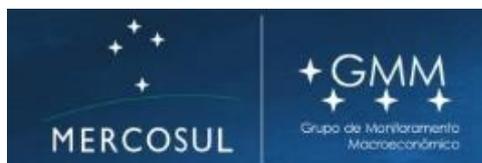


MERCADO COMÚN DO SUL MERCOSUR



**MERCOSUR – MERCADO DE CAPITALES –
DIAGNÓSTICO Y DESAFÍOS PARA LA INTEGRACIÓN**

**PRESIDENCIA *PRO TEMPORE* DEL BRASIL
SEGUNDO SEMESTRE DE 2017**



Grupo de Monitoreo Macroeconómico del Mercosur GMM Comisión de Diálogo Macroeconómico – CDM

Mercosur – Mercado de capitales – Diagnóstico y Desafíos para la integración

ESTUDIO GMM 7/2017

Sumario

RESUMEN EJECUTIVO	3
I. CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LOS MERCADOS DE CAPITALS DE LA REGIÓN ...	4
<i>Gráfico 1 – Crédito doméstico del sistema financiero (% del PIB)</i>	4
<i>Gráfico 2 – Capitalización de mercado de compañías locales (% de PIB)</i>	5
<i>Gráfico 3a – Montos operados en el mercado secundario (% del PIB)</i>	6
<i>Gráfico 3b – Stock de títulos en circulación al 31/12 (% del PIB)</i>	6
<i>Gráfico 4a – Montos operados – Mercado primario</i>	7
<i>Gráfico 4b – Montos operados – Mercado primario</i>	7
II. CONDICIONANTES MACROECONÓMICOS Y DESAFÍOS	8
III. ACCIONES EN MARCHA	9
IV. CONCLUSIONES	11
V. TABLA RESUMO – MERCADO DE CAPITALS EN EL MERCOSUR – 2015	12



GRUPO DE MONITOREO MACROECONÓMICO DEL MERCOSUR GMM COMISIÓN DE DIÁLOGO MACROECONÓMICO – CDM

MERCOSUR – MERCADO DE CAPITALES – DIAGNÓSTICO Y DESAFÍOS PARA LA INTEGRACIÓN

ESTUDIO GMM 7/2017

Resumen ejecutivo

1. En general, el nivel de profundidad de los mercados de capitales de la región es bajo en la comparación internacional, incluso en algunos casos con relación al promedio de Latinoamérica.
2. Además, se observa una heterogeneidad importante en términos de desarrollo financiero dentro de la región.
3. Otras características relevantes son la alta participación de instrumentos del sector público y, con excepciones, el escaso desarrollo de los mercados de derivados.
4. Una condición necesaria para el desarrollo de los mercados de capitales del bloque es sostener un marco macroeconómico estable y sólido. Además, existen acciones regulatorias y de política puntuales a ser tomadas por los países dada la heterogeneidad que presenta la región.
5. A nivel de todo el Mercosur, es posible incrementar la profundidad de los mercados nacionales facilitando el acceso de inversores y empresas los productos de los otros países miembros.
6. En este sentido, en el ámbito del SGT 4 – Asuntos Financieros (Mercosur) se están estudiando las asimetrías regulatorias que pueden ser levantadas para facilitar la integración financiera y la instrumentación de un “Prospecto Mercosur” que permite la oferta pública de acciones por parte de empresas de un país de la región en el mercado de otro país.

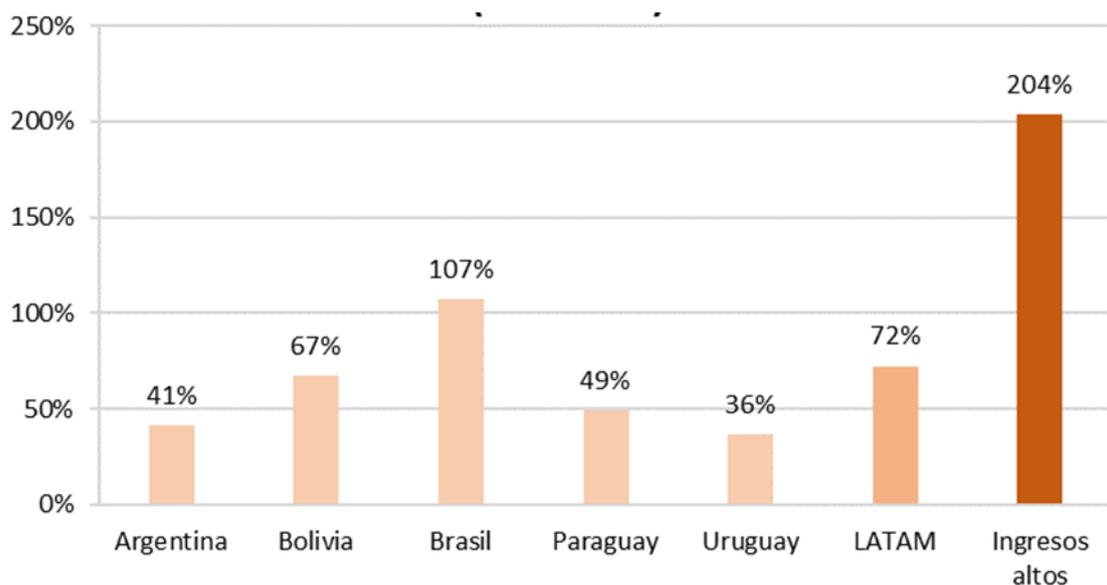
MERCOSUR – MERCADO DE CAPITALES – DIAGNÓSTICO Y DESAFÍOS PARA LA INTEGRACIÓN

Diciembre de 2017

I. Características principales de los mercados de capitales de la región

Diferentes estudios han enfatizado la importancia del desarrollo del sistema financiero para el crecimiento de largo plazo. Este efecto positivo ha encontrado fuerte respaldo teórico y empírico, basado en la habilidad de los intermediarios financieros para: (i) seleccionar los proyectos más productivos, (ii) monitorear y controlar a los deudores durante la vida del proyecto, (iii) diversificar los riesgos y (iv) minimizar los costos de movilización del ahorro. En este sentido, medidas de desarrollo financiero como el crédito doméstico del sistema financiero en términos del PIB (incluyendo bancos, compañías financieras, compañías de seguros, fondos de pensión, entre otros) muestran que los países del MERCOSUR presentan niveles de profundidad financiera muy por debajo de los registrados por los países de altos ingresos; incluso, en algunos casos, se muestran por debajo del promedio de Latinoamérica (Gráfico 1). Al mismo tiempo, se observa una gran heterogeneidad de niveles de profundidad financiera al interior de la región.

Gráfico 1 – Crédito doméstico del sistema financiero (% del PIB)

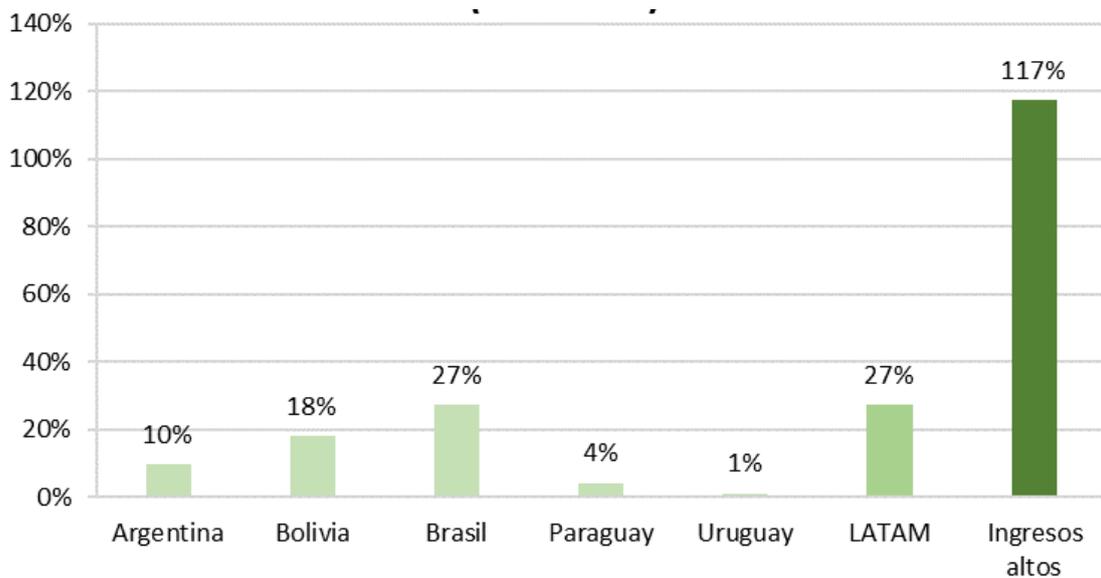


Fuente: WDI, Banco Mundial.

En el camino al desarrollo financiero, se destaca el papel del mercado de capitales como vínculo entre el ahorro y la inversión. Frente al esquema de desarrollo financiero basado en bancos, los mercados de capitales presentan algunas ventajas: aliento al desarrollo de proyectos riesgosos y de largo plazo; incentivos a mejorar del gobierno corporativo por las mayores exigencias de transparencia; aparición de innovaciones financieras para administrar el riesgo; y la reducción de riesgos vinculados con los descalces de plazo y moneda.

En este sentido, las medidas vinculadas con el mercado de capitales muestran un diagnóstico similar. Por ejemplo, los niveles de capitalización de mercado de las compañías locales en términos del PIB son muy inferiores a los de los países de mayores ingresos y, en algunos casos, también menores que el promedio de Latinoamérica (Gráfico 2). Se observa también una gran heterogeneidad en la profundidad del mercado de capitales entre los países de la región.

Gráfico 2 – Capitalización de mercado de compañías locales (% de PIB)



Fuente: WDI, Banco Mundial.

Otras medidas relacionadas con el mercado de capitales registran también una gran heterogeneidad en el desarrollo del mercado de capitales en los países del MERCOSUR, por ejemplo, en los montos operados en el mercado secundario y en el stock de títulos en circulación en términos del PIB (incluye deuda pública, deuda privada, acciones, fideicomisos financieros, certificados de depósitos) (ver Gráficos 3a y 3b y la Tabla Resumen).

Gráfico 3a – Montos operados en el mercado secundario (% del PIB)

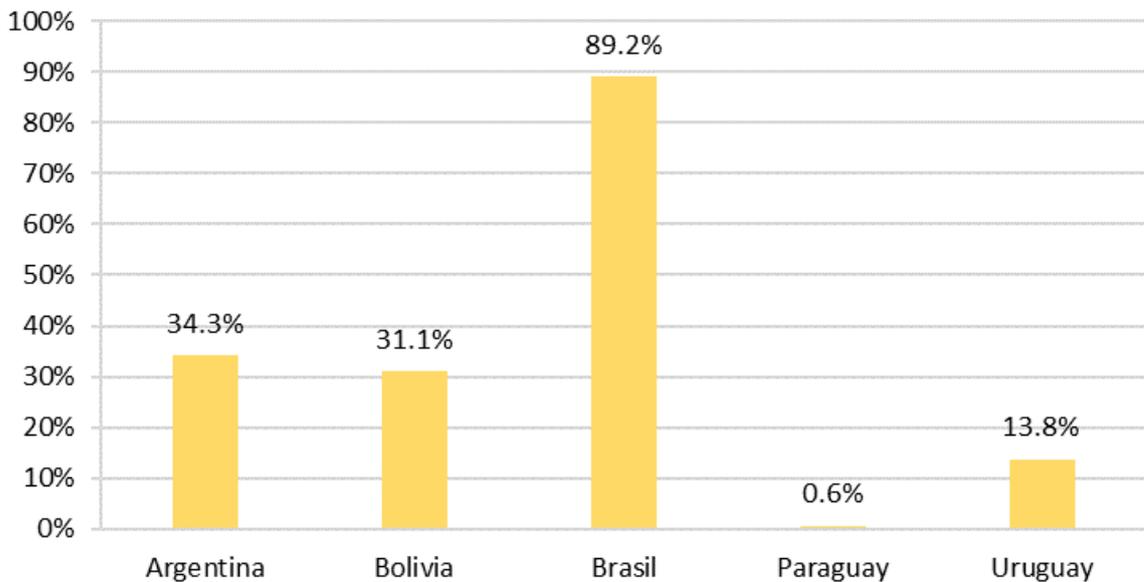
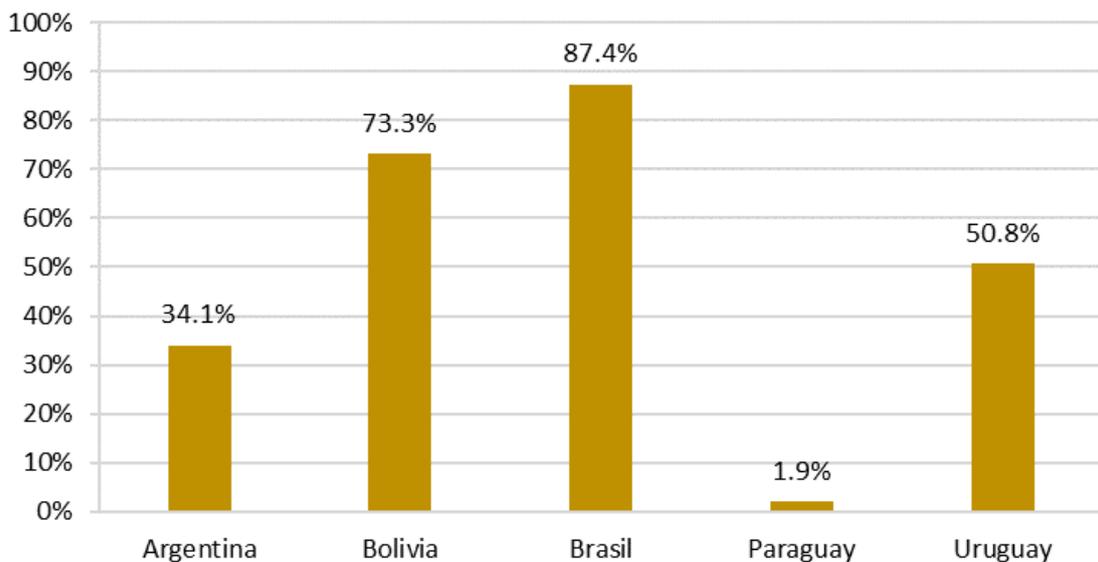


Gráfico 3b - Stock de títulos en circulación al 31/12 (% del PIB)



Fuente: en base a datos del SGT4 – Mercosur.

En los mercados de capitales de la región predominan en general los instrumentos del sector público; principalmente, se trata de títulos de deuda, tanto en el mercado primario como en el secundario, frente a las acciones y los títulos de deuda privada. Mientras que con excepciones, hay escaso desarrollo de los mercados de derivados, opciones y swaps (ver Gráficos 4a y 4b y la Tabla Resumen).

Gráfico 4a – Montos operados – Mercado primario

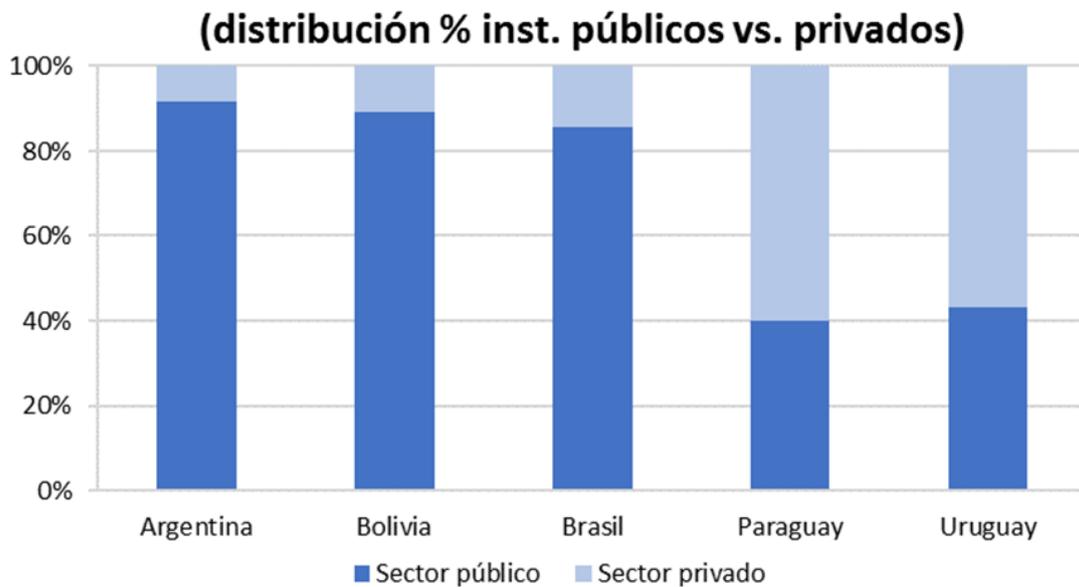
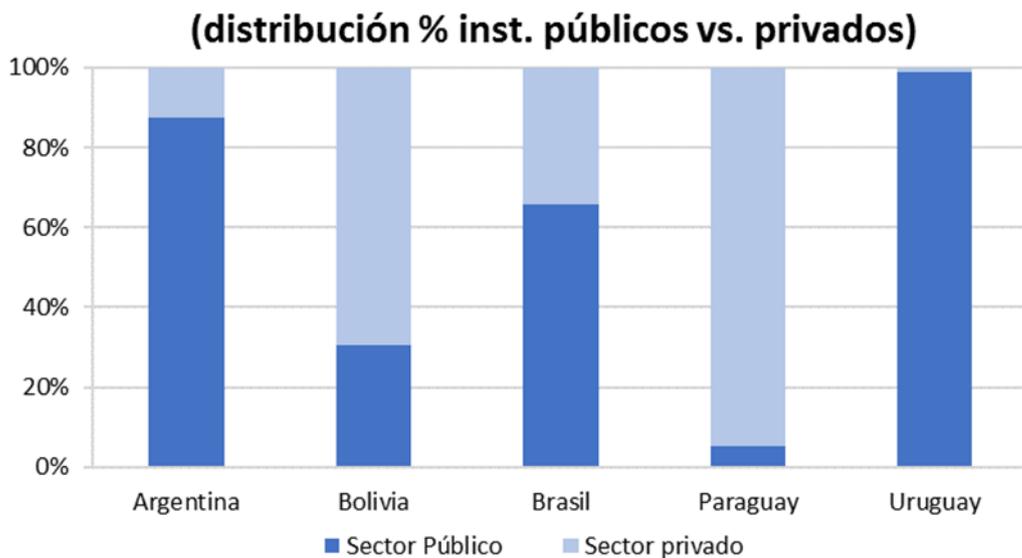


Gráfico 4b – Montos operados – Mercado primario



Fuente: en base a datos del SGT4 – Mercosur



II. Condicionantes macroeconómicos y desafíos

En un bloque regional heterogéneo, el desafío para los tres países con mercados de capitales más pequeños se relaciona claramente con la **escala**. De manera general, pueden señalarse factores relacionados:

1. Escaso tamaño del mercado: pocas empresas emisoras y muchos intermediarios de valores, escasa profundidad, baja liquidez, altos costos fijos para el emisor.
2. Falta de promoción del mercado; escaso conocimiento del inversor. Altas barreras de entrada percibidas por el emisor, en particular las pequeñas y medianas empresas.
3. Autofinanciamiento de las empresas locales: esto es patente en el caso de empresas pequeñas y medianas, pero incluso se detecta en empresas grandes.

La historia de volatilidad macroeconómica y financiera de la región constituye un claro condicionante para el desarrollo del mercado de valores con mayor profundidad y a plazos más extendidos. En ese sentido, el mantenimiento de un **marco macroeconómico estable y sólido** es una condición necesaria para la intermediación financiera.

Desde el punto de vista de la **demand**a, hay potencial para captar de manera más significativa el ahorro minorista, reduciendo los costos de entrada, fomentando un "tramo minorista" en el mercado primario, y –a mayor plazo- a través de la educación financiera. Desde el lado de la oferta, se presenta la reducción de barreras de entrada, tanto efectivas como percibidas, en especial para las empresas de menor tamaño.

Es posible trabajar para ganar escala de mercados aprovechando al Mercosur como bloque regional. Facilitar el acceso a los mercados puede hacerse tanto a nivel de empresas (demandantes de fondos) como de inversores (oferentes) de fondos. La sección siguiente detalla iniciativas en marcha en uno de los subgrupos de trabajo de Mercosur.



Además de estos rasgos comunes, algunos países señalan características específicas que limitan el desarrollo. Estas incluyen:

1. Argentina – Baja participación de inversores minoristas, debida en parte a la escasa educación financiera (Argentina).
2. Brasil - costos elevados de emisión en el mercado de valores, asociados a modelos de crédito subsidiado; éste incrementa el costo de los que no tienen acceso a líneas especiales.
3. Brasil – Incertidumbre regulatoria que favorece el conflicto de intereses entre accionistas mayoritario y minoritarios. La inseguridad de accionistas minoritarios respecto del modelo de gestión favorece su migración a inversiones de menor riesgo.
4. Brasil – Condicionantes fiscales. El déficit fiscal promueve la competencia entre papeles privados y públicos (*crowding out*). En tanto, el perfil de corto plazo de la deuda pública implica dificultades para que las empresas se capitalicen con títulos de largo plazo.
5. Uruguay – Infraestructura de mercado incompleta (Uruguay): faltan instituciones según estándares internacionales (DCV, centrales de contrapartida de riesgos, proveedores de precio, repositorios de registro, mercados centralizados de derivados).
6. Uruguay – Inversores institucionales con poder de mercado (Uruguay). Capturan buena parte de las emisiones; restan liquidez, al mantenerlos al vencimiento

III. Acciones en marcha

El Subgrupo de Trabajo N° 4 “Asuntos Financieros”, dependiente del Grupo de Mercado Común del Mercosur, tiene una Comisión de Mercado de Valores dedicada a estos temas. Una iniciativa en marcha de ella es el desarrollo de un “Pasaporte Mercosur” para la oferta pública de valores.

Con este instrumento se busca permitir el acceso de empresas de cada país del bloque a los recursos de inversores en los otros, sin la necesidad de un nuevo registro y establecimiento en ese país. Esto se hace evitando el costoso y difícil proceso de armonización regulatoria entre las jurisdicciones. El producto final habilitaría a empresas que estén registradas en la autoridad regulatoria de uno de los países a listar sus títulos valores en cualquiera de los otros países.



Los puntos clave para viabilizar el Pasaporte Mercosur son:

1. Un acuerdo de cooperación e intercambio de información entre los reguladores para ayuda mutua en el proceso de supervisión. Como referencia se estableció el acuerdo de cooperación multilateral de la IOSCO. Y se estableció que la cooperación pueda ser basada en ese acuerdo; o bien, para los países que no lo hayan firmado, que puedan cooperar en base a un acuerdo multilateral propio (intra-Mercosur).
2. Reglamentación mínima sobre la elaboración y divulgación de estados contables, según el patrón de la IFRS. Este aspecto es necesario para que tales estados sigan un lenguaje común que facilite la evaluación de los inversores. Este acuerdo ya fue firmado y homologado (decisión CMC N° 31/2010).
3. Establecer un prospecto de oferta pública a ser adoptado por las empresas que usen el Pasaporte Mercosur. Esto es para garantizar que la oferta de títulos en cualquiera de los países del bloque utiliza una representación y lenguaje común. La negociación de un acuerdo para el prospecto común se encuentra en un estadio avanzado.

En base al trabajo del SGT 4, la Argentina, Brasil y Uruguay satisfacen hoy los principales requisitos técnicos para una eventual decisión de integrar los mercados de valores de sus países. Paraguay sigue avanzando internamente en esa dirección.

Este subgrupo trabaja también en un mapa de asimetrías regulatorias de los países del Mercosur, con el mismo objetivo de detectar obstáculos para avanzar en la integración de los mercados de valores del bloque. En particular, se busca determinar si las asimetrías existentes: 1) se pueden levantar fácilmente, 2) son de difícil remoción, o 3) se considera que no se podrán levantar.

Asimismo, el subgrupo trabaja sistemáticamente en la producción de estadísticas comparables de los mercados de valores de Mercosur (utilizadas en los gráficos y la tabla de este informe), y en el relevamiento de novedades normativas, entre otros aspectos



IV. Conclusiones

En general, el nivel de profundidad financiera en el Mercosur es bajo en la comparación internacional, incluso en algunos casos con relación al promedio de Latinoamérica. Además, esto se observa una heterogeneidad importante en términos de desarrollo financiero dentro del bloque. Otras características relevantes son la alta participación de instrumentos del sector público y, con excepciones, el escaso desarrollo de los mercados de derivados.

Una condición necesaria para el desarrollo de los mercados de capitales del bloque es sostener un marco macroeconómico estable y sólido. Además, existen acciones regulatorias y de política puntuales a ser tomadas por los países.

A nivel de todo el Mercosur, es posible incrementar la profundidad de los mercados nacionales permitiendo el acceso de inversores y empresas los productos de los otros países. En este sentido, un primer paso importante es la instrumentación de un "Prospecto Mercosur" que permite la oferta pública de acciones por parte de empresas de un país del Mercosur en el mercado de otro país.

Esta y otras acciones importantes, como la determinación de asimetrías regulatorias que pueden ser levantadas para facilitar la integración financiera, son llevadas a cabo por el SGT 4 – Asuntos Financieros.

Hacia delante, y según lo que indiquen los Ministros de Economía y Presidentes de Bancos Centrales, el Grupo de Monitoreo Macroeconómico podrá encarar análisis y estudios complementarios a los del SGT 4 para fomentar la integración de los mercados de capitales.

V. Tabla Resumen – Mercado de capitales en el MERCOSUR – 2015

Mercado secundario (montos operados - % del PIB)	Argentina	Bolivia	Brasil	Paraguay	Uruguay	Mercosur
Sector Público	30.0%	9.5%	58.5%	0.0%	13.6%	49.2%
Deuda pública federal/nacional	13.8%	0.4%	58.5%	0.0%	2.7%	44.9%
Deuda pública estadual/provincial y municipal	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
Banco Central	15.5%	9.1%	0.0%	n.a.	10.9%	4.2%
Sector privado	4.3%	21.6%	30.7%	0.6%	0.2%	23.0%
Acciones	0.8%	0.1%	25.4%	0.1%	0.0%	18.2%
Deuda	0.7%	21.5%	5.3%	0.5%	0.2%	4.2%
Fideicomisos financieros - deuda/certificados	0.1%	0.0%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%
Otros	2.7%	0.0%	n.a.	0.0%	0.0%	0.7%
TOTAL	34.3%	31.1%	89.2%	0.6%	13.8%	72.3%

Opciones, futuros y swaps	Argentina	Bolivia	Brasil	Paraguay	Uruguay	Mercosur
Volumen negociado en el periodo (% del PIB)	25%	0%	667%	0%	2%	478%

Stock de títulos en circulación al 31/12 (% del PIB)	Argentina	Bolivia	Brasil	Paraguay	Uruguay	Mercosur
Sector público	21.5%	13.2%	46.5%	0.5%	46.9%	39.4%
Deuda pública federal/nacional	17.3%	0.0%	46.5%	0.5%	29.1%	36.1%
Deuda pública estadual/provincial y municipal	n.d.	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%
Banco Central	4.2%	13.2%	0.0%	n.a.	16.6%	1.6%
Sector privado	12.6%	60.1%	40.9%	1.4%	3.8%	32.9%
Acciones	8.9%	51.8%	27.4%	0.0%	1.6%	22.3%
Deuda	2.5%	7.5%	13.5%	1.4%	0.7%	10.3%
Fideicomisos financieros - deuda/certificados	1.2%	0.8%	n.a.	0.0%	1.5%	0.3%
TOTAL	34.1%	73.3%	87.4%	1.9%	50.8%	72.3%

Fondos de inversión	Argentina	Bolivia	Brasil	Paraguay	Uruguay	Mercosur
Número de fondos	344	57	15,094	1	4	15,500
Stock financiero al 31/12 (% del PIB)	3%	7%	51%	0%	0%	37%

n.a.: instrumento no disponible en el país.

Fuente: en base a datos del SGT4 – Mercosur.