



**RENDIVALORES**

Casa de Bolsa, C.A.

RIF J-30292237-2

## **Una perspectiva histórica: La importancia de los Mercados de Valores en economías en transición**

A lo largo de la historia ha quedado demostrado que los mercados de capitales relativamente desarrollados generan una serie de efectos positivos sobre sus economías. Primero, aceleran el crecimiento al permitir que las empresas emergentes se financien a bajo costo, por lo que mejoran los mecanismos de asignación de recursos en la economía. Segundo, al reducir la dependencia de las compañías sobre los préstamos bancarios disminuyen considerablemente los riesgos de crédito y de una subsecuente crisis financiera. Tercero, mejoran la gobernanza y gerencia de las empresas al incentivar la rendición de cuentas a los inversionistas (Claessens, Djankov y Klingebiel, 2000).

Asimismo, la extensa literatura y numerosos casos de recuperación exitosos obligan a pensar que, para encausar el crecimiento económico en Venezuela utilizando la plataforma de los mercados de capitales, el primer paso subyace en rescatar la institucionalidad de nuestro país de manera tal que se pueda crear un entorno en el que las empresas puedan coexistir en un ambiente legal y transparente. Los países que construyen un entorno institucional seguro para las operaciones financieras y hacen posible la prosperidad del sistema y de los mercados de valores, han visto sus esfuerzos producir frutos en la lucha contra la reducción de la pobreza.

**Rendivalores  
Casa de Bolsa**

Autor

**José Miguel Farías**  
Director de Finanzas  
@Jmfariasu

Autor

**Carlos Deseda**  
Analista Financiero  
@Carlosedesedam

Autor

**Antulio Moya**  
Analista Financiero  
@asmoya

Autor

**Telvimar Castillo**  
Analista Financiero  
tcastillo@rendivalores.com

Autor

**Daniel Teixeira**  
Analista Financiero  
dteixeira@rendivalores.com

## Los Mercados de Capitales en la URSS y Rusia

Uno de los casos más particulares que marca un precedente de la relación entre el desarrollo de los mercados de capitales y el desempeño macroeconómico de un país con una economía en transición, es el de Rusia. Sin embargo, debido a la diversidad de regímenes político-económicos en dicho país durante los últimos dos siglos, debemos identificar dos periodos principales: entre 1865 y 1917 y entre 1990 y la actualidad.

A partir de 1865, el país atravesó una traumática transición a la industrialización, que incrementó considerablemente la desigualdad social a pesar del crecimiento económico obtenido: tan solo entre 1909 y 1913 la producción de carbón, acero y hierro aumentó más de 40%. Asimismo, entre 1865 y 1917, la Bolsa de San Petersburgo –la más importante de Rusia- se posicionaba como el sexto mercado financiero más grande del mundo (Skousen, 2017).

Según Mau y Drobyshevskaya (2000), el proceso de industrialización y auge de los mercados financieros acercó a Rusia a los niveles de crecimiento de las grandes potencias del mundo.

Sin embargo, el descontento social debido al incremento de la desigualdad sería capitalizado por los bolcheviques, quienes acabando con la época del zarismo, iniciaron un proceso de planificación central de la economía, que denominarían “comunismo de guerra”.

Como consecuencia principal de este proceso, el PIB de Rusia –que pasaría a llamarse Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas- caería más de 40% en un periodo de 7 años, y cualquier mecanismo de mercado –incluyendo el financiero- quedaría completamente marginado (Mau y Drobyshevskaya, 2000).

Entre la década de los '20 y los '90, la economía atravesó diversos procesos en sus regímenes político-económicos. En los primeros diez años de este lapso, el país recuperó gran parte de sus niveles de producción agrícola e industrial, debido a la introducción de una reforma de liberalización económica denominada “NEP” (Nueva Política Económica).

Entre 1930 y 1959 se revirtió la liberalización económica de los años previos y se consolidó el sistema comunista: la empresa privada fue eliminada, por lo que no había cabida para la existencia de un mercado de capitales (Mau y Drobyshevskaya, 2000).

Posteriormente, entre 1953 y 1972, se produjeron tímidos intentos de migrar hacia una economía de mercado, que finalmente no tuvieron grandes repercusiones. En 1973, debido a los súbitos incrementos en los precios del petróleo debido a las crisis del Medio Oriente, el país obtuvo una gran fuente de recursos, por lo que se abandonaron definitivamente las intenciones de una reforma económica.

En 1985 los precios del crudo comenzaron a desplomarse, dando inicio a la caída de la Unión Soviética y de su sistema de planificación centralizada, que se formalizaría en 1991.

En la década de los 90, la economía rusa comenzaría un nuevo –y dramático- episodio de transición económica, esta vez hacia el capitalismo. En consecuencia, entre 1990 y 1995 se realizó una serie de privatizaciones de empresas que se traduciría en un incremento de más de 350% en los niveles de riqueza privada entre 1990 y 2015 (Claessens, Djankov y Klingebiel, 2000).

Esta situación permite llegar a una conclusión importante: la privatización de empresas –la cual puede canalizarse mediante el mercado de valores- puede ser una potencial herramienta para el incremento de la riqueza de los países en el mediano y largo plazo.

Tras la importante ola de privatizaciones de inicios de los ´90, el mercado de valores ruso presentó un considerable *boom* entre 1998 y 2000, que coincidió con la recuperación de una economía en transición (Novokmet, Piketty y Zucman, 2017).

A pesar del auge del mercado ruso, su tamaño en relación con el Producto Interno Bruto del país permaneció relativamente bajo con respecto a economías desarrolladas y en transición.

A mediados de la década de los 2000, el mercado de valores ruso equivalía al 20% del tamaño de la economía del país, mientras que en otras naciones en transición, como Polonia, República Checa, Hungría y Estonia, dicha proporción alcanzaba el 30%.

Por su parte, en países desarrollados como Estados Unidos y el Reino Unido, los mercados de valores representaban más del 150% del PIB.

El caso de estudio de los mercados financieros y el desempeño de la economía de Rusia representa un precedente importante para Venezuela, por una razón en particular: durante muchas décadas, el aparato productivo ruso sufrió los embates de una política inadecuada, reflejados particularmente en la falta de propiedad privada y la inexistencia de un tejido institucional, que terminó destruyendo casi en su totalidad la capacidad productiva del país, situación que en gran medida se asemeja a lo que se encuentra viviendo Venezuela.

De esta manera la experiencia rusa podría ser un punto de partida para la economía de Venezuela y su mercado de valores. Sin embargo, cabe hacerse la siguiente pregunta: ¿Es el aparato bursátil de un país el combustible para su crecimiento económico? ¿O acaso es el crecimiento económico la clave para el desarrollo de un mercado de valores amplio y eficiente?

Analizando la evidencia histórica se puede concluir que la relación es bidireccional. Es decir, una economía desarrollada necesita mercados financieros a su altura que faciliten la asignación de recursos, y los mercados financieros de vanguardia requieren un entorno económico favorable que incentive la productividad y proteja la propiedad privada.

## La Reforma Económica China

China había sido uno de los países más grandes, prósperos y avanzados del mundo hasta el siglo XVIII. Sin embargo, su economía declinó enormemente durante el siglo XIX y en gran parte del siglo XX. De 1949 a 1978, el gobierno de Mao Zedong y la Revolución Industrial impulsaron levemente la economía china, debido principalmente a la industrialización de gran parte del país y un avance masivo del nivel de alfabetización, pero en general, el progreso no fue representativo. Luego de la muerte de Mao, sus principales seguidores de izquierda fueron derrocados, y un grupo de rebeldes, guiados por Deng Xiaoping, tomaron el poder.

En diciembre de 1978 bajo el mandato de Xiaoping, nace *La Reforma Económica*, que se refiere al programa de cambios llamado "Socialismo con características chinas". La meta de la reforma era transformar a la economía planificada de China en una economía socialista de mercado. No son pocas las dictaduras comunistas o nacionalsocialistas que, conscientes de su propio fracaso ideológico, acaban acometiendo una reforma económica contra sus propios principios fundacionales. La reforma china del '78 viene precedida de un periodo económico convulso y socialmente doloroso. Sin embargo, centrándonos en los números, el periodo 1950-78 había permitido acumular más factores productivos como trabajo y capital, pese al doble embargo soviético-estadounidense. Con estas bases, Deng Xiaoping relajó notablemente los controles sobre el sector agrícola, permitiendo así la emergencia de industrias a pequeña escala.

Junto con la devaluación del yuan, China consiguió establecer un modelo económico de inversión, ahorro y exportaciones baratas que todavía dura hasta nuestros días. Cinco son las reformas que, según el Banco Mundial, posibilitaron una convergencia significativa de China con las principales potencias occidentales, son:

- 1) Liberalización y promoción de empresas privadas en sectores considerados no estratégicos, atendiendo gradualmente al dictado del mercado (“para cruzar el río, hay que sentir las piedras y orientarse en consecuencia”). Igualmente se reabrió la Bolsa de Shanghai, cerrada por Mao 40 años antes.
- 2) Armonización del crecimiento, inflación y estabilidad social e incentivos a la competencia entre todas las regiones del país.
- 3) Eliminación de barreras dentro del mercado nacional e integración en la economía mundial, poniendo punto final a un historial económico marcado por el aislamiento permanente.

### **La importancia de la Bolsa de Shanghái**

La Bolsa de Shanghái es el mercado de valores más grande en China continental. Está gobernada por la Comisión Reguladora del Mercado de Valores de ese país y se encuentra ubicada en Shanghái. La Bolsa de Shanghái fue reabierto el 26 de noviembre de 1990 y, sin duda alguna, formó parte de la apertura a capitales extranjeros que logró China en los años 90.

La Bolsa de Shanghái ayudó a acelerar el crecimiento económico de la nación en niveles inigualables y generó confianza para los inversionistas y los ciudadanos de a pie en invertir su dinero en lo que se convertiría el país más grande de Asia, y posteriormente, la segunda economía más grande del mundo.

Ahora bien, después de entender el objetivo y el procedimiento de la Reforma Económica de China que inició en diciembre de 1978, se puede concluir que explorar la razón del crecimiento económico de una nación volátil, como es el caso de China, es un asunto complejo e integral. Encontramos, que solo el mercado de Shanghai, luego de su apertura en 1990, tiene una tendencia estocástica en el largo plazo con la economía real, y tiene una influencia directa y positiva en el crecimiento y desarrollo económico chino. Analistas aseguran que el mercado de valores, tanto en China como en el resto del mundo, es una de las mejores formas de medir las estabilidades y los ciclos, esto a pesar de que el mercado de capitales representa tan solo 12% del financiamiento de las naciones en promedio.

Sin embargo, no deja de ser un instrumento fundamental para el desarrollo y es por ello que, generar confianza a los inversionistas en cualquier economía, es de suma importancia, tal y como lo fue para China a principios de los años 90. Sin duda, la economía china post salida de Mao, es un ejemplo de un plan de recuperación económica que trabajó de la mano con el mercado de capitales local, a pesar de las ideologías políticas del gobierno de turno. Y por ello, es un ejemplo más a tomar en cuenta a la hora de aplicar medidas para la recuperación económica venezolana.



## **La Gran Depresión Estadounidense:**

### **La importancia de un marco regulatorio transparente**

En el año 1929 se inició lo que se conoce como la Gran Depresión, un período de contracción económica que duró una década, con niveles de desempleo de 25%, una larga deflación y caídas de los salarios y del Producto Interno Bruto (PIB) de alrededor de 50%. Desde finales de los años 20 hasta finales de los 30, la sociedad americana vivió lo que se cataloga como la peor crisis económica de su historia, entrando en un periodo de transición que permitió a Estados Unidos convertirse terminada la segunda guerra mundial, en la país potencia más importante a nivel mundial.

La Gran Depresión arrancó en marzo de 1929, cuando el mercado de acciones de Nueva York experimentó una fuerte corrección que liquidó a una gran cantidad de inversionistas apalancados (incluidos bancos). Para agosto del mismo año, la economía estadounidense empezó a contraerse, hecho que se vio empeorado por el aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal con el fin de proteger al dólar frente al oro. No fue sino hasta finales de octubre que el mercado colapsó y dio inicio al largo período de problemas económicos.

Esta etapa de la historia de EEUU, según Ben Bernanke, ex presidente de la Reserva Federal, tuvo su origen principalmente en la falta de regulaciones dentro del sistema financiero, y políticas económicas no acordes con la situación. Teorías que fueron corroboradas por diferentes autores, como el trabajo de Crafts y Fearon (2010) "Lessons from the 1930's Great Depression".

En el caso de las políticas monetaria y fiscal, se les atribuye gran responsabilidad del desarrollo de la crisis económica; medidas contractivas implementadas por parte de la Reserva Federal con el fin de proteger al dólar debido al patrón oro; y la omisión por parte del gobierno en materia de política fiscal debido a la creencia de que las fuerzas del mercado impulsarían la economía nuevamente (políticas de *laissez faire*), profundizaron la crisis en la nación.

Para el caso de la falta de regulaciones, el sistema financiero carecía de ciertas instituciones que velaran por el buen desenvolvimiento y las buenas prácticas, como es el caso de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC por sus siglas en inglés).

En los años 20, luego de la victoria en la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos experimentó un crecimiento asombroso. Gracias a la introducción de la industria automovilística, los procesos de producción en línea, la expansión del crédito y el sistema financiero y la reducción de los impuestos, la economía creció 42%, el salario mínimo aumentó alrededor de 30% y el desempleo se mantuvo en su nivel natural cerca de los 4%.

Fueron años de inmensa prosperidad, pero tal crecimiento sin un efectivo marco institucional plantó la semilla para lo que sucedería la década siguiente; el sistema financiero crecía rápidamente y el crédito era cada vez más accesible, mientras que sólo un tercio de los bancos pertenecían al Sistema de la Reserva Federal y sus regulaciones.

Por otro lado, en el mercado de capitales de Nueva York, se introducía una nueva modalidad de comercio, compras y ventas al margen, en la cual los inversionistas podían comprar valores sólo con depositar el 10% o 20% del valor total (es decir, préstamos de las casas de bolsa), en un escenario en el cual no existían amplias regulaciones en estos mercados, donde bancos comerciales eran capaces de invertir los depósitos a la vista en la bolsa. Estas condiciones impulsaron al mercado de capitales a una burbuja que lo haría crecer, en promedio, 20% anual.

De esta manera, se formó el escenario perfecto para una importante recesión en la economía estadounidense, empeorada en gran medida por las políticas asumidas por el gobierno y la Reserva Federal. Por lo que, era necesario sentar las bases para lo que sería un nuevo impulso al desarrollo.

### **Plan de estabilización: The New Deal**

Con la llegada de Franklin D. Roosevelt a la presidencia de EE.UU, se pone en marcha "*The New Deal*", un conjunto de políticas de intervención del Estado en la economía con el fin de combatir los efectos de la Gran Depresión. Entre las medidas más resaltantes destacan la creación del Seguro Social, generación de empleos directos, abandono del patrón oro, rescates y subvenciones al sector agrícola, exigencia de información para el mercado por parte de las empresas emisoras de acciones, la separación de los bancos como comerciales y de inversión, refinanciamiento de hipotecas, la creación del salario mínimo y la jornada laboral de 8 horas.

A pesar de ciertas críticas al programa, sus resultados fueron un éxito, transformando gran parte de la economía estadounidense y colocándola de nuevo en la senda de la prosperidad.

Muchas de las medidas tomadas en aquel entonces siguen aportando bienestar a la sociedad hoy en día, resaltando el Seguro Social, que beneficia a individuos vulnerables de la sociedad; el salario mínimo, para combatir la explotación laboral; la Comisión de Bolsa y Valores, que vela por condiciones justas en los mercados de capitales; y la Corporación Federal de Seguro de Depósitos, que garantiza hasta \$ 100.000 de los depósitos de los individuos en una entidad bancaria en caso de quiebra.

### **Lecciones a tomar en cuenta para Venezuela**

Con el pasar de los años, estos y otros hechos han demostrado la validez de ciertas políticas y las mejores prácticas para manejar la economía de un país. En el caso particular de la Gran Depresión, muchas son las lecciones que se deben internalizar en materia regulatoria y en el manejo de la economía venezolana, con el fin de sentar las bases para que un próximo periodo de gran expansión y prosperidad económica no resulte en el colapso del sistema y ello se traduzca en otra gran depresión. Por ejemplo, liberar recursos para el privado y crear los incentivos para una rápida recuperación del ahorro y de la inversión. Al mismo tiempo, es imprescindible liberalizar los mercados, en especial el laboral, dotarlos de la flexibilidad necesaria para que la economía se recupere del entorno recesivo con los menores costes sociales y económicos posibles y salga de él con rapidez.

## **El Mercado de Valores de Perú:**

### **¿Qué podemos aprender de un país vecino?**

El mercado bursátil de Perú está dirigido por la Bolsa de Valores de Lima, la cual fue fundada como se conoce actualmente en 1971 y en ella predominan acciones correspondientes a compañías dedicadas al sector minero; las otras empresas están repartidas entre el sector financiero, industrial y de servicios. Esta entidad financiera ha sido un reflejo contundente de la fortaleza de la economía peruana y su potencial para ser una plaza atractiva para inversionistas alrededor del mundo. Actualmente la Bolsa de Valores de Lima pertenece al MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), que corresponde a un acuerdo firmado que permitiera la negociación de títulos de renta variable entre Chile, Perú y Colombia.

Si bien la plaza bursátil peruana representa un pilar fundamental para la economía nacional y ha realizado sus mejores intentos para llevar a cabo un buen gobierno corporativo en las organizaciones que la integran, la falta de dinamismo y los diferentes impactos que han golpeado la economía peruana han debilitado su potencial.

Desde sus inicios, la Bolsa de Valores de Lima enfrentó condiciones económicas desfavorables. Durante el gobierno de Alan García Pérez desde 1985 hasta 1990, el país enfrentó inflación y un alto déficit fiscal, lo cual empeoró con el shock económico denominado "El Plan Cero" resultando en periodos de hiperinflación y una fuerte crisis económica.

El gobierno tuvo que contraer deudas con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y además las exportaciones cayeron debido a las huelgas en la industria de la minería.

### **Restablecimiento macroeconómico**

Posteriormente, el siguiente periodo presidencial fue liderado por Alberto Fujimori, quien implementó el "Fujishock". Se definieron ciertas políticas de estabilización que tuvieron como efecto inmediato la devaluación de la moneda y más inflación, pero a largo plazo se avanzó en temas de restablecimiento macroeconómico de manera sostenible, reinsertión del país en el sistema financiero internacional y solución a la crisis de la balanza de pagos.

Además la inversión extranjera presentó una importante expansión a partir de este momento, acompañada de garantía, libertades y derechos.

Es así como la apertura económica que inició a partir de la década de los años 90 representó el comienzo del crecimiento económico. Se realizaron reformas en el mercado de valores que permitieron el financiamiento de diversas empresas. Como evidencia, la capitalización de mercado pasó de \$ 812 en 1990 a \$12.092 en 1999. De igual manera, el volumen negociado aumentó de \$99 millones en 1990 a \$ 2.729 millones en 1999, implicando inversionistas locales y extranjeros.

## Lecciones para Venezuela

Entender cómo las finanzas contribuyen al desarrollo y cómo una buena política puede ayudar a garantizar su contribución, resulta vital para el crecimiento económico de los países. Las finanzas suelen trabajar ocultas en los países; pero cuando las cosas van mal, las fallas del sector financiero son dolorosamente visibles. Tanto el éxito como el fracaso tienen en gran parte sus orígenes en el entorno político. La política necesita crear y apoyar la infraestructura institucional –en áreas como la información, la legislación y la reglamentación– que es esencial para el fácil funcionamiento del mercado. Sobre todo, los agentes políticos necesitan trabajar con el mercado para ayudar a alinear los incentivos privados con los intereses públicos (Nicholas Stern, 2001).

En Venezuela, resulta imperativo rescatar el Mercado de Capitales y darle el rol que históricamente han tenido en los países que han logrado alcanzar altas tasas de desarrollo y crecimiento económico, cumpliendo así su función como plataforma idónea para la asignación eficiente de recursos.

También resulta importante rescatar, que en nuestro país nunca hemos tomado en cuenta el manejo óptimo en las finanzas a nivel institucional o personal, como medio para conducir una reducción de la pobreza; cuando la evidencia muestra claramente que el desarrollo financiero tiene un papel fuerte e independiente para incrementar la prosperidad general. Los países que construyen un entorno institucional seguro para los contratos financieros y hacen posible la prosperidad del sistema bancario y de los mercados de títulos organizados, verán sus esfuerzos producir frutos en la lucha contra la pobreza.