

**CONVENIO DE INVESTIGACIÓN**  
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA ARGENTINA  
FUNDACIÓN BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES

**MERCADO DE CAPITALES:**  
**CLAVE DEL DESARROLLO**

SANTIAGO C. TULA

MAXIMILIANO P. VOLPATO

**ASISTENTES:**

CARLA L. BONAHOVA

NICOLÁS BRIDGER

**OCTUBRE DE 2004**

## RESUMEN EJECUTIVO

**En el período 1999-2002 la Argentina sufrió la crisis económica más importante de su historia económica contemporánea.** El Producto Bruto Interno [PBI] se contrajo casi un 20% en términos reales y un 65% en dólares, en tanto que los indicadores de desempleo y pobreza alcanzaron niveles inéditos para el país. Por su parte, la cesación de pagos de la deuda pública, la devaluación del peso y el rompimiento unilateral de los contratos públicos y privados por parte del gobierno afectaron decisivamente las instituciones sobre las cuales se basa el normal funcionamiento de la sociedad y el sistema económico.

**El sistema financiero local no salió indemne a estos acontecimientos.** La crisis económica provocó un importante deterioro en la situación patrimonial de los distintos intermediarios financieros y en la riqueza de los inversores, junto con un fuerte incremento en la percepción de riesgo, factor particularmente nocivo para el desarrollo de una actividad tan basada en la confianza como lo es la intermediación financiera.

Ante esta difícil situación, y teniendo en cuenta que el buen funcionamiento del sistema financiero resulta una precondition esencial para el desarrollo económico sustentable de nuestro país, sorprende la escasez de estudios que evalúen sistemáticamente el impacto sufrido por el sistema financiero local a raíz de la crisis. **En este contexto, el presente trabajo tiene por finalidad llenar este vacío y así contribuir a una mayor comprensión de las perspectivas futuras del sector y, en particular, del mercado de capitales.**

La presente investigación busca evaluar el impacto de la crisis sobre los principales integrantes del sistema financiero (el sector bancario, los Fondos de Jubilaciones y Pensiones [FJPs], las Compañías de Seguros y el mercado de capitales) y sobre los inversores en el mismo, con el objeto de esbozar un estado de situación actual del sistema y, en base a ello, analizar sus perspectivas futuras.

**La realización del trabajo exigió estimar y analizar los estados patrimoniales a precios de mercado de los principales intermediarios,** para lo que fue necesario ajustar las cifras contenidas en los balances oficiales debido a la existencia de normas contables de valuación que introducen distorsiones en los mismos. A tal fin fue necesario realizar un exhaustivo estudio de los criterios de contabilización de cada cuenta de los balances oficiales de los distintos integrantes del sector financiero.

### *Impacto de la Crisis en el Sistema Financiero*

Los resultados obtenidos muestran una importante sobreestimación oficial de los patrimonios netos de los distintos intermediarios financieros para fines de 2001 y todo 2002, básicamente explicada por la notable diferencia en la valuación de los activos contra el gobierno argentino con respecto a los valores de mercado. Si se analiza **el balance consolidado de bancos, FJPs y Compañías de Seguros** resulta que los ajustes practicados cobran importancia a partir Junio de 2001, y alcanzan un valor máximo en Junio de 2002, momento en el que el patrimonio neto consolidado a valores oficiales excede en un 147% al patrimonio a precios de mercado.

**Balance Consolidado del Sistema Financiero<sup>1</sup>**  
(en \$ M)

		1999	2000		2001	2002	
		Dic	Jun	Dic	Jun	Jun	Dic
<b>Activo</b>	Oficial	179,576	198,062	194,320	184,311	250,913	255,166
	Mercado	178,678	196,675	193,299	181,810	209,252	220,805
	<b>Diferencia</b>	<b>898</b>	<b>1,387</b>	<b>1,022</b>	<b>2,501</b>	<b>41,661</b>	<b>34,361</b>
<b>Pasivo</b>	Oficial	143,672	161,015	154,433	142,896	182,097	186,014
	Mercado	143,672	161,015	154,433	142,816	181,367	185,128
	<b>Diferencia</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>79</b>	<b>730</b>	<b>886</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	Oficial	35,905	37,047	39,888	41,415	68,816	69,152
	Mercado	35,006	35,660	38,866	38,994	27,884	35,677
	<b>Diferencia</b>	<b>898</b>	<b>1,387</b>	<b>1,022</b>	<b>2,422</b>	<b>40,931</b>	<b>33,475</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina [BCRA], Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones [SAFJP] y Superintendencia de Seguros de la Nación [SSN].

Los valores estimados de los estados patrimoniales a precios de mercado permiten apreciar claramente el impacto de la crisis en el sistema financiero local. En este sentido, el patrimonio neto consolidado presentó una caída del 44% en pesos constantes y del 81% en dólares entre Junio de 2001 y Junio de 2002.

El **sector bancario** recibió el impacto más fuerte de la crisis. De acuerdo a las estimaciones realizadas, el patrimonio neto a precios de mercado del sector se tornó negativo en el 2002, en contraste con las cifras oficiales, que presentan valores positivos. Más aún, el valor de liquidación de los activos sería aun menor si se tiene en cuenta la falta de liquidez de los créditos y de la mayoría de las inversiones en activos contra el sector público. Además de los problemas patrimoniales detectados, el deterioro en la confianza de los inversores derivado del rompimiento unilateral de contratos por parte del gobierno, constituye una importante barrera para la recuperación del sector bancario.

Los **FJPs** también sufrieron el impacto de la crisis de 2001-2, aunque fueron menos afectados que el sector bancario. Debido a que su objetivo es la administración de fondos de inversión de largo plazo, su necesidad de liquidez durante la crisis no fue significativa y, por lo tanto, no sufrieron mayores pérdidas derivadas de la necesidad de liquidación de activos. Si se compara el valor de mercado de los FJPs en Diciembre de 2002 frente a aquel de Junio de 2001, puede afirmarse que, si bien los afiliados al régimen de capitalización vieron reducidas en un 51% su poder de compra en términos de dólar, su poder adquisitivo creció un 20% en términos de bienes locales.<sup>2</sup>

El análisis de los factores determinantes del cambio en el valor de los FJPs permite afirmar que la principal razón para las variaciones en el valor de los fondos en el período reside en el cambio de valor de sus activos. El ingreso de efectivo proveniente de los aportes netos de comisiones y prestaciones resultó siempre positivo y relativamente estable en el período.

La crisis de 2001-2 también tuvo un importante impacto sobre las **Compañías de Seguros**. El patrimonio neto presentó una fuerte caída producto de la disminución abrupta en el precio de los títulos públicos y préstamos contra el sector público, y del empeoramiento del escenario económico que impactó negativamente en la cantidad y el monto de los siniestros. Del análisis surge que si bien el patrimonio ajustado en pesos corrientes presenta un incremento

<sup>1</sup> El sistema financiero consolidado incluye al sistema bancario, los FJPs y las Compañías de Seguros. No se incluye el dato de Diciembre de 2001 debido a que no está disponible la información de compañías de seguro para esa fecha.

<sup>2</sup> Considerando la canasta del Índice de Precios al Consumidor [IPC].

luego de la crisis (afectado principalmente por la revaluación de las inversiones en moneda extranjera como consecuencia de la devaluación, la pesificación e indexación), el mismo presenta una fuerte caída de 15% en pesos constantes y de 64% en dólares, entre Septiembre de 2001 y Diciembre de 2002.

Para concluir, el impacto de la crisis sobre el **mercado local de capitales** debió analizarse mediante una metodología diferente a la empleada para el caso de bancos, FJPs y Compañías de Seguros, al no existir un estado patrimonial del mercado de capitales en donde estén registradas las operaciones que en él se desarrollan. La metodología empleada consistió en evaluar cómo fueron afectados por la crisis los principales indicadores del mercado local de capitales (capitalización bursátil, volúmenes operados, etc.) y complementar dicho análisis con un estudio comparativo del mercado frente a otros mercados de la región y el mundo.

Los resultados muestran que el mercado local de capitales sufrió un fuerte impacto como consecuencia del deterioro de la situación macroeconómica entre 1999-2002, lo que afectó negativamente su ya moderado nivel de desarrollo comparado con otros mercados regionales y mundiales previo a la crisis.

En el período se observa una contracción en su nivel de capitalización bursátil tanto en términos de dólares (y moneda constante) como en términos de PBI, una fuerte caída en los volúmenes negociados de acciones y títulos públicos, y una reducción en el monto de suscripciones accionarias. Asimismo, en cuanto a la composición del mercado, se observa una mejora en la participación relativa de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires [BCBA] respecto al Mercado Abierto Electrónico [MAE] en términos del volumen total negociado.

La comparación con otros mercados de los principales indicadores del mercado local de capitales a la salida de la crisis muestra que el mercado argentino presenta bajos niveles de capitalización en términos de PBI, un reducido número de empresas cotizantes, y un bajo monto operado y de suscripciones. No obstante, debe tenerse en cuenta que esta situación es la fotografía del mercado en 2002 y, por lo tanto, incluye el fortísimo impacto de la crisis.

### ***Impacto de la Crisis en los Inversores***

**La crisis económica de 2001 no solo afectó a los intermediarios financieros sino también a los inversores en dicho sistema.** El análisis de los rendimientos del inversor en el período 2000-3 arroja que todas las inversiones en Argentina estudiadas en este trabajo (plazos fijos -en pesos y dólares- acciones -Merval-) presentaron rentabilidades semestrales promedio negativas en dólares, en contraste con la rentabilidad positiva observada para plazos fijos constituidos en el exterior. La expectativa por parte de los inversores de este escenario fue justamente una de las razones que motivaron la importante salida de capitales del país antes y durante la crisis.

El ranking de rentabilidades en el período 2000-3 encuentra en primer lugar a los plazos fijos en dólares, seguidos por el Merval y los depósitos en pesos. No obstante, si se considera el período que abarca desde Junio de 2001 a Diciembre de 2003, el ranking de las inversiones encuentra en primer lugar al Merval.

Un correcto análisis de los rendimientos al inversor en el período no puede dejar incluir la mención de algunos puntos adicionales: **1)** En el caso de los plazos fijos se generó una diferencia entre el monto que deberían haber recibido los inversores de acuerdo a las condiciones pactadas y el monto efectivamente cobrado, diferencia que no estuvo presente para el caso de los inversores en acciones. **2)** El rompimiento de las condiciones contractuales del

sistema bancario tuvo un costo fiscal significativo para el gobierno. **3)** Debido a la reprogramación de los depósitos a plazo fijo, muchos inversores no pudieron disponer de sus fondos en todo momento, en tanto que los inversores en acciones tuvieron siempre la posibilidad de liquidar su posición a un determinado precio de mercado. **4)** La inversión en acciones presentó una volatilidad en los rendimientos superior a la observada para plazos fijos, lo que resulta consistente con la mayor sensibilidad del mercado accionario a la economía real.

### ***Desarrollo Esperado del Sistema Financiero***

**La teoría económica y los estudios empíricos muestran con total claridad que el desarrollo del sistema financiero de un país está directamente correlacionado con sus tasas de crecimiento económico:** el desarrollo del sistema financiero promueve el crecimiento y éste, en su dinámica, demanda un creciente volumen y complejidad de servicios financieros, desplegándose un proceso en el que la economía gana en riqueza y eficiencia.

Sin embargo, a pesar de haber coincidencia en la teoría económica acerca del impacto favorable del desarrollo del sistema financiero en el crecimiento económico, **existe considerable debate acerca de los méritos de sistemas financieros basados en bancos** (como ser Alemania y Japón) **respecto a aquellos basados en mercados de capitales** (como ser Estados Unidos y Reino Unido). Frente a esta polémica, en el presente trabajo se considera más apropiada una tercera posición presente en la literatura económica que no avala esta oposición entre bancos y mercado de capitales, sino que sostiene que ambos resultan importantes para el crecimiento económico.

De acuerdo a esta perspectiva, **el sistema financiero argentino en su conjunto tiene un rol importante que desempeñar en el proceso que se abre luego de la crisis de 2001-2.** Bancos, mercado de capitales y los demás sectores componentes del sistema financiero local deberán desarrollar servicios que complementariamente contribuirán a mejorar la eficiencia y la canalización del ahorro en la economía, incentivando el crecimiento económico.

Del análisis realizado en este trabajo puede concluirse que **la principal fortaleza que ostenta el mercado de capitales es el respeto ininterrumpido de los contratos con los inversores.** A pesar de la crisis, el mercado de capitales continuó funcionando normalmente en todo momento. Mientras tanto, ésta es la principal debilidad del sector bancario, en el cual se rompieron unilateralmente los contratos con los depositantes. Otra de las principales debilidades que presenta el sector bancario es el problema de solvencia, como consecuencia del descalce de plazos, moneda y riesgos de sus activos y pasivos y su alto grado de exposición al sector público.

Por su parte, las principales debilidades del mercado de capitales, y que constituyen las principales fortalezas del sector bancario, son los elevados costos transaccionales, la baja sofisticación de los inversores individuales y la reticencia de las empresas a abrir su capital a terceros y proporcionar información.

**Del análisis se concluye que el mercado de capitales posee las condiciones fundamentales para constituirse en un activo participante del sistema financiero luego de la crisis de 2001-2.** El cumplimiento irrestricto de los contratos con los inversores constituye su activo principal. Sin embargo, el grado de desarrollo del mercado de capitales estará condicionado por las debilidades que éste presenta y que limitaron su desenvolvimiento en el pasado.

Para el futuro desarrollo del mercado de capitales, es fundamental que se generen una serie de cambios regulatorios, institucionales y culturales que permitan transformar las debilidades del mercado en fortalezas, dentro de un marco político, económico y social estable. La definición de estos cambios excede el objetivo de este trabajo, y forman parte de la responsabilidad que tienen hoy los distintos actores del mercado, tanto del sector público como del sector privado. La definición e implementación de estos cambios impactará positivamente sobre el crecimiento a largo plazo de la economía argentina. Sin estos cambios, el desarrollo futuro del mercado de capitales se reducirá, disminuyendo el crecimiento de la economía en su conjunto. Es decir, **los cambios y reformas que impacten positivamente sobre el desarrollo del mercado de capitales doméstico son endógenos al crecimiento económico.**

El desarrollo del mercado de capitales local estará influenciado por las fuerzas de cambio que están transformando la forma de operar de los mercados de capitales a nivel mundial. En este sentido, y considerando que existe una fuerte competencia para la atracción de capitales entre los distintos mercados, el mercado de capitales argentino no podrá estar exento ni pasar por alto los cambios que se suceden a nivel mundial.

En resumen, luego del análisis de las fortalezas y debilidades del sector bancario y el mercado de capitales partiendo de su situación a Diciembre de 2002, y teniendo en cuenta la influencia de las tendencias que están transformando los mercados internacionales de capitales, **creemos están dadas las condiciones para que el mercado de capitales local desempeñe un rol fundamental como líder de la recuperación del sistema financiero luego de la crisis de 2001-2.** Para ello, los distintos sectores que conforman el mercado, tanto a nivel público como privado deberán plantear los cambios necesarios para resolver los problemas que hoy limitan el desarrollo del mercado, y permitir que el mismo compita por la atracción de fondos, tanto a nivel regional como a nivel mundial.

## **ÍNDICE GENERAL**

1. INTRODUCCIÓN .....	2
2. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO.....	4
2.1. Intermediarios Financieros Tradicionales.....	4
2.1.1. Sistema Financiero Consolidado.....	4
2.1.2. Sector Bancario.....	8
2.1.3. Fondos de Jubilaciones y Pensiones.....	16
2.1.4. Compañías de Seguros.....	22
2.2. Mercado de Capitales.....	25
3. IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS INVERSORES.....	35
4. DESARROLLO ESPERADO DEL SISTEMA FINANCIERO.....	40
5. CONCLUSIONES.....	48
6. APÉNDICES .....	50
6.1. Apéndice A: Sector Bancario.....	50
6.2. Apéndice B: Fondos de Jubilaciones y Pensiones.....	52
6.3. Apéndice C: Compañías de Seguros.....	55
6.4. Apéndice D: Balances Oficiales y Ajustados.....	57
7. BIBLIOGRAFÍA.....	63

## 1. INTRODUCCIÓN

En el período 1999-2002 la Argentina sufrió la crisis económica más importante de su historia contemporánea. El PBI se contrajo casi un 20% en términos reales y un 65% en dólares, en tanto que los indicadores de desempleo y pobreza alcanzaron niveles inéditos para el país. Por su parte, la cesación de pagos de la deuda pública, la devaluación del peso y el rompimiento unilateral de los contratos públicos y privados por parte del gobierno afectaron decisivamente las instituciones sobre las cuales se basa el funcionamiento normal de la sociedad y el sistema económico.

El sistema financiero local no salió indemne a estos acontecimientos. La crisis económica provocó un importante deterioro en la situación patrimonial de los distintos intermediarios financieros y en la riqueza de los inversores, junto con un fuerte incremento en la percepción de riesgo.

En Argentina, el sistema financiero ha debido desempeñarse dentro de un contexto de marcada volatilidad política y económica, caracterizado por continuos cambios institucionales. A lo largo de los años, su estructura y grado de desarrollo fue modificándose como respuesta a las vicisitudes económicas y políticas de la historia argentina. En la actualidad, el sector financiero enfrenta graves dificultades derivadas de la crisis política y económica de 2001-2. Asimismo, la rotura generalizada de contratos derivada de tal episodio dio a lugar un incremento en la incertidumbre, que afecta especialmente a las operaciones financieras, en donde la seguridad jurídica y la confianza en general cumplen un rol decisivo.

Ante esta difícil situación y mirando hacia adelante, se plantea el interrogante acerca de la forma que adoptará el sistema financiero en el futuro y si la misma hará posible un desarrollo económico sustentable del país. A tal fin, resulta indispensable analizar la evolución patrimonial del sistema en los últimos años para determinar la situación actual de los intermediarios financieros.

El **objetivo** de esta investigación es evaluar el impacto de la crisis de 2001-2 sobre los principales integrantes del sistema financiero (el sector bancario, los FJPs, las Compañías de Seguros y el mercado de capitales) y sobre los inversores, con el objeto de evaluar su situación luego de la crisis, y junto con las tendencias a nivel mundial, determinar su desarrollo esperado, con especial énfasis en el mercado de capitales.

Para ello, se analizan los cambios en la canalización del ahorro en la economía argentina entre Diciembre de 1999 y Diciembre de 2002, a través de la cuantificación y evaluación de la situación y evolución patrimonial del sistema financiero y sus principales componentes para dicho período.

El período de análisis fue escogido de forma tal de abarcar el desarrollo completo de la crisis de fines de 2001 y así poder estudiar sus efectos sobre el sistema financiero y la canalización del ahorro en la Argentina. El período inicial fue fijado en Diciembre de 1999 puesto que puede asumirse que a dicha fecha la economía doméstica todavía se encontraba en una situación de normalidad: el mercado internacional de capitales aún permanecía abierto para las colocaciones de deuda argentina y los rendimientos de tales instrumentos presentaban *spreads* semejantes al del promedio de los países emergentes.

Para cuantificar y evaluar la situación y evolución patrimonial del sistema financiero y sus principales componentes, resultó necesario practicar ajustes a las cifras contenidas en los estados patrimoniales consolidados oficiales debido a que los criterios contables con los que se elaboran tales cifras no resultan coincidentes con aquellos que exige un correcto análisis



patrimonial. En este sentido, para un análisis apropiado todos los componentes del activo deberían estar valuados a precios de mercado, y el pasivo y patrimonio neto a valores técnicos o nominales. Sin embargo, las reglas contables utilizadas para la valuación de activos en los estados patrimoniales oficiales del sistema financiero no siempre se basan en criterios basados en valores de mercado, introduciendo discrepancias entre las valuaciones oficiales y la realidad económica. Por ello, resultó necesario llevar a valores de mercado las cifras de activos publicados oficialmente.

Debido a su naturaleza, en el caso particular del mercado de capitales no se pudo adoptar dicha metodología sino que se debió proceder a evaluar los aspectos más relevantes del mercado (capitalización, volúmenes operados, concentración, etc.) a través de una serie de indicadores, de acuerdo a la práctica habitual en esta materia. La imposibilidad de utilizar la metodología general del trabajo al caso del mercado de capitales reside en el hecho de que éste no constituye un sector que intermedie financieramente tomando fondos y colocándolos a otros agentes económicos, sino que constituye un ámbito en donde tomadores y oferentes de fondos entran en contacto directamente, sin intermediación financiera por parte de una institución. Consecuentemente, al no existir un estado patrimonial del mercado de capitales en cuanto nexo entre los agentes participantes de las operaciones de crédito, no resulta factible cuantificar y evaluar su situación y evolución patrimonial.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En la **Sección 2** se analiza el impacto de la crisis de 2001-2 sobre el sistema financiero, con un estudio específico del impacto sobre los intermediarios financieros tradicionales (sector bancario, FJPs, Compañías de Seguros) y sobre el mercado de capitales. Se presenta además un resumen a nivel consolidado para los intermediarios financieros tradicionales. En la **Sección 3** se presenta un análisis del impacto de la crisis sobre los inversores, mediante un estudio comparativo del rendimiento obtenido por los inversores en el sector bancario y el mercado de capitales. En la **Sección 4** se evalúa el desarrollo esperado del sistema financiero argentino, y en especial del mercado de capitales, en base a sus principales fortalezas y debilidades luego de la crisis y las tendencias de desarrollo de los sistemas financieros a nivel mundial. Finalmente, en la **Sección 5** se presentan las conclusiones del trabajo, las cuales permiten esbozar un diagnóstico de la situación actual y las perspectivas futuras de los principales integrantes del sistema financiero local. Se remite a una serie de anexos la explicación de los aspectos metodológicos particulares empleados para cada tipo de intermediarios financiero, información que si bien no conviene incluir en el cuerpo principal del trabajo por motivos de claridad expositiva, resulta útil mantener por su importancia para la mejor comprensión del mismo.

## 2. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO

### 2.1. Intermediarios Financiero Tradicionales.

#### 2.1.1. Sistema Financiero Consolidado<sup>3</sup>

La crisis económica de 2001-2 tuvo un fuerte impacto sobre el sistema financiero, produciendo importantes cambios en la canalización del ahorro, la solvencia y liquidez de los intermediarios financieros. **El impacto sobre el sistema financiero estuvo íntimamente relacionado con la elevada exposición a riesgo en activos contra el gobierno nacional, el riesgo de confiscación de los ahorros, y el elevado nivel de dolarización del sistema.**

A medida que crecía la desconfianza sobre la sustentabilidad de los niveles de endeudamiento del sector público, y teniendo en cuenta la **elevada participación de activos contra el gobierno argentino** en los portafolios de inversión del sistema, las expectativas de los inversores acerca de la solvencia de los intermediarios financieros disminuía sensiblemente. En este sentido, una de las medidas que podía tomar el gobierno para mejorar la situación fiscal en el corto plazo era a través de una declaración de cesación de pagos de la deuda pública, lo cual reduciría sensiblemente sus abultadas necesidades de financiamiento.

Las expectativas de los inversores del sector bancario empeoraron fuertemente con el virtual cierre del mercado de capitales local durante el segundo semestre de 2001. Teniendo en cuenta la imposibilidad del BCRA de actuar como prestamista de última instancia bajo el régimen cambiario de convertibilidad, una de las fuentes de financiamiento a la que podría haber acudido el gobierno en el corto plazo era la **confiscación de los ahorros del sistema financiero**, hecho que no sería nuevo teniendo en cuenta la experiencia argentina.

La desconfianza sobre el sistema financiero se profundizó teniendo en cuenta el **elevado grado de dolarización** de los activos y pasivos de los intermediarios financieros. A pesar que la posición neta en moneda extranjera se encontraba en equilibrio, los ingresos de los deudores locales provenían principalmente del mercado de bienes no transables, y por lo tanto se verían afectados negativamente por una modificación del régimen cambiario, disminuyendo sensiblemente la probabilidad de recupero de los depósitos en su moneda de origen.

A fin de poder cuantificar y entender correctamente cual fue el impacto de la crisis, **resultó necesario practicar ajustes a ciertas activos en los que existían discrepancias entre los valores del balance oficial y los que surgen de su valuación a precios de mercado.** Los resultados de este trabajo se presentan en el siguiente cuadro, donde puede observarse la magnitud de las correcciones realizadas y los balances consolidados valuados a precios de mercado<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> El sistema financiero consolidado incluye al **sector bancario, los FJPs y las Compañías de Seguros.** El mercado de capitales no se incluye en los balances consolidados debido a que este sector no es un intermediario financiero tradicional, sino que constituye un ámbito en donde tomadores y oferentes de fondos entran en contacto directamente, sin intermediación financiera por parte de una institución.

<sup>4</sup> Los aspectos metodológicos pueden consultarse en los apéndices específicos para cada sector.

**CUADRO N° 1: Balance Consolidado del Sistema Financiero**  
(en \$ M)

		1999	2000		2001	2002	
		Dic	Jun	Dic	Jun	Jun	Dic
<b>Activo</b>	Oficial	179,576	198,062	194,320	184,311	250,913	255,166
	Mercado	178,678	196,675	193,299	181,810	209,252	220,805
	<b>Diferencia</b>	<b>898</b>	<b>1,387</b>	<b>1,022</b>	<b>2,501</b>	<b>41,661</b>	<b>34,361</b>
<b>Pasivo</b>	Oficial	143,672	161,015	154,433	142,896	182,097	186,014
	Mercado	143,672	161,015	154,433	142,816	181,367	185,128
	<b>Diferencia</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>79</b>	<b>730</b>	<b>886</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	Oficial	35,905	37,047	39,888	41,415	68,816	69,152
	Mercado	35,006	35,660	38,866	38,994	27,884	35,677
	<b>Diferencia</b>	<b>898</b>	<b>1,387</b>	<b>1,022</b>	<b>2,422</b>	<b>40,931</b>	<b>33,475</b>

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, SSN y AFJP.

Del análisis realizado surge que los ajustes practicados cobran importancia a partir Junio de 2001, y alcanzan un valor máximo en **Junio de 2002, para el cual el patrimonio neto consolidado a valores oficiales excede en un 147% al patrimonio a precios de mercado**. La sobrevaluación del patrimonio a valores contables se explica por la notable diferencia en la valuación de los activos contra el gobierno argentino con respecto a los valores de mercado. Esta diferencia se profundiza en el 2002 como consecuencia de la inclusión de los bonos compensatorios de los bancos por la pesificación asimétrica.

Para medir el impacto de la crisis sobre el sistema financiero consolidado en una unidad de cuenta homogénea, y luego de haber calculado los activos a valores de mercado, se analiza la evolución del patrimonio neto en pesos constantes<sup>5</sup> y en dólares.

**CUADRO N° 2: Evolución del Patrimonio Neto Consolidado del Sistema Financiero**  
(en \$ o US\$ M según se indique)

		1999	2000		2001	2002	
		Dic	Jun	Dic	Jun	Jun	Dic
<b>En pesos corrientes</b>		<b>35,006</b>	<b>35,660</b>	<b>38,866</b>	<b>38,994</b>	<b>27,884</b>	<b>35,677</b>
	Var. absoluta	...	654	3,206	128	-11,109	7,792
	Var. porcentual	...	2%	9%	0%	-28%	28%
<b>En pesos constantes</b>		<b>34,213</b>	<b>34,982</b>	<b>38,266</b>	<b>38,373</b>	<b>21,369</b>	<b>25,311</b>
	Var. absoluta	...	769	3,284	106	-17,004	3,943
	Var. porcentual	...	2%	9%	0%	-44%	18%
<b>En dólares</b>		<b>35,006</b>	<b>35,660</b>	<b>38,866</b>	<b>38,994</b>	<b>7,331</b>	<b>10,609</b>
	Var. absoluta	...	654	3,206	128	-31,663	3,278
	Var. porcentual	...	2%	9%	0%	-81%	45%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, SSN y AFJP.

**La crisis de 2001-2 tuvo un impacto fortísimo sobre el sistema financiero. El patrimonio neto consolidado presentó una caída del 44% en pesos constantes y del 81% en dólares, entre Junio de 2001 y Junio de 2002.**

El sector bancario recibió el impacto más fuerte de la crisis. El riesgo a regulaciones arbitrarias del gobierno (tal como la confiscación de los ahorros), la elevada exposición a riesgo de la cartera de inversiones con el sector público, y el riesgo devaluatorio por el alta grado de dolarización de los activos y pasivos, impactaron negativamente sobre la confianza de los inversores. Adicionalmente, el corto plazo de vencimiento de los pasivos bancarios y el notable

<sup>5</sup> Deflactado por el IPC.

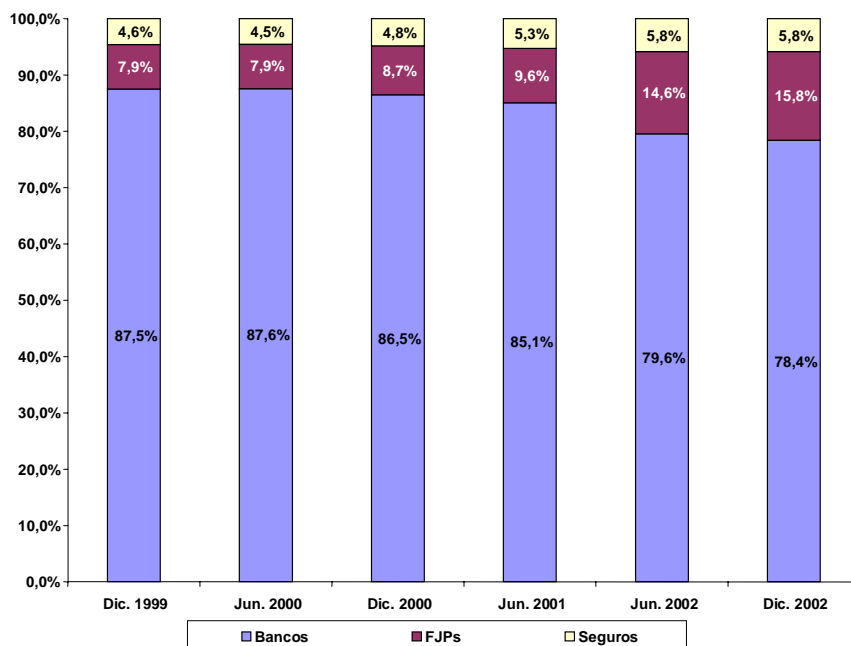
desarrollo experimentado por este sector en el década del 90 permiten explicar el impacto de la crisis sobre el mismo. **Las medidas dictadas por el gobierno rompiendo unilateralmente los contratos firmados entre los bancos y los inversores constituyen una importante barrera para la recuperación del Sector bancario.**

**Los FJPs también sufrieron el impacto de la crisis de 2001-2, aunque fueron menos afectados que el sector bancario.** Debido a que su objetivo es la administración de fondos de inversión de largo plazo, su necesidad de liquidez durante la crisis no era significativa y por lo tanto no sufrieron pérdidas significativas derivadas de la necesidad de liquidación de activos. El valor de los FJPs se encuentra fuertemente relacionado al resultado de la reestructuración de la deuda pública del gobierno, al constituir los activos contra el gobierno argentino gran parte de la cartera de los FJPs.

La crisis de 2001-2 tuvo un importante impacto sobre las **Compañías de Seguros**. El patrimonio neto presentó una fuerte caída producto de la disminución abrupta en el precio de los títulos públicos y prestamos contra el sector público, y del empeoramiento del escenario económico que impacto negativamente en la cantidad y monto de siniestros esperados.

Al analizar la **composición del activo consolidado por intermediario** para el período Junio de 2001 – Diciembre de 2002, se observa una importante caída en la participación del sector bancario (-6,7 puntos porcentuales), y en contrapartida un aumento de los FJPs (6,1 pp) y en menor medida de las Compañías de Seguros (0,6 pp).

**GRÁFICO N° 1: Activos Consolidados Ajustados**  
(en %)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, SSN y AFJP.

El **sector bancario** fue el que más sufrió la caída en los niveles de intermediación financiera, como consecuencia del corto plazo de vencimiento de los depósitos, el impacto de las regulaciones dictadas por el gobierno, y los riesgos de devaluación y confiscación de depósitos que derivó en la corrida bancaria de fines de Noviembre de 2001. Dada la naturaleza del negocio de los **FJPs** en el cual no es posible el rescate anticipado de los fondos administrados, estos intermediarios fueron los menos afectados en términos de caída de los activos administrados. Con respecto a las **Compañías de Seguros**, a pesar de que las compañías

de retiro y vida sufrieron importantes rescates que impactaron negativamente sobre los activos administrados, esto fue compensado parcialmente por el incremento en el negocio de seguros patrimoniales por el ajuste en el precio de los bienes asegurados.

**En resumen**, el sistema financiero argentino fue impactado fuertemente por la crisis de 2001-2. El Sector bancario, que concentraba el 86% del total de activos consolidados a fines de 2000, sufrió el mayor impacto que se reflejó en una feroz corrida bancaria y un fortísimo deterioro en la solvencia de las entidades financieras como consecuencia de la devaluación, la pesificación asimétrica y el *default*. Los FJPs sufrieron en menor medida el impacto de la crisis. A pesar de que poseían una elevada porción de su cartera de inversiones en activos contra el gobierno argentino, la escasa necesidad de liquidez de los FJPs les permitió reducir la realización de pérdidas por liquidación de activos durante la crisis. Las Compañías de Seguros fueron afectadas sensiblemente por la crisis, aunque su significatividad es mucho menor teniendo en cuenta la baja participación del mercado de seguros sobre el total de activos administrados.

## 2.1.2. Sector Bancario<sup>6</sup>

Durante la década del 90, en la economía argentina se implementaron un paquete de reformas tendientes a la liberalización de los mercados de bienes y servicios, la apertura de la economía al exterior (tanto para el comercio de bienes como para el movimiento de capitales), y la privatización de empresas que se encontraban en manos del estado. Estas reformas pro-mercado tuvieron como correlato un fuerte ingreso de capitales, que generó un importante crecimiento económico en el período 1991-1998.

El sector bancario desempeñó un papel fundamental en este período, líder en el proceso de liberación del mercado y la apertura al capital extranjero, y agente fundamental en la intermediación de los fondos que ingresaron al país (**los activos del sector bancario representaba el 86% del total de activos consolidados<sup>7</sup> del sistema financiero a Diciembre de 2000**). Existe una gran cantidad de trabajos publicados previo a la crisis de 2001-2, que ponderan las reformas introducidas en el sector bancario argentino y destacan la solidez del mismo en materia de liquidez y solvencia.

En el período 1998-2000, la economía argentina sufre un estancamiento en el crecimiento, acompañado de un fuerte deterioro en las finanzas públicas y un importante incremento en el nivel de endeudamiento público. Estos factores, junto con la rigidez del régimen de convertibilidad y la debilidad institucional del gobierno de turno para la ejecución de políticas, pusieron en duda la sustentabilidad intertemporal de la deuda pública. Existía a principios de 2001 una fuerte creencia, en mayor medida a nivel internacional pero también a nivel local, que la Argentina no podría hacer frente al pago de su deuda. En este contexto, el gobierno tomó una serie de medidas para revertir el proceso de deterioro de las finanzas públicas. A continuación se presenta un resumen de los principales hechos y medidas de gobierno durante el 2001, que tuvieron un impacto sobre el sector bancario.

### CUADRO N° 3: Principales Hechos y Medidas Económicas de 2001 que Impactaron sobre el Sector Bancario

- En Marzo de 2001 la crisis política produjo la renuncia de dos Ministros de Economía, José L. Machinea y Ricardo López Murphy, en el transcurso de veinte días.
- En Abril tuvieron lugar tres episodios que pusieron en duda la independencia del BCRA, impactando sobre la confianza en el sector bancario:
  - El gobierno se financió con el sector bancario por \$ 2.000 M., permitiendo que los bancos computaran estos títulos para el cumplimiento de los requisitos mínimos de liquidez. De hecho, se redujo indirectamente la liquidez mínima obligatoria que debía mantener los bancos ya que la probabilidad de vender estos títulos en el mercado secundario era prácticamente nula.
  - El gobierno reformó por decreto la Carta Orgánica del BCRA.

<sup>6</sup> El sector bancario comprende a los bancos, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y a las cajas de crédito.

<sup>7</sup> Para el cálculo del sistema financiero consolidado se incluyó al sector bancario, FJPs y Compañías de Seguros.

- Fue removido el titular de esta institución, Pedro Pou, en un proceso poco claro.
- A principios de Junio se completa el canje voluntario de US\$ 29.500 M de títulos de deuda pública por nuevos instrumentos con mayores plazos de vencimiento, reduciendo las necesidades de financiamiento en US\$ 12.600 M para el período 2001-5. A pesar de que el canje logró los objetivos planteados, la tasa de interés implícita de la operación fue superior al 17% anual, excediendo ampliamente la tasa esperada de crecimiento del PIB y generando fuerte desconfianza sobre la sustentabilidad de los niveles de deuda pública.
- A mediados de Junio, Cavallo crea el denominado “factor de convergencia” para el comercio exterior, con el fin de abaratar las exportaciones y encarecer las exportaciones sin modificar el régimen cambiario vigente. Sin embargo, la percepción del público era que estas medidas ponían en peligro la continuidad del régimen de convertibilidad.
- A comienzos de Julio se anuncia la “Ley de Déficit Cero”, que dejaba en evidencia la pérdida de acceso del sector público al mercado voluntario de deuda. A partir de esta situación los analistas señalan como concreta la posibilidad de la cesación de pagos de la deuda pública argentina.
- En Septiembre el BCRA solicita el desembolso de US\$ 1.200 M de los créditos preaprobados con bancos internacionales (*Contingent Repo Facility*), que se habían constituido luego de la crisis del Tequila.
- En Noviembre el gobierno anuncia un nuevo canje de deuda pública, que comprendía el canje de títulos públicos nacionales y provinciales por préstamos garantizados, con una tasa de interés máxima del 7%, un período de gracia de seis meses para el pago del interés, y una extensión del plazo vencimiento de tres años. La fase 1 del canje fue dirigida a los acreedores locales (bancos, AFJPs y privados por un total de US\$ 51.000 M). La fase 2 de la operación dirigida a acreedores externos y aquellos que no participaron en la fase 1 nunca fue llevada a cabo. Luego del anuncio del canje, la calificadora Standard & Poor’s disminuye la calificación de la deuda argentina a *Default Selectivo (SD)*, fundamentando su posición en que a pesar de que la participación de los acreedores era voluntaria, los nuevos instrumentos ofrecidos poseían condiciones menos favorables que los originales, y los acreedores no tenían una posibilidad real de recibir los pagos comprometidos originalmente.
- En Noviembre, previo a la imposición del denominado “corralito”, se limitan las tasas de interés pagadas sobre los depósitos.

Las medidas políticas y económicas tomadas por el gobierno para revertir la desconfianza interna y externa fueron completamente ineficaces, y en algún caso agravaron la situación. La economía no logró recuperarse y el deterioro de las finanzas públicas se profundizó, junto con el cierre del mercado voluntario de deuda. La posibilidad concreta de la cesación de pagos del estado argentino y el abandono del régimen monetario de convertibilidad impactó fuertemente sobre la confianza de los agentes en el sector bancario. La suma de estos elementos pusieron en marcha la corrida bancaria que refleja el temor de los depositantes a que se recurriese en forma creciente y compulsiva a las fondos líquidos del sector bancario para financiar al sector público, hecho que no sería nuevo de acuerdo a la experiencia histórica argentina.

**En el 2001 el sector bancario presentó una disminución fortísima de los depósitos (\$ 16.547 M) con una caída del 20%**, acompañada de una merma en el crédito externo por más de \$ 8.000 M. Estas necesidades de fondos fueron cubiertas con la disminución del financiamiento al sector privado (\$ 11.900 M), la cancelación de activos externos (\$ 10.700 M), y la asistencia del BCRA por \$ 4.400 M. La notable caída del financiamiento al sector privado durante el 2001 generó profundos problemas de liquidez en la economía que derivaron en un rompimiento de la cadena de pagos.

A fines de Noviembre de 2001, ante la imposibilidad de hacer frente a esta corrida que tomo el carácter de sistémica, y para evitar la quiebra generalizada de las entidades, el gobierno impuso restricciones al retiro de depósitos, impidiendo la libre disposición de los ahorros de los individuos<sup>8</sup>.

**A pesar de la fuerte caída en los activos del sector bancario, el crédito hacia el sector público se incrementó durante este período.** Esto responde a que el gobierno acudió a estos intermediarios cuando perdió la capacidad de colocar deuda en el exterior y su restricción presupuestaria le obligaba a obtener financiamiento local (el gobierno obtuvo financiamiento voluntario de los bancos pero cuando la crisis se agravó recurrió a estos de forma compulsiva).

La **situación patrimonial** de las entidades financieras se modificó radicalmente a partir de la **devaluación** del peso<sup>9</sup> y las medidas subsiguientes:

- **Default.** El gobierno argentino se declaró en cesación de pagos de la deuda pública.
- **Control de capitales.** El gobierno estableció numerosas regulaciones con el objeto de reducir a un mínimo la salida de capitales, mediante restricciones específicas para la compra de moneda extranjera y el retiro de depósitos no reprogramados.
- **Limitación de los derechos de los acreedores.** El gobierno suspende temporariamente los derechos de ejecución de deudas hipotecarias y otros créditos.
- **Reprogramación de depósitos.** Introducción de nuevas restricciones a la disponibilidad de depósitos bancarios (reprogramación de acuerdo a la Resolución N° 6/2002 del Ministerio de Economía del 10 de Enero de 2002 y resoluciones modificatorias de la misma).
- **Pesificación e indexación asimétrica de depósitos, préstamos y contratos.** Conversión forzosa a pesos de las obligaciones financieras en moneda extranjera bajo legislación nacional (Decreto 214/2002).
- **Pesificación de la deuda pública.** Conversión forzosa a pesos de la deuda pública en moneda extranjera bajo legislación nacional (Decreto 471/2002).

En el año 2002, la actividad económica sufrió una de las caídas más importantes de la historia, dada la traumática y poco ordenada salida de la Convertibilidad, junto al *default* del gobierno. La crisis tuvo un fuerte impacto en el sistema financiero. **Luego de una década de esfuerzos tendientes a la liberalización y transparencia del sector bancario, en el 2002 el**

---

<sup>8</sup> El congelamiento de depósitos tuvo lugar el 3 de Diciembre de 2001 mediante el Decreto 1570/2001.

<sup>9</sup> El abandono de la paridad con el dólar estadounidense se realizó con el dictado de la Ley 25.561 de Emergencia Económica del 7 de Enero de 2002 y el Decreto 71/2002 del 10 de Enero de 2002.



**gobierno intervino dictando resoluciones que impusieron las condiciones de valuación, moneda, y plazo de vencimiento de los activos y pasivos del mismo, rompiendo unilateralmente todos los contratos vigentes entre las entidades y los ahorristas.**

A fin de poder cuantificar y entender correctamente cuál fue el impacto de la crisis sobre el sector bancario, **resultó necesario practicar ajustes a ciertos activos en los que existían discrepancias entre los valores del balance oficial y los que surgen de su valuación a precios de mercado.** Los resultados de este trabajo se presentan en el siguiente cuadro, donde puede observarse la magnitud de las correcciones realizadas y los balances del sector bancario valuados a precios de mercado<sup>10</sup>.

**CUADRO N° 4: Balance del Sector Bancario**  
(en \$ M)

		1999	2000		2001		2002	
		Dic	Jun	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic
<b>Activo</b>	Oficial	157.324	173.315	167.818	155.651	128.806	199.609	200.068
	Mercado	156.432	172.293	167.198	154.704	121.749	166.476	173.099
	<b>Diferencia</b>	<b>892</b>	<b>1.021</b>	<b>621</b>	<b>948</b>	<b>7.057</b>	<b>33.133</b>	<b>26.969</b>
<b>Pasivo</b>	Oficial	140.420	157.277	150.535	138.684	112.323	170.401	173.982
	Mercado	140.420	157.277	150.535	138.684	112.323	170.401	173.982
	<b>Diferencia</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	Oficial	16.905	16.038	17.283	16.968	16.483	29.208	26.086
	Mercado	16.013	15.017	16.662	16.020	9.426	-3.925	-883
	<b>Diferencia</b>	<b>892</b>	<b>1.021</b>	<b>621</b>	<b>948</b>	<b>7.057</b>	<b>33.133</b>	<b>26.969</b>

Fuente: Elaboración propia.

Del trabajo realizado surge que **los balances oficiales exageran el verdadero valor del patrimonio neto del sector bancario.** La sobrevaluación contable del activo de los bancos no resulta significativa hasta Junio de 2001 (menos del 1% del valor de los activos en todos los casos). Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2001 se incrementa alcanzando el ajuste un valor máximo a Junio de 2002 (16,6 % del valor de los activos). La sobrevaluación contable se eleva en momentos de crisis, debido a que los valores técnicos de los títulos públicos se alejan significativamente de su precio de mercado, que refleja fielmente la probabilidad de pago. La magnitud de la discrepancia contable está relacionada en forma directa con la importancia que adquieren en la cartera de las entidades los activos contra el sector público, entre los cuales se incluye los bonos compensatorios por la pesificación asimétrica.

**Del estudio resulta que el patrimonio neto del sector bancario a precios de mercado se había vuelto negativo<sup>11</sup>, tanto a Junio como Diciembre de 2002, provocando el virtual quiebre del sistema de no ser por las restricciones impuestas a la salida de depósitos durante el 2001, y la reprogramación dispuesta en el 2002.** Esto revela que las entidades financieras se hallaban incapacitadas de honrar sus compromisos de deuda si liquidaran todos sus activos (en el caso teórico de que esto hubiera sido necesario, el valor de liquidación de los activos sería aun menor si tenemos en cuenta la falta de liquidez de la mayoría de las inversiones en activos contra el sector público y de los créditos).

Para medir el impacto de la crisis sobre el sector bancario en una unidad de cuenta homogénea, y luego de haber calculado los activos a valores de mercado, se analizará la evolución del patrimonio neto en pesos constantes<sup>12</sup> y en dólares.

<sup>10</sup> Los aspectos metodológicos pueden consultarse en el Apéndice A.

<sup>11</sup> La sobrevaluación del patrimonio neto del sector bancario depende en gran medida del resultado de la reestructuración de la deuda pública.

<sup>12</sup> Deflactado por el IPC.

**CUADRO N° 5: Evolución del Patrimonio Neto del Sector Bancario**

(en \$ o US\$ M según se indique)

	1999	2000		2001		2002	
	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic
<b>En pesos corrientes</b>	<b>16.013</b>	<b>15.017</b>	<b>16.662</b>	<b>16.020</b>	<b>9.426</b>	<b>-3.925</b>	<b>-883</b>
Var. absoluta	...	-996	1.645	-642	-6.594	-13.351	3.042
Var. porcentual	...	-6%	11%	-4%	-41%	-142%	-77%
<b>En pesos constantes</b>	<b>15.650</b>	<b>14.731</b>	<b>16.405</b>	<b>15.765</b>	<b>9.426</b>	<b>-3.008</b>	<b>-627</b>
Var. absoluta	...	-919	1.674	-640	-6.339	-12.434	2.381
Var. porcentual	...	-6%	11%	-4%	-40%	-132%	-79%
<b>En dólares</b>	<b>16.013</b>	<b>15.017</b>	<b>16.662</b>	<b>16.020</b>	<b>9.426</b>	<b>-1.032</b>	<b>-263</b>
Var. absoluta	...	-996	1.645	-642	-6.594	-10.458	769
Var. porcentual	...	-6%	11%	-4%	-41%	-111%	-75%

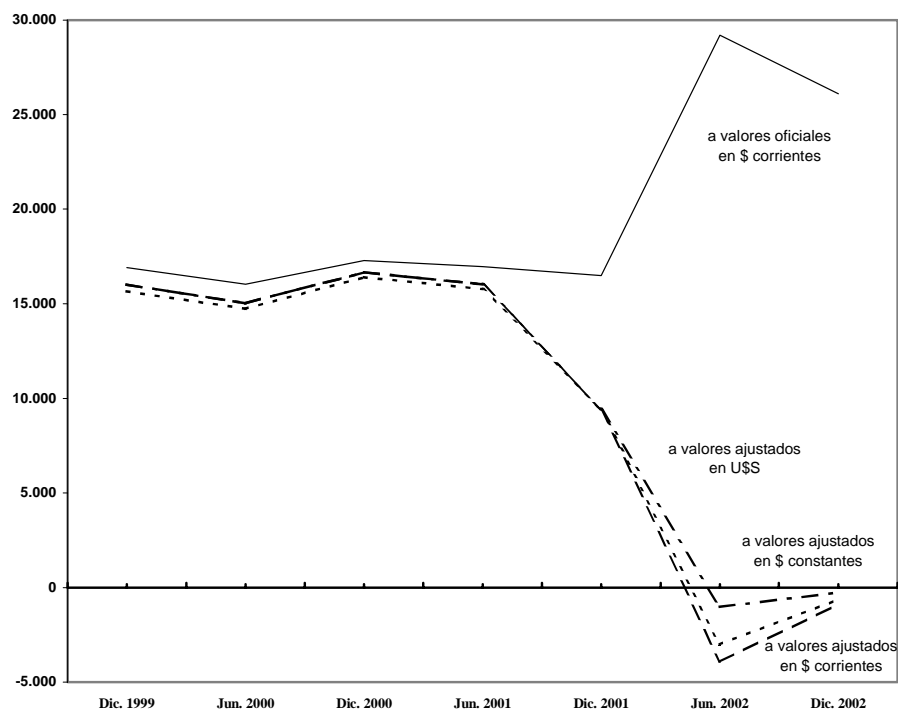
Fuente: Elaboración propia.

**La crisis impactó fuertemente al sector bancario en el segundo semestre de 2001 (-41%), como consecuencia de la brusca caída en el precio de los títulos públicos. La devaluación del peso, la cesación de pagos de la deuda pública, la pesificación asimétrica de los activos y pasivos del sector bancario y la posterior compensación impactaron fuertemente sobre el patrimonio en el primer semestre de 2002 (-111%), que presentó una caída en dólares de US\$ 17.052 M entre Junio de 2001 y Junio de 2002.**

Para entender por qué la crisis afectó tan negativamente al sector bancario debe analizarse cual era la situación de liquidez y solvencia antes de la crisis. **El sector bancario argentino presentaba elevados niveles de liquidez previo a la crisis**, por encima de las recomendaciones y estándares internacionales aconsejados para la intermediación financiera por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Sin embargo, **la situación patrimonial escondía fragilidades** que reducían la capacidad de reaccionar favorablemente frente a *shocks* adversos, aún bajo escenarios en los cuales la paridad peso dólar no sufriera modificaciones.

En el período 1998-2001, la economía argentina evidenciaba una caída en el nivel de actividad económica que se reflejaba con un ajuste de tipo de cambio real, instrumentado por un descenso en los precios de los bienes no transables, y acompañado de un incremento en el nivel de desempleo. En este sentido, el sector bancario no poseía normas explícitas de regulación referentes a la reducción en la capacidad de pago de los préstamos de los sectores no transable bajo el escenario descrito anteriormente. Por lo tanto, luego de tres años consecutivos de caída en el nivel de actividad la cartera de préstamos al sector privado y del gobierno presentaba un fuerte deterioro en al capacidad de pago.

**GRÁFICO N° 2: Evolución del Patrimonio Neto del Sector Bancario**  
(en \$ o US\$ M según se indique)



Fuente: Elaboración propia.

Adicionalmente, debe destacarse el **problema generado por la alta dolarización**, tanto en los activos como de los pasivos (65% y 63% del total de activos y pasivos, respectivamente). En principio, parecería que el riesgo de insolvencia derivado del descalce de monedas estaba cubierto, dado que la posición neta en moneda extranjera era positiva previo a la crisis. Sin embargo, existía un riesgo crediticio derivado no de la denominación de los activos, sino de la moneda de denominación de los ingresos de los deudores del sistema financiero. Un alto porcentaje de los préstamos en dólares al sector privado estaba destinado al financiamiento de actividades de producción de bienes y servicios no transables, es decir, que generaban ingresos en pesos. Asimismo, los créditos otorgados al sector público también se encontraban denominados en dólares cuando los ingresos del fisco provienen en su mayoría de las actividades del sector no transable. En estos casos, la capacidad de cobrar estos activos en la moneda en la que estaban denominados originalmente se vería reducida considerablemente al producirse una realineación del tipo de cambio real a la baja (la reducción sería mucho mayor bajo el escenario de que el mecanismo de realineación del tipo de cambio fuera una devaluación del tipo de cambio nominal).

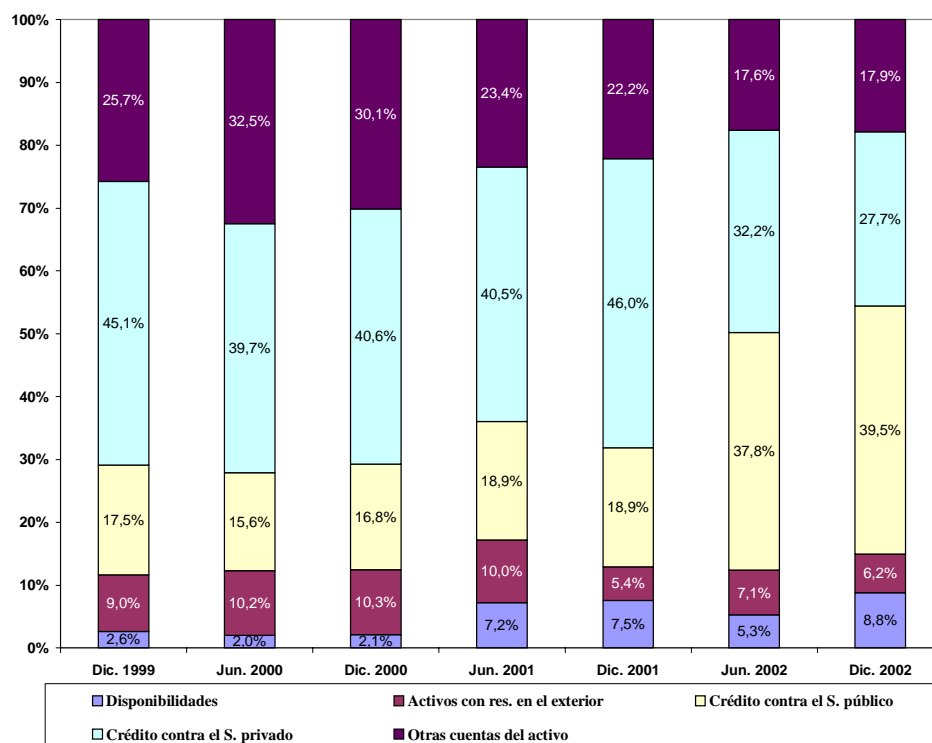
Dado el problema de asimetría de información, los bancos se enfrentan a una mayor exposición del sector no transable en el total de préstamos en las etapas de crecimiento económico anteriores a la crisis. Dicha realidad genera la necesidad de tomar mayores recaudos en la calificación de los préstamos, endureciendo los requerimientos en el caso de que se destinen al sector no transable, independientemente de la denominación del mismo.

El problema del incremento del crédito al sector público reside en el reconocimiento de estos instrumentos como libres de riesgo, cuando claramente en el caso argentino no lo eran. Esta actitud se reflejaría en posteriores medidas del gobierno que permitirían la inclusión de los bonos públicos para el cumplimiento de los requisitos de liquidez.

La fortísima caída en el patrimonio del sector bancario es resultado en parte de decisiones propias de composición de cartera de activos, pero por sobre todo es consecuencia de la secuencia de decisiones gubernamentales: cesación de pagos de la deuda pública y pesificación, devaluación, pesificación asimétrica de activos y pasivos del sistema, y compensación que siguieron a la corrida bancaria de finales de 2001.

A continuación se presenta un gráfico en donde se puede observar el fuerte incremento de la exposición del sector bancario en activos contra el sector público.

**GRÁFICO N° 3: Composición del Activo de l Sector Bancario a Valor de Mercado**  
(en %)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Los créditos contra el sector público se incrementan durante 2001, aunque la participación sobre el total de activos no aumenta en gran medida como consecuencia de la fuerte caída en el precio de los títulos públicos. Este desplazamiento de los préstamos a favor del sector público es característico de periodos recesivos acompañados por aumentos en los niveles de endeudamiento fiscal.

En el año 2002 se observa un fortísimo incremento de la participación de los activos contra el gobierno (de 19% a 40%), principalmente como consecuencia de la inclusión de los bonos compensatorios otorgados a los bancos por la pesificación asimétrica de depósitos y préstamos (por un monto mayor a US\$ 8.000 M). Con el objeto de mitigar el efecto de la devaluación sobre los deudores del sector bancario, se decidió la pesificación de los créditos privados nominados en moneda extranjera a una tasa de cambio de 1\$/1US\$ e indexados por el CER o Coeficiente de Variación Salarial [CVS], mientras que los depósitos en moneda extranjera fueron pesificados a una relación de 1.4\$/1US\$ e indexados por el CER. Como resultado de la pesificación e indexación asimétrica de activos y pasivos bancarios, el gobierno decidió compensar a los bancos por el impacto patrimonial negativo de esta medida.

**Con la pesificación e indexación asimétrica el gobierno buscó reducir el impacto de la devaluación sobre los individuos y empresas endeudados en dólares, trasladando en una primera instancia el costo a los bancos, y finalmente a los contribuyentes luego de la emisión de los bonos compensatorios (el incremento en la deuda del gobierno con el sector bancario por la emisión de los bonos compensatorios será asumida por las futuras generaciones).**

Como contrapartida del incremento en la participación de los créditos con el sector público, se observa una importante reducción de los activos contra el sector privado (de 46% al 32%), explicada fundamentalmente por la inclusión de los bonos compensatorios, las diferentes condiciones a las que fueron pesificados, y la fuerte cancelación de créditos privados con depósitos reprogramados.

Del análisis de composición de activos del Sector bancario a Diciembre de 2002 surge claramente que la situación de solvencia del sistema bancario se encuentra íntimamente ligada al comportamiento de las principales variables fiscales en el mediano y largo plazo, y especialmente a los resultados de la reestructuración de la deuda pública en *default*.

### 2.1.3. Fondos de Jubilaciones y Pensiones<sup>13</sup>

En el año 1993 el sistema previsional argentino fue reformado con la sanción de la Ley N° 24.241, instituyéndose un Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones [SIJP] compuesto por un régimen de reparto y un régimen de capitalización.

En el régimen de capitalización, los afiliados realizan aportes que se acumulan en cuentas individuales administradas por sociedades constituidas a tal efecto, denominadas Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones [AFJPs]. Una vez deducidas las comisiones respectivas, dichos aportes son capitalizados junto a la rentabilidad que se obtiene de las inversiones. Como contrapartida, los afiliados a este régimen pueden disponer del saldo acumulado en sus cuentas a la edad de 60 años (mujeres) o 65 años (varones), para aplicarlo a la generación de una prestación periódica jubilatoria.

Desde su creación, los FJPs han presentado un crecimiento sostenido que les ha permitido alcanzar un valor de 14.823 millones de dólares en 2001. Asimismo, debido a la magnitud de los fondos administrados, las AFJPs se han convertido en importantes inversores institucionales del mercado local de capitales, con una participación promedio del 8% en las operaciones del mercado secundario para el período 1999-2002<sup>14</sup>.

Para estudiar a los fondos jubilatorios en el período resultó necesario practicar ajustes en ciertas partidas de sus activos en las que existían discrepancias entre los valores oficiales (informados por la SAFJP) y los que surgían de su valuación a precios de mercado. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro, donde puede observarse la magnitud de las correcciones realizadas y los balances de los FJPs valuados a precios de mercado.<sup>15</sup>

**CUADRO N° 6: Balance de los FJPs**  
(en \$ M)

		1999	2000		2001		2002	
		Dic	Jun	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic
<b>Activo</b>	Oficial	16,823	19,022	20,454	22,312	21,828	37,730	40,112
	Mercado	16,817	18,657	20,054	21,098	15,909	32,116	36,235
	<b>Diferencia</b>	<b>6</b>	<b>365</b>	<b>401</b>	<b>1,214</b>	<b>5,919</b>	<b>5,614</b>	<b>3,877</b>
<b>Pasivo</b>	Oficial	72	343	90	188	1,086	2,644	1,513
	Mercado	72	343	90	188	1,086	2,644	1,513
	<b>Diferencia</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	Oficial	16,751	18,679	20,365	22,124	20,742	35,087	38,599
	Mercado	16,745	18,314	19,964	20,909	14,823	29,472	34,721
	<b>Diferencia</b>	<b>6</b>	<b>365</b>	<b>401</b>	<b>1,214</b>	<b>5,919</b>	<b>5,614</b>	<b>3,877</b>

Fuente: Elaboración propia.

<sup>13</sup> El presente capítulo se centra en el análisis de los FJPs, es decir, la suma de todos los fondos administrados por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. No se estudia a las administradoras en sí mismas debido a la separación patrimonial impuesta por la normativa vigente entre éstas y los fondos administrados. Si tal separación no existiese, hubiera sido necesario incluir un análisis de estas sociedades para evaluar los riesgos que su situación económico-financiera pudiera generar sobre los fondos administrados.

<sup>14</sup> La participación en el MAE sube fuertemente en 2002 debido a la fuerte contracción en el volumen negociado de este mercado.

<sup>15</sup> Los aspectos metodológicos pueden consultarse en el Apéndice B.

El trabajo realizado permite afirmar que **los balances oficiales exageran el verdadero valor de los FJPs** y que la magnitud de tal distorsión fue incrementándose a medida se profundizaba la crisis económica. En este sentido, la sobrevaluación resulta muy moderada en 1999 y 2000, algo más importantes en Junio de 2001 y significativa para Diciembre de 2001 y todo 2002.

**La distorsión introducida por los métodos contables de valuación alcanza su máximo en diciembre de 2001, donde los balances oficiales presentan un valor para los FJPs que excede en un 28% su valor de mercado** (unos \$ 5.900 M). Si bien el monto de sobrevaluación fue declinando gradualmente a lo largo de 2002, todavía se ubicaba en niveles cercanos al 10% a finales de dicho año.

Si se analiza la discrepancia contable por cuentas del activo, se observa que prácticamente la totalidad de esta discrepancia se encuentra explicada por la sobrevaluación de activos contra el sector público: títulos públicos a mantener al vencimiento entre Diciembre de 1999 y Junio de 2001, y préstamos garantizados para el resto del período.

Para evaluar el evaluar el impacto de la crisis de 2001-2 sobre el valor de los FJPs debe tenerse en cuenta que su valor en pesos corrientes está afectado por la importante depreciación del tipo de cambio y las elevadas cifras de inflación producidas en el período. Por ello, resulta conveniente complementar el análisis con un estudio de la evolución de los fondos a precios constantes y en dólares. En el siguiente cuadro se presenta la evolución del patrimonio neto de los FJPs utilizando distintas unidades de medida.

**CUADRO N° 7: Evolución del Patrimonio Neto de los FJPs**  
(en \$ o US\$ M según se indique)

	1999	2000		2001		2002	
	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic
<b>En pesos corrientes</b>	<b>16.745</b>	<b>18.314</b>	<b>19.964</b>	<b>20.909</b>	<b>14.823</b>	<b>29.472</b>	<b>34.721</b>
Var. absoluta	...	1.569	1.650	945	-6.086	14.649	5.249
Var. porcentual	...	9%	9%	5%	-29%	99%	18%
<b>En pesos constantes</b>	<b>16.365</b>	<b>17.966</b>	<b>19.656</b>	<b>20.576</b>	<b>14.823</b>	<b>22.585</b>	<b>24.633</b>
Var. absoluta	...	1.600	1.690	920	-5.753	7.762	2.048
Var. porcentual	...	9,8%	9,4%	4,7%	-28,0%	52,4%	9,1%
<b>En dólares</b>	<b>16.745</b>	<b>18.314</b>	<b>19.964</b>	<b>20.909</b>	<b>14.823</b>	<b>7.756</b>	<b>10.325</b>
Var. absoluta	...	1.569	1.650	945	-6.086	-7.067	2.569
Var. porcentual	...	9%	9%	5%	-29%	-48%	33%

Fuente: Elaboración propia.

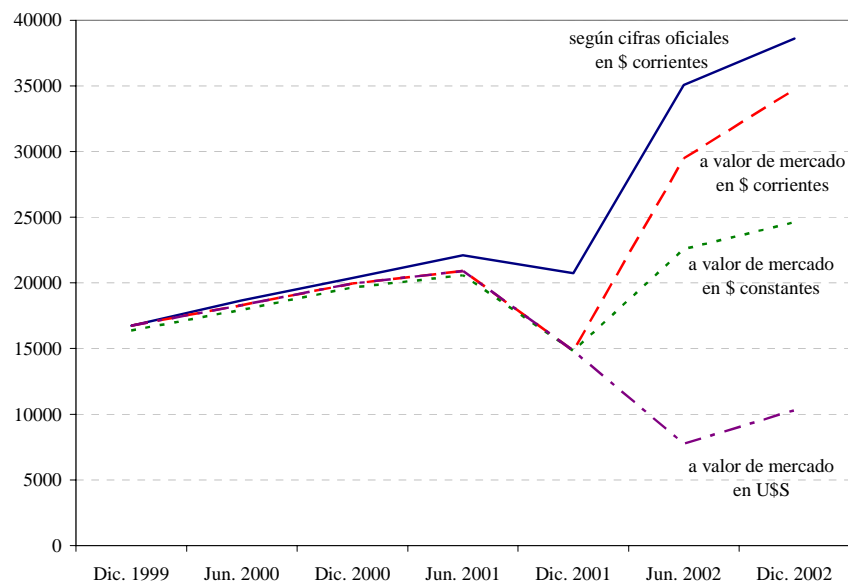
**La crisis económica comienza a afectar decididamente el valor de mercado de los FJPs hacia el segundo semestre de 2001.** El deterioro de la situación económica que llevaría a la salida de la convertibilidad y la cesación de pagos del sector público generó una brusca reducción de unos \$ 6.000 M (un 30%) del valor de los fondos jubilatarios. **Esta caída es significativamente mayor a la reducción de \$ 1.400 M (del 6%) registrada en las cifras oficiales**, estando la diferencia explicada por el hecho de que los balances oficiales no reflejan íntegramente la baja en los precios de los activos de los FJPs en el segundo semestre de 2001.

La evolución posterior del fondo está muy influenciada por la fuerte depreciación del tipo de cambio nominal y real, el rebrote inflacionario y la reestructuración de ciertos activos financieros de los FJPs contra el gobierno y el sistema bancario. Como consecuencia de ello, **el**

valor de mercado de los FJPs se recupera tanto a precios corrientes como constantes durante 2002, en tanto que continúa cayendo fuertemente medido en dólares.

Si se compara el valor de mercado de los fondos en Diciembre de 2002 frente a aquel de Junio de 2001, puede afirmarse que, **si bien que los afiliados al régimen de capitalización vieron reducidas en un 51% su poder de compra en términos de dólar, su poder adquisitivo creció un 20% en términos de bienes locales.**<sup>16</sup>

**GRÁFICO N° 4: Evolución del Patrimonio Neto de los FJPs**  
(en \$ o US\$ M según se indique)



Fuente: Elaboración propia.

Para poder comprender en detalle las causas de la evolución reseñada para el valor de mercado de los FJPs, resulta necesario cuantificar los factores que afectan el tamaño de los fondos, a saber: las diferencias de valuación y la recaudación neta de comisiones menos las prestaciones netas<sup>17</sup> (es decir, la variación a precios de mercado neto de diferencias de valuación).

**CUADRO N° 8: Evolución del Patrimonio Neto de los FJPs**  
(en \$ M)

	2000		2001		2002	
	I	II	I	II	I	II
<b>Δ Patrimonio Neto</b>	<b>1.569</b>	<b>1.650</b>	<b>945</b>	<b>-6.086</b>	<b>14.649</b>	<b>5.249</b>
- Diferencias de valuación	-24	163	-601	-7.304	14.168	4.848
- Variaciones a precios de mercado netas de diferencias de valuación	1.594	1.487	1.546	1.218	481	402
. Recaudación neta	1.539	1.516	1.559	1.295	515	579
. Prestaciones netas	55	-29	-13	-78	-34	-177

Fuente: Elaboración propia.

<sup>16</sup> Considerando la canasta del IPC.

<sup>17</sup> El concepto de “recaudación neta” incluye la recaudación neta de comisiones devengadas y el concepto de “prestaciones netas” incluye los capitales complementarios netos de prestaciones pagadas, transferencias a CSR y otros.



El análisis de los factores determinantes del cambio en el valor de los FJPs permite afirmar que el ingreso de fondos proveniente de los aportes netos de comisiones y prestaciones resultó siempre positivo y relativamente estable, presentando una reducción en su importancia en 2002 como consecuencia de la disminución que se ordenara en los aportes personales de los trabajadores en relación de dependencia a fines de 2001. Por esta razón, **las grandes fluctuaciones de corto plazo que se observan en el valor de los fondos jubilatorios en los semestres de crisis obedecen básicamente a las fuertes diferencias de valuación.**

Lo afirmado en el párrafo anterior implica que, de no haberse producido cambios en los precios de los activos en poder de los FJPs, su valor debería haber presentado un crecimiento gradual a lo largo del período relevado. La explicación de este fenómeno reside en que el número de aportantes del régimen de capitalización supera holgadamente al de beneficiarios, por lo que los FJPs son receptores de fondos en términos netos. A medida vaya pasando el tiempo, es de esperar que comience a elevarse el número de beneficiarios en relación al de aportantes.

**Si se analiza el período previo a la crisis**, es decir aquel que cubre el año 2000 y el primer semestre de 2001, **el incremento de más de \$ 4.150 M en el valor de los FJPs se debió al hecho de que los fondos provenientes de la recaudación de aportes netos de comisiones superaron ampliamente a los pagos por prestaciones netas a beneficiarios.** De acuerdo a cifras oficiales de la SAFJP, el flujo de fondos neto de los FJPs por estos conceptos fue positivo en unos \$ 4.627 M durante el período. Dicho crecimiento fue parcialmente compensado por la existencia de una diferencia de valuación negativa de unos \$ 463 M, especialmente centrada en el primer semestre de 2001.

Esta diferencia de valuación negativa contrasta con la revalorización nominal de \$ 746 M de pesos que muestran las cifras oficiales para el período. La diferencia está directamente relacionada con las discrepancias contables presentes en las cifras oficiales y se explica por el hecho de que la caída en el precio de los activos financieros locales en poder de los fondos durante el período (especialmente en el primer semestre de 2001) no fue íntegramente reflejada por las cifras oficiales. De ahí la fuerte suba en las discrepancias contables de las cifras oficiales en el primer semestre de 2001 (ver Cuadro N° 6).

**En el segundo semestre de 2001, la caída de \$ 6.000 M en el valor de los FJPs se encuentra explicada por una sensible pérdida de valor de sus inversiones** (por \$ 7.304 M) que terminó más que compensando el ingreso de fondos proveniente de los aportes netos de comisiones y prestaciones (\$ 1.218 M). El monto de la diferencia de valuación resulta superior a los \$ 2.600 M informados oficialmente, siendo la explicación para este fenómeno idéntica a la dada en el párrafo anterior para el período pre-crisis.

**Finalmente, durante 2002 la principal explicación para el fortísimo incremento de \$ 19.898 M (un 134%) en el valor de los FJPs debe hallarse en la revalorización de las inversiones**, la cual explicó unos \$ 19.016 M. De esta cifra, unos \$ 9.100 M obedecen a la conversión a pesos (a una relación 1,4\$/1US\$) de la deuda pública denominada en moneda extranjera y a la indexación de esas tenencias por la evolución del CER. El ingreso neto de fondos derivado del cobro de la recaudación neta de comisiones y prestaciones sólo explica los \$ 883 M restantes del incremento de los FJPs a valor de mercado.

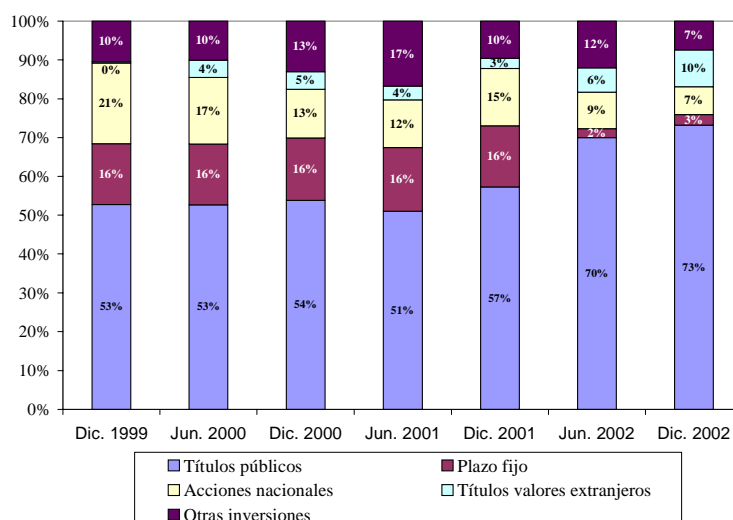
**El carácter general del impacto de la crisis sobre los activos de los fondos es consecuencia de las limitaciones impuestas sobre los FJPs a invertir prácticamente la totalidad de cartera en activos locales.** Esto implica que la calidad de los activos de los afiliados al régimen de capitalización individual presenta una relación directa con la suerte de la economía nacional, lo cual es particularmente problemático para países con la volatilidad que presenta la Argentina.

En este sentido, debido a la elevada concentración de activos contra el gobierno nacional en los FJPs y plazos fijos locales, una importante porción del cambio verificado en su valor estuvo directamente relacionado con medidas gubernamentales referidas a las condiciones de su deuda denominada en moneda extranjera<sup>18</sup> y la reprogramación de depósitos.

De lo expuesto en los párrafos anteriores queda claro que **la composición de la cartera de los FJPs fue determinante en la evolución del valor de los fondos durante el período**. Por ello, para completar el análisis se incluye un breve estudio de la cartera de los FJPs por instrumentos y monedas de los fondos.

**El rasgo más distintivo de la composición de la cartera de inversiones<sup>19</sup> de los FJPs es la elevada concentración en títulos públicos**, la cual supera el 50% antes la devaluación y el 70% en el período siguiente. Este fenómeno implica que el principal deudor de los futuros jubilados del régimen de capitalización es el sector público, hecho que cobra particular relevancia en un país donde este sector ha incumplido sus obligaciones financieras en no pocas oportunidades. Asimismo, la concentración de activos gubernamentales en la canasta del gobierno muestra que gran parte de los aportes de los afiliados al régimen de capitalización fueron destinados a la financiación de desequilibrios fiscales, con el perjuicio de no haber podido ser utilizados para financiar emprendimientos del sector privado.

**GRÁFICO N° 5: Composición de las inversiones de los FJPs a valor de mercado<sup>20</sup>**



Fuente: Elaboración propia.

<sup>18</sup> El Decreto N° 471/02 estableció que las obligaciones del Sector Público Nacional, Provincial y Municipal vigentes al 3 de Febrero de 2002 denominadas en dólares estadounidenses u otra moneda extranjera cuya ley aplicable fuera solamente la ley argentina (ésta era la situación de la mayor parte de la cartera de los FJPs luego del canje de títulos públicos de Noviembre de 2001 por Préstamos Garantizados), se convirtieran a 1,40\$/1US\$ o su equivalente en otra moneda extranjera y se ajustaran por el CER. El mencionado decreto también estableció nuevas tasas de interés para los activos convertidos a moneda nacional y la capitalización de los intereses devengados al 3 de Febrero de 2002.

<sup>19</sup> Teniendo en cuenta que el rubro inversiones representa en promedio un 98% del valor de mercado de los activos de los FJPs, el análisis se centra exclusivamente en este rubro.

<sup>20</sup> Los porcentajes se calcularon en base a las estimaciones de los valores de los FJPs a precios de mercado realizadas en este trabajo y, por tal razón, diferirán de las que surgen de las cifras oficiales.

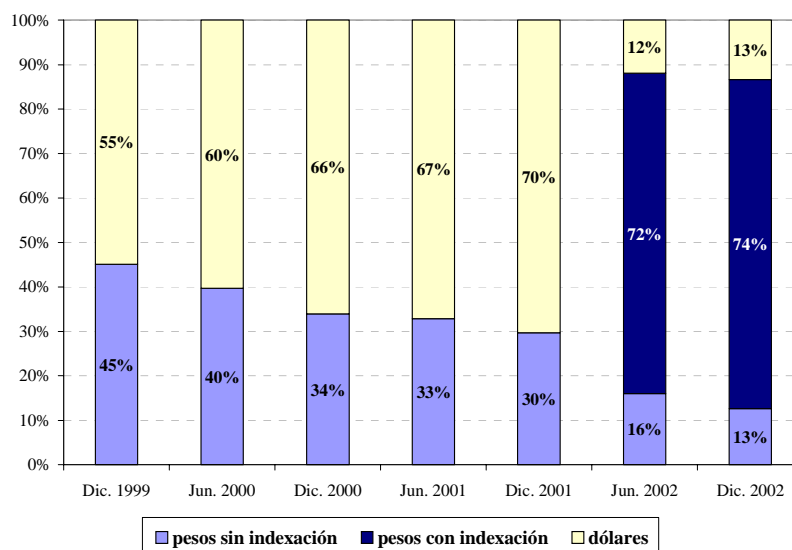
El incremento en la ya considerable participación de títulos públicos en el total de inversiones de los FJPs durante 2002 se debe básicamente a la pesificación e indexación de los préstamos garantizados originalmente denominados en moneda extranjera, y por el incremento en el precio de mercado de estos instrumentos. De esta manera, **los títulos públicos llegan a dar cuenta del 73% del valor de los FJPs a Diciembre de 2002.**

Le siguen en importancia las colocaciones a plazo fijo y las acciones nacionales, que en conjunto explicaban aproximadamente un tercio de la cartera previo a la devaluación y su participación se reduce a un 10% en el período siguiente. Completan la cartera los títulos extranjeros y el resto de las inversiones. El incremento en la participación en el valor de las inversiones de los títulos extranjeros durante 2002 se debe a la fuerte suba del tipo de cambio y su efecto sobre su valuación en pesos, llegando a representar el 10% de la cartera a fin de dicho año.

**En cuanto a la composición por moneda del total de inversiones a valor de mercado, se observa una tendencia a la dolarización en el período previo a la devaluación del peso.** El porcentaje de las inversiones denominadas en dólares llegó a alcanzar un 70% en Diciembre de 2001. A pesar de que la elevada participación de activos en dólares podría haber llevado a pensar que los FJPs se hallaban protegidos frente a eventuales modificaciones en el tipo de cambio nominal, el hecho de que la gran mayoría de estos instrumentos pertenecieran al gobierno mostraría la falsedad de este argumento. En efecto, la devaluación del peso fue seguida de la cesación de pagos y posterior reestructuración de la deuda pública en poder de las AFJPs, lo que terminó afectando en forma significativa el valor en dólares de los fondos jubilatarios.

**Como consecuencia de la pesificación de la deuda pública y de los depósitos en entidades financieras en poder de las AFJPs, la porción de la cartera denominada en moneda extranjera se reduce fuertemente durante 2002,** pasando del 70% en Diciembre de 2001 a tan sólo el 13% en Diciembre de 2002. Por su parte el porcentaje de la cartera de inversiones denominada en moneda local sube abruptamente, aunque gran parte de la misma se halla indexada a la evolución de CER. **A Diciembre de 2002 un 74% de la cartera se encontraba invertida en instrumentos ajustables por CER.**

**GRÁFICO N° 6: Composición por monedas de las inversiones de los FJPs a valor de mercado**



Fuente: Elaboración propia.

## 2.1.4. Compañías de Seguros<sup>21</sup>

El impacto de la crisis sobre las Compañías de Seguros no tendrá una importancia significativa sobre el sistema financiero total, teniendo en cuenta la **baja participación de los activos administrados por el mercado de seguros**, que representaban un **5% del activo consolidado del sistema financiero a Diciembre de 2000**. Estas cifras son bajas si se las compara con el volumen de activos administrados por las Compañías de Seguros a nivel internacional. En países desarrollados, las compañías de seguros de vida y retiro cumplen un rol protagónico como inversores institucionales del sistema financiero.

En la Argentina, durante la segunda mitad de la década del 90 comenzó a desarrollarse el mercado de seguros de vida y retiro de la mano del ingreso de compañías extranjeras líderes en el mercado mundial de seguros de vida. Sin embargo, este proceso fue abruptamente detenido por la crisis de 2001-2, que afectó sensiblemente a los intermediarios financieros que manejaban fondos de inversión de largo plazo.

Para poder cuantificar y analizar el impacto de la crisis sobre el mercado asegurador fue necesario practicar ajustes a algunos componentes del activo en los cuales existía discrepancia entre el valor oficial y los que surgían de su valuación a precios de mercado. A continuación se presentan los resultados de estos ajustes, donde puede observarse la magnitud de los mismos y los balances de las Compañías de Seguros valuados a precios de mercado<sup>22</sup>.

**CUADRO N° 9: Balance de las Compañías de Seguros**  
(en \$ M)

		1999	2000		2001		2002	
		Dic	Jun	Dic	Jun	Sep	Jun	Dic
Activo	Oficial	9.971	10.664	11.081	11.818	11.849	18.453	19.012
	Mercado	9.971	10.664	11.081	11.479	10.921	15.539	15.497
	Diferencia	0	0	0	339	928	2.914	3.515
Pasivo	Oficial	7.723	8.335	8.841	9.494	9.603	13.932	14.544
	Mercado	7.723	8.335	8.841	9.415	9.382	13.202	13.658
	Diferencia	0	0	0	79	220	730	886
Patrimonio Neto	Oficial	2.249	2.329	2.240	2.324	2.246	4.521	4.468
	Mercado	2.249	2.329	2.240	2.064	1.539	2.337	1.839
	Diferencia	0	0	0	260	707	2.184	2.629

Fuente: Elaboración propia.

Del análisis efectuado puede concluirse que **las cifras contables sobreestiman el verdadero valor del patrimonio de las Compañías de Seguros**. La sobrevaluación se eleva en momentos de crisis, como consecuencia de la fuerte caída en los precios de mercado de los activos financieros locales. La distorsión contable alcanza un máximo a Diciembre de 2002, donde presenta un valor que excede en un 143% el valor del patrimonio neto a precios de mercado.

La distorsión entre los valores oficiales y los valores a precios de mercado está explicada por diferencias en la valuación de los créditos contra el sector público (principalmente

<sup>21</sup> En el análisis quedan comprendidas las Compañías de Seguros patrimoniales, vida, retiro y riesgos del trabajo, como será detallado en el apéndice metodológico específico del sector.

<sup>22</sup> Los aspectos metodológicos pueden consultarse en el Apéndice C.

por los préstamos garantizados del gobierno nacional los cuales se encuentran valuados al vencimiento<sup>23</sup>).

Para el período **pre-crisis**, la discrepancia contable del patrimonio neto se incrementa a partir de Junio de 2001, período que coincide con la caída en el precio de los títulos públicos locales y con la ampliación del límite establecido por la autoridad regulatoria para valuar los títulos públicos al vencimiento. En el período **post-crisis** la discrepancia sufrió un importante incremento explicado fundamentalmente por la disposición de la autoridad regulatoria que permitió valuar las tenencias de préstamos garantizados a su “valor técnico”<sup>24</sup>.

El estudio de las cifras de los estados patrimoniales ajustados de las Compañías de Seguros permite evaluar correctamente la situación real de solvencia y liquidez del mercado, al no estar afectados por criterios de valuación contables. Además se podrá determinar la pérdida patrimonial sufrida por la industria como consecuencia del impacto de la crisis de 2001-2. Esta pérdida puede medirse como la variación del patrimonio neto entre Diciembre de 2002 y Septiembre de 2001. Para medir correctamente el impacto en una unidad de cuenta homogénea, se toma el patrimonio neto en moneda constante de Diciembre de 2001, y el patrimonio en dólares.

**CUADRO N° 10: Evolución del Patrimonio neto de las Compañías de Seguros**  
(en \$ o US\$ M según se indique)

	1999	2000		2001		2002	
	Dic	Jun	Dic	Jun	Sep	Jun	Dic
<b>En pesos corrientes</b>	<b>2.249</b>	<b>2.329</b>	<b>2.240</b>	<b>2.064</b>	<b>1.539</b>	<b>2.337</b>	<b>1.839</b>
Var. absoluta	...	81	-89	-176	-525	798	-499
Var. porcentual	...	4%	-4%	-8%	-25%	52%	-21%
<b>En pesos constantes</b>	<b>2.198</b>	<b>2.285</b>	<b>2.206</b>	<b>2.031</b>	<b>1.526</b>	<b>1.791</b>	<b>1.304</b>
Var. absoluta	...	87	-80	-174	-506	265	-487
Var. porcentual	...	4%	-3%	-8%	-25%	17%	-27%
<b>En dólares</b>	<b>2.249</b>	<b>2.329</b>	<b>2.240</b>	<b>2.064</b>	<b>1.539</b>	<b>614</b>	<b>547</b>
Var. absoluta	...	81	-89	-176	-525	-924	-68
Var. porcentual	...	4%	-4%	-8%	-25%	-60%	-11%

Fuente: Elaboración propia.

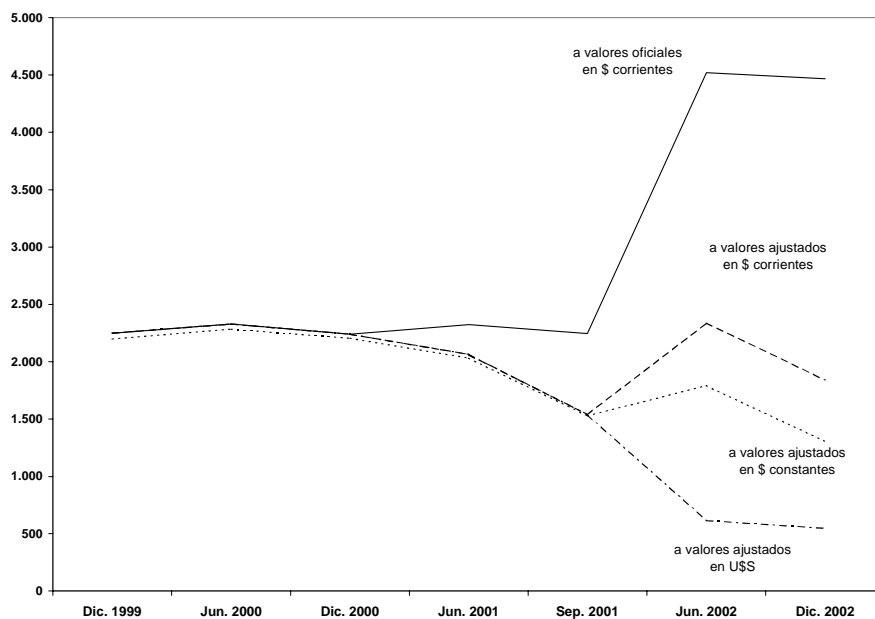
Del análisis surge que el patrimonio ajustado a valores corrientes presenta un incremento luego de la crisis, afectado principalmente por la revaluación de las inversiones en moneda extranjera como consecuencia de la devaluación, la pesificación e indexación. Sin embargo, el **patrimonio en pesos constantes y en dólares presenta una fuerte caída de 15% y 64% respectivamente**, entre Septiembre de 2001 y Diciembre de 2002.

**Esta fuerte disminución del patrimonio de las Compañías de Seguros refleja el efecto de la cesación de pagos del gobierno, y el incremento en los pasivos contingentes como consecuencia de la mayor tasa de criminalidad y el incremento en el costo promedio de los siniestros. El impacto patrimonial en dólares (-64%) es mucho mayor que el medido en moneda constante, producto de la fuerte devaluación de la moneda.**

<sup>23</sup> Este criterio de valuación surge de distribuir linealmente a lo largo de la vida del bono la ganancia de capital que se genera al momento de su compra por la diferencia existente entre los precios de adquisición y su valor técnico.

<sup>24</sup> Ver Resolución N° 28.759 de la SSN del 27 de Noviembre de 2001.

**GRÁFICO N° 7: Evolución del Patrimonio Neto de las Compañías de Seguros**  
(en \$ o US\$ M según se indique)



Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, puede afirmarse que la exposición al riesgo del gobierno argentino junto con un incremento en los pasivos contingentes como consecuencia del cambio en el escenario macroeconómico (aumento en el monto esperado de siniestros), impactó negativamente sobre la solvencia del mercado de seguros.

## 2.2. Mercado de Capitales

En este capítulo se estudia el impacto de la crisis de 2001-2 en el mercado de capitales argentino, centrándose el análisis en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires [BCBA]<sup>25</sup> y el Mercado Abierto Electrónico [MAE]<sup>26</sup>.

Debido a la naturaleza propia de todo mercado de capitales (al no existir un estado patrimonial del mercado de capitales en donde estén registradas las operaciones que en él se desarrollan), la metodología de análisis difiere de la empleada para el caso de bancos, FJPs y Compañías de Seguros. **La metodología empleada consiste en evaluar cómo fueron afectados por la crisis los principales indicadores del mercado local de capitales (capitalización bursátil, volúmenes operados, etc.) y complementar dicho análisis con un estudio comparativo del mercado local frente a otros mercados de la región y el mundo.** Para ello, se utilizaron las estadísticas provistas por la Federación Mundial de Bolsas de Valores [FMBV]<sup>27</sup>, las cuales permiten reducir significativamente el riesgo de cometer errores al realizar comparaciones internacionales.

### *El Impacto de la Crisis en el Mercado de Capitales Argentino.*

Se comienza este análisis con el estudio del impacto de la crisis sobre la **capitalización bursátil**, indicador que mide el valor de mercado de las acciones de las compañías cotizantes y que se ha convertido en uno de los más utilizados para medir el grado de desarrollo de un mercado de capitales. **El concepto de capitalización bursátil puede definirse en forma restringida**, acotando el cálculo a las empresas cotizantes nacionales (definición empleada en las estadísticas de la FMBV), **o bien en forma amplia**, incluyendo también a las empresas extranjeras.

Esta distinción cobra particular importancia para el mercado de capitales argentino, en donde **las 4 empresas cotizantes extranjeras en el 2002 explican el 84% de la capitalización bursátil**. Estas cuatro empresas, que en forma conjunta alcanzan un valor de 293 mil \$ M, son Telefónica (132 mil millones), Banco Santander Central Hispano (101 mil millones), Repsol YPF (55 mil millones) y Tenaris (5 mil millones). La capitalización de las empresas extranjeras presentó un importante crecimiento medido en pesos en el 2002 no sólo debido al incremento en la cantidad (pasaron de 3 a 4 empresas cotizantes), sino también debido a que la devaluación del peso incremento su valor en pesos.<sup>28</sup>

---

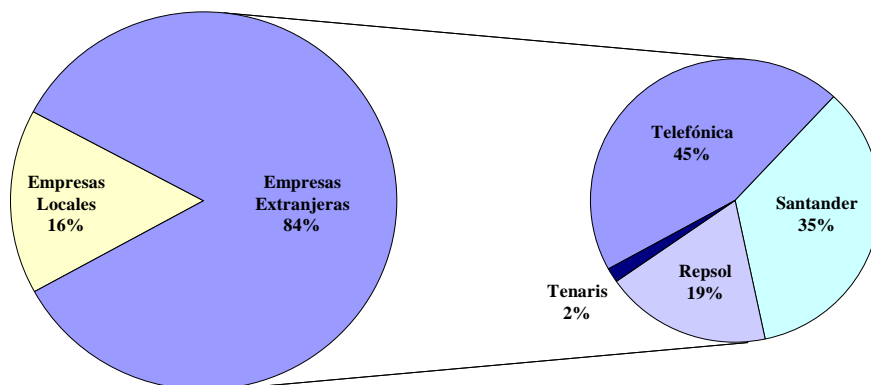
25 En la BCBA se negocian una amplia gama de instrumentos financieros, formados por Acciones, Obligaciones Negociables, Bonos Públicos, Fondos Comunes de Inversión, Fideicomisos Financieros, CEDEARs, Certificados de Crédito Fiscal, Certificados de Custodia y Cedros.

26 El MAE es un mercado *over-the-counter* que inició sus operaciones en 1989 y que agrupa a bancos (tanto locales como extranjeros), compañías financieras, casa de cambios y los denominados agentes puros. En él cotizan títulos públicos (que explica el 98% del volumen negociado entre 1999 y 2002), obligaciones negociables, bonos del tesoro, letras de tesorería, bonos provinciales y municipales, certificados de participación en fideicomisos financieros y fondos cerrados de inversión. En este mercado no se operan acciones desde 1993.

27 *World Federation of Exchanges (WFE)*.

28 Las tres empresas cotizantes extranjeras en 2001 (Telefónica, Banco Santander Central Hispano y Repsol YPF) presentaban una capitalización de 159 miles de \$ M, en tanto que estas mismas empresas alcanzaban un valor de 288 miles de millones en 2002.

**GRÁFICO N° 8: Capitalización del Mercado Argentino por Empresas Locales y Extranjeras: Año 2002**  
(en \$ M)



Siguiendo el criterio de la FMBV (que excluye del cálculo a las empresas cotizantes extranjeras) se observa que **la capitalización en pesos corrientes se recuperó en 2002 de las caídas registradas en los dos años anteriores**. No obstante, dicha recuperación fue muy inferior a la necesaria para compensar la pérdida de valor experimentada por el peso tanto en términos de dólar como de poder adquisitivo debido a la inflación.

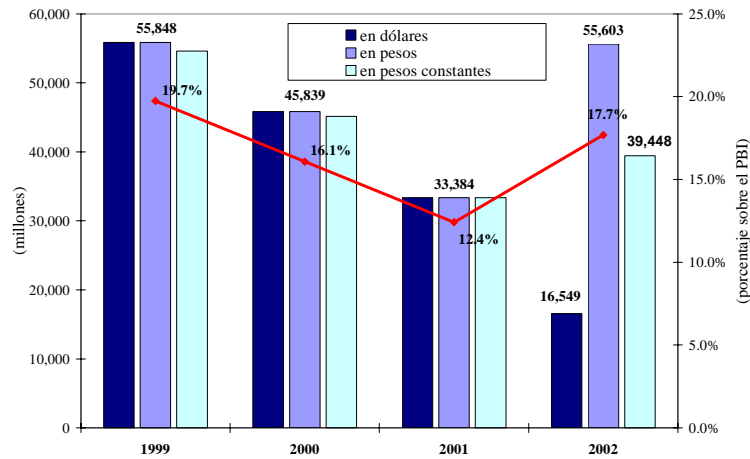
Si bien el número de empresas nacionales cotizantes se redujo de 125 en 1999 a 114 en 2002 (lo que contribuyó a reducir la capitalización bursátil), una fuerte porción de tal reducción obedece a la importante contracción en el valor de las empresas nacionales cotizantes medido en dólares y en moneda constante como consecuencia la crisis. Por ello, **la capitalización bursátil registró una fuerte caída del 70% en términos de dólares y del 30% en pesos constantes entre 1999 y 2002**.

Si se analiza el ratio de capitalización bursátil a PBI, se observa que luego de declinar fuertemente de 19,7% a 12,4% entre 1999 y 2001, se recupera considerablemente a un 17,7% en el año 2002. La caída inicial en el ratio se debe a que el deterioro de la situación macroeconómica afectó más que proporcionalmente al valor de las empresas que al PBI nominal. Este fenómeno se debe a que el valor de las compañías no es más que el valor presente de su flujo esperado de fondos al capital, por lo que resulta muy afectado por cambios en las expectativas futuras, más allá de la magnitud de los cambios contemporáneos en el nivel de actividad económica. Finalmente, la recuperación del ratio en 2002 obedece básicamente al rebote del precio de las acciones, el cual superó al incremento del PBI nominal en pesos<sup>29</sup>. **La suba del ratio de capitalización luego de procesos de fuerte depreciaciones de la moneda local también se observaron en los casos mexicano y brasileño en los 90.**

<sup>29</sup> El Merval creció un 78% en pesos en el 2002, en tanto que el PBI nominal en pesos hizo lo propio en solo 16,3% (como combinación de una reducción del 10,9% en PBI real y una suba del 30,6% en el deflactor de precios).



**GRÁFICO N° 9: Capitalización Bursátil del Mercado Argentino**  
(Metodología FMBV)

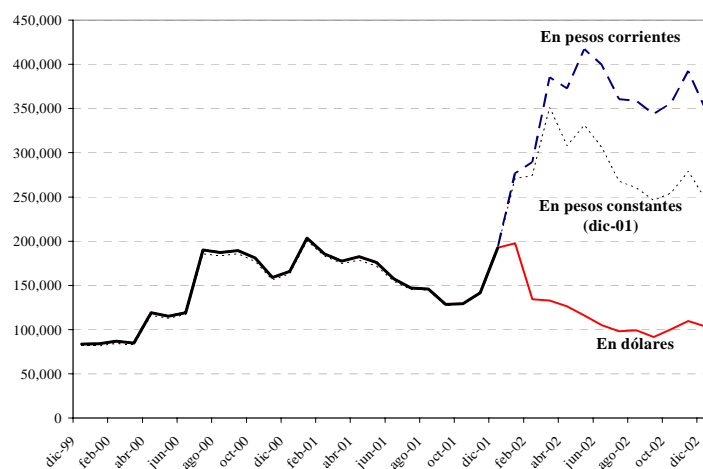


Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la FMBV.

Si se incluye en la definición de capitalización bursátil a las empresas extranjeras cotizantes en el mercado local, el comportamiento del indicador luce menos afectado por la crisis económica de 2001-2. No obstante, debe considerarse que el número de empresas extranjeras cotizantes se elevó de 1 en 1999 a 4 en 2002, lo cual contribuyó a expandir el valor de la capitalización en el período. Asimismo, debe tenerse en cuenta que al emplear esta definición más amplia del término, y considerando la importancia de las empresas extranjeras en el mercado local, la evolución del indicador pasa a estar menos afectada por las condiciones económicas internas.

De todas maneras, la crisis tuvo su impacto en la evolución de esta versión más abarcativa de capitalización bursátil no sólo a través de la caída en el valor de las empresas cotizantes locales, sino también (aunque en menor medida) por el impacto indirecto de la crisis en el valor de las empresas extranjeras. En el gráfico siguiente puede observarse la evolución de la capitalización en términos dólares, pesos corrientes y pesos constantes.

**GRÁFICO N° 10: Capitalización Bursátil del Mercado Argentino**  
**Incluyendo Empresas Cotizantes Extranjeras**  
(en \$ o US\$ M según se indique)



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la BCBA.

**En cuanto a los volúmenes operados de acciones y títulos públicos, los mismos declinaron fuertemente a raíz de la crisis. En el caso de las acciones, los montos negociados en promedio diariamente cayeron un 88% en dólares, pasando de US\$ 47,5 M a US\$ 5,4 M entre 1999 y 2002.** Aún medida en pesos la caída no deja de ser significativa, con un volumen operado que se reduce a \$ 18,3 M (unos \$ 13 M en pesos constantes de 2001). **Este comportamiento es explicado por la combinación de un menor nivel de precios de las acciones y una menor cantidad de papeles comercializados.** Teniendo en cuenta que la contracción en el volumen operado en pesos corrientes entre 1999 y 2002 alcanza un 60% y que el promedio anual del Merval declinó un 17% entre estos dos años, una primera estimación de la reducción en la cantidad de títulos negociados en el período alcanza el 54%.<sup>30</sup>

**Los montos operados de títulos públicos en la BCBA y el MAE disminuyeron, en conjunto, un 76% en pesos y un 93% en dólares.** Sin embargo, la caída se centró en el MAE, mercado que vio desplomar espectacularmente el volumen operado en el período, reduciéndose de \$ 153.293 M en 1999 a tan solo \$ 5.082 M en 2002. Por el contrario, la BCBA registró un incremento en los montos negociados en pesos de títulos públicos, explicada en gran parte por el mayor volumen de bonos globales en dólares, los que fueron empleados por inversores locales como mecanismo de trasmisión de fondos al exterior en el contexto de la crisis.

**La fuerte contracción en el volumen total operado de títulos públicos obedece en gran medida a la declaratoria de default de la deuda pública y la conversión de títulos públicos en préstamos garantizados.** La declaratoria de default de la deuda pública afectó negativamente al volumen negociado al reducir el atractivo de los títulos públicos para los inversores (especialmente los extranjeros). Por su parte, la conversión de títulos públicos a préstamos garantizados por parte del gobierno afectó los volúmenes al reducir el monto circulante de títulos públicos, teniendo en cuenta que los préstamos garantizados no cotizan ni en la BCBA ni en el MAE. Como se expresó anteriormente, si se considera al mercado de capitales en su conjunto, estos efectos fueron sólo parcialmente compensados por el incremento en el volumen operado de bonos globales en dólares como medio de canalizar fondos al exterior en el contexto de la crisis.

**La participación relativa de la BCBA y el MAE en el volumen total negociado del mercado de capitales argentino cambió radicalmente entre 1999 y 2002.** El monto total operado en el MAE pasó de triplicar a aquel negociado en la BCBA en 1999, a representar tan sólo un 7% de su volumen en el 2002. Esta evolución está íntimamente relacionada con la fuerte merma que sufriera el volumen negociado de títulos públicos en el MAE, teniendo en cuenta la importancia de estos instrumentos en dicho mercado<sup>31</sup>.

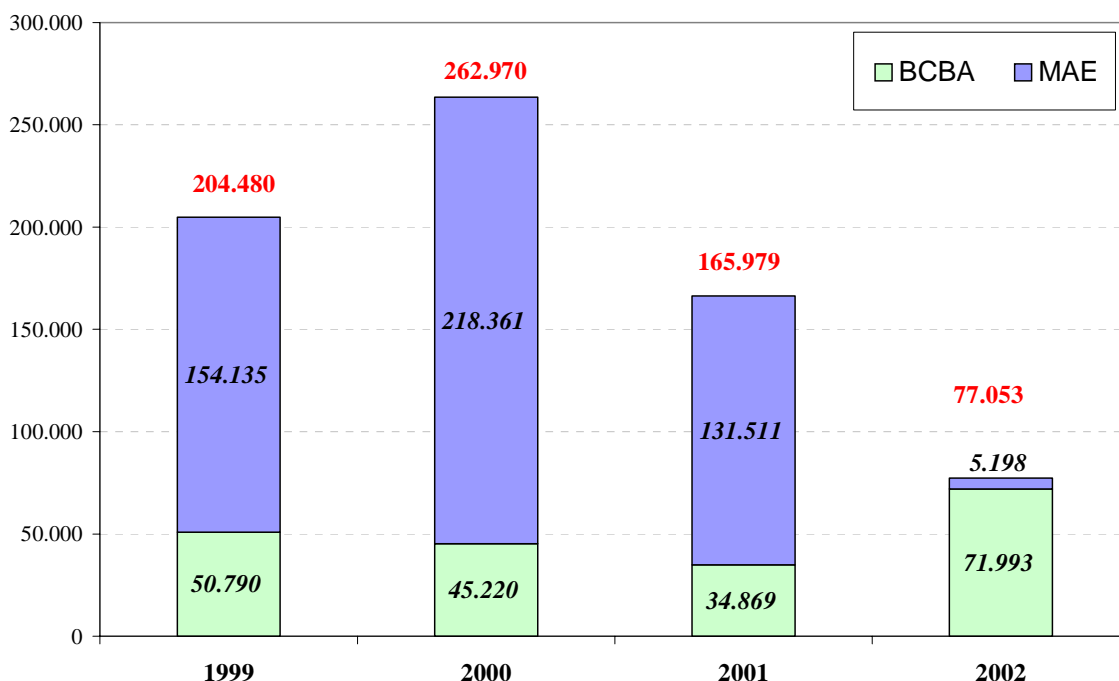
**La BCBA no sólo logra superar holgadamente al MAE en volúmenes operados en el 2002, sino que también presenta un incremento de montos negociados de más del 100% en un año.** Este incremento está explicado básicamente por el mayor volumen de cauciones y valores públicos operados.

---

<sup>30</sup> El cálculo es una aproximación puesto que supone que la variación en el promedio del Merval entre 1999 y 2002 es representativa del cambio experimentado en los precios promedios de las transacciones realizadas en el mercado accionario.

<sup>31</sup> Los títulos públicos explican en el MAE no menos del 98% del volumen total negociado en cada uno de los años entre 1999 y 2002. Le siguen en importancia las obligaciones negociables y, en último lugar, otros títulos privados, aunque con unos volúmenes muy bajos.

**GRÁFICO N° 11: Volumen Operado en la BCBA y el MAE**  
(en \$ M)



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la BCBA y el MAE.

**El deterioro de la situación económica del país también afectó negativamente al monto de suscripciones en la BCBA.** Las suscripciones son el monto de efectivo que las empresas consiguen en un mercado de capitales como contrapartida a la emisión de nuevas acciones, es decir, a la expansión de su capital. Representan, por lo tanto, un flujo de fondos desde inversores hacia las empresas. Una vez realizada la colocación primaria de las acciones (suscripción), las mismas pueden cambiar de manos a través del mercado secundario, pero tales cambios no afectan el flujo de fondos de las empresas. Sin embargo, el mercado secundario es importante porque da liquidez a los títulos, lo cual aumenta su atractivo para los inversores y contribuye a mejorar la receptividad de nuevas emisiones primarias.

**Luego de alcanzar unos US\$ 898 M en 1999, las suscripciones se redujeron a un nivel más bajo en los años 2000 a 2002, reflejando el deterioro de la situación económica del país.** A pesar de cierta recuperación en el año 2002, el nivel de suscripciones sólo alcanzó los \$ 569 M (unos US\$ 173 M) en dicho año.<sup>32</sup>

En síntesis, durante el período 1999-2002 se observa que el mercado local de capitales sufrió una contracción en su nivel de capitalización bursátil tanto en términos de dólares (y moneda constante) como en términos de PBI, una fuerte caída en los volúmenes negociados de acciones y títulos públicos, y una reducción en el monto de suscripciones accionarias. Asimismo, en cuanto a la composición del mercado, se observa una mejora en la participación relativa de la BCBA y el MAE en términos del volumen total negociado.

<sup>32</sup> A precios constantes de 2001, las colocaciones de 2002 implican unos \$ 123 M, levemente por debajo de los valores registrados en el 2001.

**Análisis Comparativo Internacional del Mercado Local luego de la Crisis.**

Para adquirir una visión más acabada de la situación del mercado de capitales local luego de la crisis económica de 2001-2, resulta interesante complementar el análisis anterior con un estudio comparativo del mercado local en relación a otros mercados de la región y el mundo. **Es importante considerar que dicho análisis mostrará una fotografía del estado del mercado a la salida de la crisis y, por lo tanto, estará fuertemente afectada por el impacto de la misma.**

Como fuera mencionado anteriormente, la forma más utilizada para medir el grado de desarrollo de un mercado de capitales es mediante el tamaño de su capitalización bursátil: a mayor desarrollo de un mercado de capitales, más grande debería esperarse que fuera su capitalización bursátil. Siguiendo el criterio de la FMBV<sup>33</sup>, **la capitalización bursátil del mercado argentino en el 2002 alcanzó unos US\$ 16.500 M, lo que representa un 17,7% del PBI.**

**CUADRO N° 11: Capitalización Bursátil por Mercado: 2002**  
(en US\$ MM)

RANKING POR RATIO				RANKING POR MONTO					
	Producto Bruto Interno	Capitalización del Mercado Doméstico	%		Producto Bruto Interno	Capitalización del Mercado Doméstico	%		
1	Hong Kong	161,5	463,1	286,7%	1	NYSE	10.480,8	9.015,3	86,0%
2	Mercado Suizo	298,7	547,0	183,1%	2	Tokio	4.178,7	2.069,3	49,5%
3	Kuala Lumpur	94,9	122,9	129,5%	3	Nasdaq	10.480,8	1.994,5	19,0%
4	Singapur	89,3	101,5	113,6%	4	Londres	1.671,6	1.856,2	111,0%
5	Londres	1.671,6	1.856,2	111,0%	5	Euronext	2.452,8	1.538,7	62,7%
...	...	...	...	...	...	...	...	...	
11	NYSE	10.480,8	9.015,3	86,0%	21	San Pablo	389,3	121,6	31,2%
12	Santiago de Chile	64,2	49,8	77,7%	22	JSE Sudafrica	132,4	116,6	88,0%
13	TSX Group Canada	737,6	570,2	77,3%	23	NSMI India	478,5	112,5	23,5%
14	Estocolmo	268,5	179,1	66,7%	24	Mexico	592,6	103,9	17,5%
15	Mercado de España	725,2	461,6	63,6%	25	Singapur	89,3	101,5	113,6%
16	Euronext	2.452,8	1.538,7	62,7%	...	...	...	...	
...	...	...	...	...	30	Santiago de Chile	64,2	49,8	77,7%
29	San Pablo	389,3	121,6	31,2%	...	...	...	...	
...	...	...	...	...	37	Buenos Aires	93,6	16,5	17,7%
38	Lima	56,8	11,4	20,2%	38	Lima	56,8	11,4	20,2%
39	Nasdaq	10.480,8	1.994,5	19,0%	39	Ljubljana	23,9	5,6	23,4%
40	Buenos Aires	93,6	16,5	17,7%	40	Bermuda	3,7	2,2	58,5%
41	Mexico	592,6	103,9	17,5%	41	Malta	4,2	1,4	32,8%

Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la FMBV.

**El ratio de capitalización del mercado local es superado por los mercados latinoamericanos de San Pablo, Santiago y Lima, en tanto que se ubica en niveles semejantes a los del mercado mexicano.** Dentro de la región, el mercado de Chile es el único que se aproxima a los ratios de capitalización de los países más desarrollados, con un 77% de capitalización bursátil sobre PBI.

**El bajo ratio de capitalización bursátil del mercado local resulta consistente con el relativamente reducido número de empresas cotizantes en relación a otros países del**

<sup>33</sup> Recuérdese que la FMBV excluye del cálculo de la capitalización bursátil a las empresas cotizantes extranjeras.

**mundo**, otro indicador utilizado para evaluar el grado de difusión de un mercado en la economía de su país.<sup>34</sup>

**La baja participación de las empresas nacionales en el mercado de valores en relación con otros países del mundo puede verse reflejada en un reducido valor de suscripciones accionarias.** Los US\$ 173 M de dólares registrados en el mercado local en 2002 caen por debajo de los observados en los mercados de San Pablo (líder regional con US\$ 5.244 M), México y Lima, aunque superior a las del mercado chileno.<sup>35</sup>

**CUADRO N° 12 Monto de Suscripciones por Mercado: 2002**  
(en US\$ M)

	Monto de Suscripciones
1 NYSE	87.381
2 Euronext	35.955
3 Londres	34.403
4 Mercado de España	21.389
5 Tokio	15.749
...	...
13 Corea	6.049
<b>14 San Pablo</b>	<b>5.244</b>
15 NSMI India	4.688
16 Nasdaq	4.504
17 Kuala Lumpur	3.385
...	...
<b>36 Mexico</b>	<b>414</b>
<b>37 Lima</b>	<b>290</b>
38 Bolsa Alemana	203
<b>39 Buenos Aires</b>	<b>173</b>
<b>40 Santiago de Chile</b>	<b>152</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la FMBV.

**En términos de volumen operado de acciones, el mercado argentino presenta nuevamente niveles inferiores a los registrados en otros mercados de la región y el mundo, tanto en términos absolutos como en términos de su capitalización bursátil.** Con unos US\$ 5,4 M de volumen promedio diario para el 2002, el mercado local se ubica lejos de los US\$ 186 M del mercado de San Pablo y los US\$ 128 M del mercado de México.

<sup>34</sup> El mercado de capitales argentino presentaba 114 empresas cotizantes en 2002: 110 empresas locales y cuatro empresas extranjeras. El ranking de mercados con mayor cantidad de empresas cotizantes es liderado por los Estados Unidos con 6.586 acciones y seguido por India (6.566), Canadá (3.791), Japón (3.465) y España (3.015). A nivel latinoamericano el ranking es encabezado por los mercados de San Pablo (Brasil) con 412 empresas y seguido por los de México, Santiago de Chile y Lima, todos ellos con un número de empresas superior al registrado en el mercado de Buenos Aires.

<sup>35</sup> No obstante, las suscripciones del mercado chileno superaron en valor a las del mercado argentino entre 1999 y 2001 y en términos del PBI para el año 2002.

**CUADRO N° 13: Volumen Operado Promedio Diario por Mercado: 2002**  
(en US\$ M)

RANKING POR VOLUMEN ABSOLUTO				RANKING POR VOLUMEN RELATIVO					
		Volumen Operado Promedio Diario	Capitalización Doméstica	Capitalización sobre Volumen		Volumen Operado Promedio Diario	Capitalización Doméstica	Capitalización sobre Volumen	
1	NYSE	40.912,9	9.015,3	220,4	1	Bermuda	1.688,7	2,2	1,3
2	Nasdaq	28.788,1	1.994,5	69,3	2	Amex	2.548,3	45,7	17,9
3	Londres	15.878,3	1.856,2	116,9	3	Nasdaq	28.788,1	1.994,5	69,3
4	Euronext	7.741,7	1.538,7	198,8	4	Corea	2.445,2	216,1	88,4
5	Tokio	6.358,7	2.069,3	325,4	5	Taiwan	2.555,0	261,3	102,3
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>29</b>	<b>San Pablo</b>	<b>185,9</b>	<b>121,6</b>	<b>654,2</b>	31	Hong Kong	785,4	463,1	589,5
30	Tailandia	168,5	45,4	269,4	32	Nueva Zelanda	35,4	21,7	613,9
31	Kuala Lumpur	132,8	122,9	925,7	<b>33</b>	<b>San Pablo</b>	<b>185,9</b>	<b>121,6</b>	<b>654,2</b>
32	Irlanda	131,5	59,9	455,8	34	Atenas	95,0	66,0	695,3
<b>33</b>	<b>Mexico</b>	<b>128,6</b>	<b>103,9</b>	<b>808,1</b>	35	Tel Aviv	50,9	40,8	800,9
...	...	...	...	...	<b>36</b>	<b>Mexico</b>	<b>128,6</b>	<b>103,9</b>	<b>808,1</b>
<b>42</b>	<b>Santiago de Chile</b>	<b>12,0</b>	<b>49,8</b>	<b>4.136,9</b>	...	...	...	...	...
43	Teheran	8,6	11,8	1.374,1	43	Filipinas	12,6	18,2	1.447,5
44	Ljubljana	6,2	5,6	903,0	<b>44</b>	<b>Lima</b>	<b>4,8</b>	<b>11,4</b>	<b>2.362,4</b>
<b>45</b>	<b>Buenos Aires</b>	<b>5,4</b>	<b>16,5</b>	<b>3.044,4</b>	45	Osaka	504,1	1.491,9	2.959,2
46	Lima	4,8	11,4	2.362,4	<b>46</b>	<b>Buenos Aires</b>	<b>5,4</b>	<b>16,5</b>	<b>3.044,4</b>
47	Luxemburgo	2,0	24,6	12.336,0	47	Santiago de Chile	12,0	49,8	4.136,9
48	Colombo	1,3	1,7	1.255,8	48	Malta	0,2	1,4	7.112,9
49	Malta	0,2	1,4	7.112,9	49	Luxemburgo	2,0	24,6	12.336,0

Nota: La compra y la venta de una acción se cuentan como una operación.

Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la FMBV.

Las diferencias se hacen más significativas si se compara con los principales mercados de valores mundiales. A modo de ejemplo, si se toma un promedio simple de los volúmenes promedios operados en todos los mercados incluidos en las estadísticas elaboradas por la FMBV se obtiene un valor de US\$ 2.690 M, casi 500 veces superior al valor del mercado argentino. La comparación no mejora sustancialmente si se excluye de tal promedio a los 10 mercados de valores con mayor volumen operado.<sup>36</sup>

Resulta interesante evaluar los montos operados en un mercado no ya en valores absolutos sino en términos de su capitalización bursátil. Una forma de encarar esta tarea consiste en calcular el número de días de operación necesarios para acumular un volumen igual al de la capitalización bursátil del mercado.

El mercado argentino habría necesitado en 2002 unos 3.000 días de operación para conseguir un volumen equivalente a su capitalización bursátil (según la definición de la FMBV). Esta cifra fue menor entre 1999 y 2001, es decir antes de la crisis de fines de 2001-2, alcanzando niveles en torno a los 1.100 días.

<sup>36</sup> Los 10 mercados de valores con mayores volúmenes operados (de los relevados por la FMBV) en 2002 son NYSE, Nasdaq, Londres, Euronext, Tokio, Bolsa Alemana, Mercado de España, Taiwan, Amex y Bolsa Italiana. En este caso, el volumen promedio asciende a US\$ 428 M, todavía unas 80 veces superior al mercado local.

**A nivel regional, los volúmenes operados en relación a sus capitalizaciones bursátiles fueron más elevados en los casos de México y San Pablo, aunque inferiores en el caso de Santiago de Chile.** En promedio, durante el período 1999-2002, en San Pablo se necesitaron unos 600 días de operatoria para acumular un volumen igual al de su capitalización bursátil, en tanto que en México ese número ascendió a unos 760 días. El mercado de Santiago, por su parte, arrojó un valor de unos 3.100 días en promedio durante el período. En todos los casos, no obstante, el indicador se encontró muy por encima de los 173 días del mercado estadounidense.

**Si se incluye a las empresas extranjeras en el cálculo de la capitalización bursátil, el número de días necesarios para acumular un volumen igual al de la capitalización del mercado argentino se eleva a casi 20.000 días en 2002.**<sup>37</sup>

Para concluir este análisis comparativo internacional del mercado local de capitales, a continuación se estudia el grado de concentración del mercado argentino, tanto en términos de capitalización bursátil como de volumen negociado. Para ello se utiliza la metodología empleada por la FMBV, consistente en calcular el porcentaje del total de la capitalización bursátil o del volumen negociado que es explicado por el 5% de las empresas domésticas con más capitalización o volumen negociado, según el caso. Aplicado al caso argentino, este 5% implica 6 empresas, habida cuenta que el total de empresas cotizantes en 2002 ascendía a 114.

Comenzando por el índice de concentración de capitalización bursátil, **se observa que las 6 empresas domésticas con mayor capitalización<sup>38</sup> acumulan el 65% de la capitalización total del mercado en 2002.**<sup>39</sup> El valor observado está en línea con las magnitudes observadas en la mayoría de los mercados de valores mundiales y, a nivel regional, con los valores de Lima y San Pablo, aunque resulta un tanto superior a las de Santiago de Chile y México.

**No obstante, si se consideran todas las empresas cotizantes en el mercado local de valores, las 6 empresas cotizantes con mayor capitalización acumulan el 90,6% de la capitalización total del mercado en 2002.**<sup>40</sup> Si se tiene en cuenta la baja capitalización del mercado local y la elevada concentración observada en unos pocos instrumentos, puede inferirse la baja significatividad del 95% restante de las acciones cotizantes.

---

<sup>37</sup> El indicador fue creciendo fuertemente a lo largo del período analizado debido a la suba de la capitalización bursátil medida en pesos corrientes y la pobre evolución de los volúmenes operados medidos en igual moneda.

<sup>38</sup> Las 6 empresas domésticas con mayor capitalización bursátil en 2002 son YPF, Siderca, Pecom Energía, Pérez Companc, Aluar Aluminio y Telefónica de Argentina.

<sup>39</sup> Téngase en cuenta que esta metodología excluye a las empresas extranjeras y, por tanto, resulta consistente con la definición de capitalización bursátil empleada por la FMBV.

<sup>40</sup> Las 6 empresas cotizantes (incluyendo empresas extranjeras) con mayor capitalización en 2002 son Telefónica, Banco Santander Central Hispano, Repsol YPF, YPF, Siderca y Tenaris.

**CUADRO N° 14: Concentración de Mercado: 2002**  
(en porcentajes del total de capitalización o volumen operado, según el caso)

RANKING SEGÚN CAPITALIZACIÓN					RANKING SEGÚN VOLUMEN				
		5% según capitalización	5% según volumen negociado	Cantidad de Empresas		5% según volumen negociado	5% según capitalización	Cantidad de Empresas	
1	Mumbai	91%	98%	282	1	Mumbai	98%	91%	282
2	Londres	85%	88%	121	2	Mercado de España	96%	74%	149
3	Hong Kong	83%	74%	48	3	Helsinki	91%	77%	7
4	NSMI India	82%	89%	46	4	Bolsa Alemana	89%	72%	38
5	Australia	80%	87%	68	5	<b>Lima</b>	<b>89%</b>	<b>66%</b>	<b>10</b>
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
15	Singapur	71%	70%	22	21	<b>Santiago de Chile</b>	<b>73%</b>	<b>48%</b>	<b>12</b>
16	Euronext	70%	65%	56	22	<b>Buenos Aires</b>	<b>72%</b>	<b>65%</b>	<b>6</b>
17	<b>San Pablo</b>	<b>69%</b>	<b>71%</b>	<b>21</b>	23	<b>San Pablo</b>	<b>71%</b>	<b>69%</b>	<b>21</b>
18	Yakarta	68%	81%	17	24	Singapur	70%	71%	22
19	TSX Group Canada	68%	73%	63	25	Tokio	66%	61%	105
20	Nasdaq	67%	78%	164	26	Oslo	66%	75%	9
21	Lima	66%	89%	10	27	<b>Mexico</b>	<b>66%</b>	<b>58%</b>	<b>9</b>
22	Bolsa Italiana	66%	82%	15	28	Euronext	65%	70%	56
23	<b>Buenos Aires</b>	<b>65%</b>	<b>72%</b>	<b>6</b>	...	...	...	...	...
...	...	...	...	...	42	NYSE	49%	61%	95
30	NYSE	61%	49%	95	43	Kuala Lumpur	46%	63%	43
31	Tokio	61%	66%	105	44	Taiwan	44%	57%	32
...	...	...	...	...	45	Tailandia	34%	55%	20
35	<b>Mexico</b>	<b>58%</b>	<b>66%</b>	<b>9</b>	46	Shanghai	21%	34%	36
...	...	...	...	...	47	Shenzhen	20%	20%	25
41	<b>Santiago de Chile</b>	<b>48%</b>	<b>73%</b>	<b>12</b>	48	Amex	10%	72%	26

Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas de la FMBV.

En lo que respecta a la concentración del mercado en términos del volumen negociado, **las 6 empresas más negociadas en 2002 acumulan el 72% del volumen total, comparado con el 65% registrado en capitalización bursátil.** El indicador de concentración bursátil no cambia sustancialmente si se incluyen en el cálculo a las empresas cotizantes extranjeras.

En síntesis, la comparación de los principales indicadores del mercado local de capitales con los de otros mercados de la región y el mundo muestra que el mercado argentino presenta bajos niveles de capitalización en términos de PBI, reducido número de empresas cotizantes, y un bajo volumen operado y monto de suscripciones. No obstante, debe tenerse en cuenta que esta situación es la fotografía del mercado en el 2002 y, por lo tanto, incluye el fortísimo impacto de la crisis de 2001-2 que fuera analizado extensamente en la primera parte de este capítulo.



### 3. IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE LOS INVERSORES

Así como en el capítulo anterior se analizó el impacto de la crisis en cada uno de los principales intermediarios del sistema financiero argentino, en las líneas que siguen se evalúa cómo fueron afectados los rendimientos de los inversores en el sistema. A tal fin **se realiza un estudio comparativo de los rendimientos derivados de invertir en el sistema bancario y en el mercado de capitales local en el período 2000-3**. La inclusión del año 2003 obedece a la disponibilidad de dicha información y a que su incorporación permite estudiar mejor el efecto global de la crisis sobre los rendimientos al inversor, al contemplar parte de la recuperación que siguió a la misma.

**En el caso del sistema bancario se tomó como inversión representativa a una colocación a plazo fijo a 30 días**, considerándose tanto su constitución en moneda nacional como en moneda extranjera. En cada caso debieron considerarse colocaciones de distintos montos puesto que de ello dependieron las condiciones de reprogramación a las que fueron sujetas<sup>41</sup>, lo que afectó directamente sus rendimientos. En todos los casos se supuso la reinversión de los flujos intermedios en plazos fijos de libre disponibilidad en igual moneda de denominación. Por último, una vez que los plazos fijos reprogramados fueron convertidos en títulos de deuda denominados CEDROS, se los valuó a precios de mercado utilizando las cotizaciones provistas por la BCBA.<sup>42</sup> De esta manera, los rendimientos fueron calculados en base a los valores efectivamente disponibles a los inversores.

**Para el análisis del mercado de capitales se supuso la inversión en la canasta de acciones representada por el índice Merval**. Dado que este índice recalcula las ponderaciones de las acciones que lo conforman una vez por trimestre, la inversión contemplada en nuestro análisis supone implícitamente el reajuste de la proporción invertida en cada tipo de acción de forma tal de replicar, en todo momento, la cartera del Merval.<sup>43</sup>

Antes de mostrar los resultados obtenidos del análisis de los rendimientos de estas dos inversiones representativas, conviene explicitar brevemente las diferencias de naturaleza que presentan una colocación a plazo fijo respecto a una inversión en acciones.

**Un plazo fijo es un instrumento de deuda a tasa fija** por el cual a un inversor se le promete devolver el capital invertido más un interés fijado de antemano, todo en la moneda en que se constituyó la operación de crédito. Si se asume que no hay cambios en las reglas de juego, el inversor solamente recibirá un monto distinto al pactado si se produce la quiebra de la institución que recibe sus fondos. En ese caso, el monto que reciba dependerá del valor de liquidación de los activos de la institución y del orden de pago en el que se encuentre respecto a los restantes acreedores. En el caso argentino se produjeron abundantes e importantes cambios en las reglas que regulaban operaciones de plazo fijo ya pactadas, los cuales afectaron los montos efectivamente recibidos por el inversor en plazos fijos.

---

<sup>41</sup> Si bien todos los depósitos reprogramados en pesos fueron remunerados con una tasa nominal anual del 7% y todos los depósitos en dólares con una del 2%, la fecha a partir de la cual comenzaban a ser liberados los montos reprogramados y la cantidad de cuotas en que se realizaba tal liberación dependieron del monto original de la colocación.

<sup>42</sup> Se emplearon las cotizaciones de CEDROS incluidos en la página de Internet de la BCBA ([www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)). Debido a la baja liquidez de algunas series de CEDROS se debieron utilizar instrumentos de distintos bancos.

<sup>43</sup> Para mayores detalles respecto a la construcción del índice Merval, véase Revista del Instituto Argentino del Mercado de Capitales. Año 2 N° 5. Setiembre/Diciembre. Página 47-49.

**En cuanto a la inversión en el Merval, la misma no constituye un instrumento de deuda sino una canasta de acciones que, por su naturaleza, son una participación en la propiedad de las respectivas sociedades.** Por tanto, lo que adquiere el inversor es un derecho sobre una parte de la sociedad, cuyo valor dependerá del valor que el mercado asigne a sus activos netos de aquel asignado a sus pasivos. El valor del capital accionario de una sociedad puede entenderse como el valor presente de los flujos de fondos a los accionistas que genere la compañía. Por ello, cualquier cambio en las expectativas referidas tanto a los flujos que generen los activos a lo largo del tiempo como en la tasa de descuento utilizada para calcular su valor presente (la suma de una tasa de interés libre de riesgo y una prima por riesgo) harán variar su valor, modificando el valor de la acción. De allí que los precios de las acciones (y sus rendimientos) presenten gran relación con la situación y perspectivas económica del país.

A continuación se presentan dos cuadros que muestran los resultados del cálculo de los rendimientos para plazos fijos y acciones entre Diciembre de 1999 y Diciembre de 2003. El primero de ellos muestra valuaciones y rendimientos en pesos, en tanto que el segundo muestra a las inversiones y rendimientos en términos de dólar. Para facilitar la comparabilidad de las cifras, en ambos casos se partió de un valor índice de 100 como monto de inversión para Diciembre de 1999.

**CUADRO N° 15: Rendimiento en Pesos para el Inversor**

(años 2000 a 2003)

	PLAZO FIJO								MERVAL
	EN PESOS			EN DÓLARES					
	de \$400 a \$10.000	de \$10.000 a \$30.000	más de \$30.000	de \$1.200 a \$7.000	de \$7.000 a \$14.000	de \$14.000 a \$42.000	más de \$42.000	En el exterior (LIBOR 30 días)	
<b>Monto (fin período):</b>									
II-99	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
I-00	103,8	103,8	103,8	103,3	103,3	103,3	103,3	103,1	90,3
II-00	108,3	108,3	108,3	107,0	107,0	107,0	107,0	106,6	75,7
I-01	114,0	114,0	114,0	111,0	111,0	111,0	111,0	109,2	73,1
II-01	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	110,8	53,7
I-02	141,4	sc	sc	sc	sc	sc	sc	425,0	63,7
II-02	171,8	138,1	124,3	223,4	223,4	224,1	224,2	379,3	95,4
I-03	187,4	149,5	135,0	228,5	242,9	229,6	229,0	318,7	139,1
II-03	191,8	153,0	141,6	242,8	241,3	234,6	230,8	334,8	194,7
<b>Rendimientos:</b>									
Acumulado	91,8%	53,0%	41,6%	142,8%	141,3%	134,6%	130,8%	234,8%	94,7%
Promedio	8,5%	5,5%	4,4%	11,7%	11,6%	11,2%	11,0%	16,3%	8,7%

**Notas:** nd: Fondos no disponibles al inversor.  
sc: Sin cotización.

**Fuente:** Elaboración propia.

**CUADRO N° 16: Rendimiento en Dólares para el Inversor**

(años 2000 a 2003)

	PLAZO FIJO								MERVAL
	EN PESOS			EN DÓLARES					
	de \$400 a \$10.000	de \$10.000 a \$30.000	más de \$30.000	de \$1.200 a \$7.000	de \$7.000 a \$14.000	de \$14.000 a \$42.000	más de \$42.000	En el exterior (LIBOR 30 días)	
<b>Monto (fin período):</b>									
II-99	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
I-00	103,8	103,8	103,8	103,3	103,3	103,3	103,3	103,1	90,3
II-00	108,3	108,3	108,3	107,0	107,0	107,0	107,0	106,6	75,7
I-01	114,0	114,0	114,0	111,0	111,0	111,0	111,0	109,2	73,1
II-01	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	110,8	53,7
I-02	37,2	sc	sc	sc	sc	sc	sc	111,8	16,8
II-02	51,1	41,1	37,0	66,4	66,4	66,6	66,7	112,8	28,4
I-03	66,8	53,3	48,1	81,4	86,5	81,8	81,6	113,5	49,5
II-03	65,4	52,2	48,3	82,8	82,3	80,0	78,7	114,2	66,4
<b>Rendimientos:</b>									
Acumulado	-34,6%	-47,8%	-51,7%	-17,2%	-17,7%	-20,0%	-21,3%	14,2%	-33,6%
Promedio	-5,2%	-7,8%	-8,7%	-2,3%	-2,4%	-2,8%	-3,0%	1,7%	-5,0%

**Notas:** nd: Fondos no disponibles al inversor.  
sc: Sin cotización.

**Fuente:** Elaboración propia.

A partir de los resultados obtenidos, se encuentra que **las rentabilidades semestrales promedio en dólares de cualquiera de las inversiones en Argentina estudiadas en este trabajo resultan negativas. Este resultado contrasta con la rentabilidad positiva en dólares de los plazos fijos constituidos en el exterior.** La expectativa por parte de los inversores de este resultado fue una de las razones que motivaron la importante salida de capitales del país antes y durante la crisis.

El hecho de que todas las inversiones locales estudiadas en este trabajo hayan arrojado rentabilidades negativas en dólares en el período está directamente relacionado con los desarrollos macroeconómicos del período y las medidas tomadas por las autoridades respecto al sistema financiero.

**En el caso de los plazos fijos en pesos, su rendimiento negativo en dólares obedece fundamentalmente a la existencia de tasas pasivas fuertemente negativas en términos de dólar durante el primer semestre de 2002.** En otras palabras, la depreciación del tipo de cambio nominal superó ampliamente las tasas pasivas en pesos en este período. Recién a partir del tercer trimestre de 2002 vuelven a observarse tasas pasivas positivas en términos de dólar, lo que permitió cierta recuperación de los valores en dólares de las colocaciones a plazo fijo en pesos.

**Debe recordarse que las autoridades fijaron en un 7% nominal anual la tasa para los depósitos en pesos reprogramados, la cual resultaba incluso inferior a las tasas pasivas en pesos para depósitos de libre disponibilidad.** Teniendo en cuenta que cuanto mayor fuera el monto original del depósito en pesos reprogramado mayor era el tiempo en que los fondos fueron forzados a recibir esta tasa del 7%, es lógico observar que la pérdida en dólares de los depósitos en pesos reprogramados aumenta al crecer su monto original.<sup>44</sup>

**La rentabilidad negativa en términos de dólar de los plazos fijos constituidos en moneda extranjera se explica principalmente por la pesificación de los montos a una relación de \$1,40/1US\$ en un contexto donde el tipo de cambio de mercado superaba ampliamente dicha paridad, y por el menor crecimiento del índice empleado para actualizar el capital (el CER) respecto al del tipo de cambio nominal durante el primer semestre de 2002.** Asimismo, la reprogramación de plazos afectó el rendimiento de tales inversiones al obligar a los inversores a recibir una tasa nominal fijada en un 2% nominal anual por sus fondos reprogramados, en un contexto donde la tasa para operaciones de libre disponibilidad superaba ampliamente este valor.<sup>45</sup>

**Hacia la segunda mitad de 2002, el comienzo de la gradual apreciación del tipo de cambio permitió moderar la pérdida de valor en dólares de los depósitos reprogramados.** En efecto, dado que estos fondos son actualizados mediante un índice que reflejaba el cambio en los precios al consumidor, si estos crecen más que el tipo de cambio nominal (es decir, si se aprecia el tipo de cambio real), los mismos crecen en términos de dólar. No obstante, debe tenerse en cuenta que la cotización de los CEDROS solieron presentar un descuento respecto al valor nominal actualizado de estos depósitos (resultante de la pesificación a \$1,40/1US\$ más el devengamiento del CER).

---

<sup>44</sup> El esquema de reprogramación para los depósitos constituidos en pesos fue el siguiente: 1) para depósitos de \$400 a \$10.000, 4 cuotas a partir de Marzo de 2002; 2) para depósitos de \$10.000 a \$30.000, 12 cuotas a partir de Agosto de 2002; 3) para depósitos mayores a \$30.000, 24 cuotas a partir de Diciembre de 2002.

<sup>45</sup> El esquema de reprogramación para los depósitos constituidos en moneda extranjera fue el siguiente: 1) para depósitos de \$1.200 a \$7.000, 12 cuotas a partir de Enero de 2003; 2) para depósitos de \$7.000 a \$14.000, 12 cuotas a partir de Marzo de 2003; 3) para depósitos de \$14.000 a \$42.000, 18 cuotas a partir de Junio de 2003; 4) para depósitos mayores a \$42.000, 24 cuotas a partir de Septiembre de 2003.

Finalmente, la rentabilidad negativa de las acciones en términos de dólar es el reflejo de la disminución del valor en dólares de las compañías cotizantes incluidas en el índice Merval. Este fenómeno obedece básicamente al impacto de la caída del nivel de actividad y la depreciación del tipo de cambio real en los flujos esperados de las compañías, y la suba en la percepción de riesgo sobre la tasa de descuento utilizada por el mercado para valuar dichos flujos. A partir del tercer trimestre de 2002, con la recuperación en los niveles de actividad económica y la reducción en la percepción de riesgo, la bolsa comienza una recuperación que habría de continuar en el 2003. Entre Mayo de 2002 y Diciembre de 2003, el índice Merval crece un 238% en pesos (un 314% en dólares). Gracias a esta importante suba, el Merval en dólares logra ubicarse en Diciembre de 2003 en el mismo nivel que a mediados de 2001.

El ranking de rentabilidades en el período 2000-3 encuentra en primer lugar a los depósitos en dólares en el exterior, con un rendimiento acumulado en pesos del 234,8% (14,2% en dólares). Considerando exclusivamente inversiones en el sistema financiero local, los plazos fijos en dólares encabezan la lista, con rentabilidades acumuladas entre 130,8% y 142,8% (-21,3% / -17,7% en dólares), dependiendo del monto original del depósito. En segundo lugar se encuentra el Merval (con un 94,7% en pesos) y, finalmente, los depósitos en pesos (con rentabilidades en pesos entre 41,6% y 91,8%).

**CUADRO N° 17: Ranking de Rentabilidades**  
(Diciembre 1999 - Diciembre 2003)

		Rendimiento	
		en pesos	en dólares
1	Plazo Fijo en U\$ en el exterior	234,8%	14,2%
2	Plazo Fijo en U\$ (\$1.200-\$7.000)	142,8%	-17,2%
3	Plazo Fijo en U\$ (\$7.000-\$14.000)	141,3%	-17,7%
4	Plazo Fijo en U\$ (\$14.000-\$42.000)	134,6%	-20,0%
5	Plazo Fijo en U\$ (más de \$42.000)	130,8%	-21,3%
6	Merval	94,7%	-33,6%
7	Plazo Fijo en \$ (\$400-\$10.000)	91,8%	-34,6%
8	Plazo Fijo en \$ (\$10.000-\$30.000)	53,0%	-47,8%
9	Plazo Fijo en \$ (más de \$30.000)	41,6%	-51,7%

Fuente: Elaboración propia.

Si se considera el período que abarca desde Junio de 2001 (último trimestre con plena disponibilidad de fondos estudiado en el presente trabajo) y Diciembre de 2003, el ranking de las inversiones cambia radicalmente. Si bien el ranking sigue liderado por los depósitos en el exterior, en el plano local la inversión más rentable pasa a ser el Merval. Los plazos fijos locales, tanto en pesos como en dólares, presentan menores rendimientos que el índice accionario para el período analizado.

**CUADRO N° 18: Ranking de Rentabilidades**  
(Junio 2001 - Diciembre 2003)

		Rendimiento	
		en pesos	en dólares
1	Plazo Fijo en US\$ en el exterior	206,5%	4,5%
2	Merval	166,5%	-9,1%
3	Plazo Fijo en US\$ (\$1.200-\$7.000)	118,7%	-25,4%
4	Plazo Fijo en US\$ (\$7.000-\$14.000)	117,4%	-25,9%
5	Plazo Fijo en US\$ (\$14.000-\$42.000)	111,3%	-28,0%
6	Plazo Fijo en US\$ (más de \$42.000)	107,9%	-29,1%
7	Plazo Fijo en \$ (\$400-\$10.000)	68,2%	-42,7%
8	Plazo Fijo en \$ (\$10.000-\$30.000)	34,2%	-54,3%
9	Plazo Fijo en \$ (más de \$30.000)	24,2%	-57,7%

Fuente: Elaboración propia.

Es importante realizar un par de comentarios respecto a los resultados presentados hasta el momento. En primer lugar, **en el caso de las inversiones a plazos fijos se generó una diferencia entre el monto que deberían haber recibido los inversores de acuerdo a las condiciones pactadas y el monto efectivamente cobrado, diferencia que no estuvo presente para el caso de los inversores en el Merval.** En otras palabras, los depositantes en plazos fijos vieron alteradas unilateralmente las condiciones de sus inversiones mientras que los inversores en acciones no sufrieron cambio contractual alguno.

En efecto, **las medidas que el gobierno fue anunciando durante el desarrollo de la crisis tuvieron un impacto decisivo en la determinación del monto efectivamente cobrado por los depositantes.** Dichas medidas incluyen la pesificación a \$1,4/1US\$ e indexación por CER de los depósitos originalmente constituidos en moneda extranjera, la reprogramación de plazos y la fijación de tasas de interés para los montos reprogramados.

En segundo lugar, cabe apuntar que **tales medidas tuvieron un costo fiscal significativo para el gobierno.** La pesificación de depósitos a una relación mayor a la empleada para convertir a pesos los créditos del sistema bancario, y la actualización de los capitales depositados por un índice que crecía más rápidamente que aquel empleado para actualizar a los créditos (el CVS), provocó un quebranto en las entidades financiera que, al ir siendo reconocido por el gobierno, le generó un importante costo. A Diciembre de 2003, la deuda pública originada en compensaciones otorgadas al sistema financiero asciende a unos US\$ 8.300 M, en tanto que aquella originada en compensaciones a ahorristas asciende a unos US\$ 6.000 M. Ninguna compensación debió ser otorgada por el gobierno a los inversores en el mercado de capitales.

En tercer lugar, aunque relacionado con el primero de los puntos mencionados, tiene que ver con la liquidez de las inversiones. **Debido a la reprogramación de los depósitos a plazo fijo, muchos inversores no pudieron disponer de sus fondos en todo momento, en tanto que los inversores en acciones tuvieron siempre la posibilidad de liquidar su posición y hacerse de los fondos a un determinado precio de mercado.** Los fondos depositados a plazo fijo resultaron indisponibles para el inversor en Diciembre de 2001 y, si bien existía un mercado privado a Junio de 2002, la conversión a fondos líquidos implicaba un proceso más complejo que el de las acciones. Recién en la segunda mitad de 2002 los plazos fijos reprogramados consiguieron un mayor grado de liquidez con la negociación de CEDROS en el mercado de valores.

Por último, debe mencionarse que **la inversión en acciones presentó una volatilidad en los rendimientos superior a la observada para plazos fijos,** lo que resulta consistente con la mayor sensibilidad del mercado accionario a la economía real.

## 4. DESARROLLO ESPERADO DEL SISTEMA FINANCIERO

El objetivo de la presente sección consiste en estudiar las perspectivas futuras de los principales integrantes del sistema financiero argentino y, en especial, el rol que le cabrá al mercado de capitales en los años venideros.

Para ello, se comienza realizando una breve revisión de la literatura económica acerca de la importancia de los mercados financieros, su relación con el crecimiento económico, sus funciones dentro de una economía y el debate acerca de si existe una estructura óptima para el sistema financiero de un país. Posteriormente se analiza la situación comparativa de los intermediarios financieros luego de la crisis y su posible evolución dentro del marco teórico-empírico analizado y de las principales tendencias a las que está sujeto el sistema financiero mundial.

**La teoría económica y los estudios empíricos muestran con total claridad que el desarrollo del sistema financiero de un país está directamente correlacionado con sus tasas de crecimiento económico:** el desarrollo del sistema financiero promueve el crecimiento y éste, en su dinámica, demanda un creciente volumen y complejidad de servicios financieros, desplegándose un proceso en el que la economía gana en riqueza y eficiencia.

El desarrollo del sistema financiero es un factor cada vez más utilizado en la teoría económica para explicar los diferenciales de tasas de crecimientos entre países. En esta línea, los estudios empíricos encuentran que las diferencias en el grado de desarrollo de los mercados financieros entre países explican una porción significativa de las diferencias en sus tasas promedio de crecimiento. Si bien no hay consenso respecto a que dimensión del sistema financiero es la que más importa en su relación con el crecimiento económico (tamaño, liquidez, eficiencia, etc.), la teoría económica y los trabajos empíricos avalan la estrecha relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

Esta relación resulta evidente si se considera la importancia de las funciones que cumple el sistema financiero en una economía y se piensa por un instante en el impacto que puede generar un deficiente desempeño de las mismas sobre el funcionamiento económico de un país. De acuerdo a Levine (1990), **todo sistema financiero cumple una función primaria consistente en facilitar la aloca**ción de recursos a lo largo del tiempo y el espacio en un contexto de incertidumbre. Este autor abre esta función primaria en cinco funciones básicas:

- **Facilita el comercio, la cobertura, la diversificación y el agrupamiento de riesgo.** El sistema financiero logra mitigar los riesgos de liquidez e idiosincrásico. El riesgo de liquidez surge debido a la incertidumbre asociada con convertir activos en medios de cambio. Al ofrecer al inversor activos líquidos (como ser depósitos o títulos con mercados secundarios), el sistema financiero permite la financiación de proyectos con altos retornos pero con plazos para los que los inversores no estarían dispuestos a inmovilizar su capital. Además de reducir el riesgo de liquidez, el sistema financiero puede mitigar el riesgo idiosincrásico de proyectos individuales al hacer posible la diversificación.
- **Aloca recursos.** Debido a que resulta difícil y costoso evaluar firmas, sus gerentes y las condiciones de mercado, los intermediarios financieros permiten identificar el mejor uso para el capital. Los mercados de capitales también permiten una alocación eficiente de recursos al generar incentivos a que el

inversor use su información y la difunda para ganar dinero, haciendo que el capital se mueva de acuerdo a la misma.

- **Monitorea a la gerencia y ejerce control corporativo.** Los intermediarios financieros pueden mitigar los costos de conseguir información sobre las empresas y ejercer control corporativo luego de haberles otorgado financiamiento. Los mercados de capitales también pueden ayudar al control corporativo, puesto que el cambio en los precios de las acciones da señales a la gerencia respecto al manejo de la compañía.
- **Moviliza ahorros.** Mediante la aglomeración de capital de ahorristas dispersos para la inversión, el sistema financiero permite la realización de muchas inversiones que sin acceso a múltiples ahorristas se harían a menor escala. La existencia de instrumentos de bajo monto, a su vez, permite diversificación a nivel familias.
- **Facilita el intercambio de bienes y servicios.** Debido a que el sistema financiero reduce los costos de transacción, promoviendo la especialización, la innovación tecnológica y el crecimiento, se incrementa el intercambio de bienes y servicios en la economía.

Ahora bien, a pesar de haber coincidencia en la teoría económica acerca del impacto favorable del desarrollo del sistema financiero en el crecimiento económico, **existe considerable debate acerca de los méritos de sistemas financieros basados en bancos (como ser Alemania y Japón) respecto a aquellos basados en mercados de capitales (como ser Estados Unidos y Reino Unido).** Un interesante resumen de los argumentos dados por los defensores de cada sistema puede encontrarse en Khan-Senhadji (2000).

Por un lado, los defensores de sistema basados en bancos sostienen que:

- en mercados muy líquidos, la información se revela rápidamente a todos los inversores, creando un problema de *free-riders*;
- los pequeños inversores no pueden ejercer control corporativo debido a que la gerencia dispone de mayor información y a la alta probabilidad de colusión entre la gerencia y miembros poderosos del directorio;
- los mercados líquidos hacen más sencillo a los inversores vender sus títulos que coordinar una presión contra la gerencia.

Por tanto, lo defensores de este sistema creen que la combinación de estas fallas de mercado lleva a una alocaión ineficiente de ahorros que puede ser mitigada en el caso de sistemas basados en bancos debido a la relación de largo plazo que éstos entablan con las empresas. En la vereda opuesta se ubican los defensores de sistema financiero basado en mercado de capitales, quienes argumentan que:

- los bancos incentivan a las firmas a tomar proyectos muy conservadores, extrayendo grandes rentas de las firmas;
- los accionistas de los bancos tienen poco control de la gerencia de los bancos, los que no solo controlan a estos bancos sino también, indirectamente, a las firmas relacionadas con éstos a través del crédito;

- el mercado de capitales provee una gama más amplia de servicios financieros que permiten adaptarse a las necesidades del mercado.

Frente a este debate, **en el presente trabajo se considera más apropiada una tercera posición presente en la literatura económica que no avala esta oposición entre bancos y mercado de capitales, sino que sostiene que tanto los servicios provistos por bancos como por mercados de capitales resultan importantes para el crecimiento económico.** En esta línea se encuentran economistas como Ross Levine, quien plantea que ambos colaboran con el crecimiento económico al proveer servicios financieros complementarios.

En este sentido, es importante mencionar que Levine-Zervos (1998) al estudiar la relación empírica entre varias medidas de desarrollo del mercado de capitales y del sistema bancario y las tasas de crecimiento económico de largo plazo, encuentran que la liquidez del mercado de capitales y el desarrollo bancario están ambos positivamente correlacionados en forma robusta con las tasas de crecimiento económico contemporáneo y futuro, la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

El punto más significativo quizá sea que dado que las medidas de mercado de capitales y bancos entran en la regresión significativamente, **los resultados sugieren que bancos proveen servicios financieros diferentes a los provistos por el mercado de capitales.** Asimismo, si bien el trabajo de Levine-Zervos no establece relación de causalidad entre desarrollo financiero y crecimiento económico, los resultados son consistentes con la visión de que los servicios provistos por las instituciones financieras y los mercados son importantes para el crecimiento de largo plazo.

De acuerdo a esta perspectiva, **el sistema financiero argentino en su conjunto tiene un rol importante que desempeñar en el proceso que se abre en la Argentina luego de la crisis de 2001-2.** Bancos, Compañías de Seguros, el mercado de capitales y los demás sectores componentes del sistema financiero local deberán desarrollar servicios que complementariamente contribuirán a mejorar la eficiencia y la canalización del ahorro en la economía, incentivando el crecimiento económico.

La sustentabilidad del crecimiento económico evidenciado por la economía local luego de la crisis de 2001-2 exige que el sistema financiero se recupere del impacto sufrido y comience un proceso de expansión progresivo. En otras palabras, queda descartada la posibilidad de que la economía nacional consiga un desarrollo económico sustentable sin que el sistema financiero tenga un rol central en este proceso.

Las dificultades patrimoniales que enfrenta gran parte del sistema financiero local, combinada con el fuerte incremento en la incertidumbre generado por la rotura generalizada de contratos acontecidos en el período, condiciona fuertemente el correcto ejercicio de sus funciones básicas. Una mejora gradual en la situación patrimonial en conjunción con un ambiente institucional capaz de regenerar la confianza en el sistema financiero permitirá un mejor desempeño de sus funciones y, consecuentemente, un mejor desempeño de la economía nacional.

Luego de haber hecho un breve repaso de la literatura económica existente en cuanto a la causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico, las funciones básicas que desempeña el sistema financiero, y los pros y contras de los sistemas basados en bancos y en el mercado de capitales, y habiendo expuesto la perspectiva que a opinión nuestra resulta más apropiada, a continuación se analiza el **desarrollo esperado del sistema financiero argentino luego de la crisis de 2001-2.**



El análisis se focaliza en dos grandes cuestiones: la **situación de los intermediarios financieros luego de la crisis**, y las **fuerzas de cambio que a nivel mundial están transformando la forma de operar de los mercados de capitales**.

La crisis de 2001-2 fue una de las crisis más importantes de la economía argentina, y el sistema financiero fue uno de los grandes damnificados. Las debilidades que presentaba el sistema financiero previo a la crisis amplificaron los efectos de la misma. Sin embargo, el efecto sobre los distintos sectores que componen el sistema financiero no fue uniforme. En este sentido, y de acuerdo al análisis presentado en este trabajo, queda claro que el Sector bancario fue el que sufrió el mayor impacto de la crisis. En cuanto al mercado de capitales y los FJPs, estos fueron afectados por la crisis aunque en mucha menor medida.

Para analizar la **situación de los intermediarios financieros luego de la crisis**, se presenta un cuadro resumen comparando las fortalezas y debilidades del sector bancario y el mercado de capitales a Diciembre de 2002<sup>46</sup>.

Del análisis realizado puede concluirse que la **principal fortaleza que ostenta el mercado de capitales es el respeto ininterrumpido de los contratos con los inversores**. A pesar de la crisis, el mercado de capitales continuó funcionando normalmente en todo momento. Mientras tanto, ésta es la **principal debilidad del sector bancario en el cual se rompieron unilateralmente los contratos con los depositantes** –afectado por regulaciones del gobierno, incluyendo modificaciones en el plazo, moneda y tasa de interés de los depósitos. Otra de las principales debilidades que presenta el sector bancario es el problema de solvencia, como consecuencia del descalce de plazos, moneda y riesgos de sus activos y pasivos y su alto grado de exposición al sector público.

El sistema financiero se basa fundamentalmente en la confianza de los inversores, que colocan sus fondos asumiendo un respeto de las condiciones en las cuales estos se van a invertir y negociar. La confianza de los inversores del sector bancario se deterioró fuertemente como consecuencia del cambio unilateral en las condiciones de inversión de sus ahorros, y su recuperación será lenta y gradual. Una vez que se pierde la credibilidad, la única forma de recuperarla es a través de hechos concretos, no de palabras o anuncios. El sector bancario y el país podrá recuperar la confianza de los inversores con el irrestricto cumplimiento de los contratos de aquí en adelante.

**Las principales debilidades del mercado de capitales**, y que constituyen las principales fortalezas del sector bancario, son los **elevados costos transaccionales, la baja sofisticación de los inversores individuales y la reticencia de las empresas a abrir su capital a terceros y proporcionar información**.

---

<sup>46</sup> Los FJPs y Compañías de Seguros no son incluidos individualmente en el análisis comparativo porque se toman como parte del mercado de capitales, y sus fortalezas y debilidades impactaran directamente sobre el desarrollo del mercado. Los FJPs son inversores institucionales claves del mercado de capitales argentino, mientras que las Compañías de Seguros todavía presentan un bajo nivel de desarrollo.

**CUADRO N° 19: Fortalezas y Debilidades del Mercado de Capitales y el Sector Bancario a Diciembre de 2002**

	<b>Mercado de capitales</b>	<b>Sector bancario</b>
<b>Fortalezas</b>	<p><b>Los sistemas de pagos y negociación, compensación, liquidación y custodia del mercado de capitales funcionaron normalmente durante la crisis. No existió un rompimiento de contratos con los inversores del mercado de capitales.</b></p> <p>Con la ausencia del crédito internacional y los problemas del sector bancario, el desarrollo del mercado local de capitales se constituye en un activo estratégico nacional para el crecimiento económico.</p> <p>Con la cesación de pagos de la deuda pública de 2001, el sector público tendrá cerrada la posibilidad de endeudarse en el mercado de capitales por varios años, permitiendo el desarrollo del financiamiento al sector privado, mediante la emisión de obligaciones negociables y acciones.</p> <p>Eliminación de los problemas de descalce de plazos, monedas y riesgo propios del Sector bancario.</p> <p>El potencial desarrollo del mercado de seguros de vida con ahorro.</p>	<p>A pesar del fuerte impacto de la crisis, el notable desarrollo del sector bancario durante la década del 90, constituyéndose en el principal intermediario financiero, le otorgó el manejo de una importante masa crítica de fondos.</p> <p><b>Bajo nivel de sofisticación de los inversores individuales locales que atenta contra el desarrollo de nuevos instrumentos distintos a los depósitos bancarios.</b></p> <p>Las relaciones establecidas durante la década del 90 con las empresas deudoras por el Sector bancario, y las refinanciaciones ofrecidas durante la crisis limitan las posibilidades de acceso de éstas al mercado de capitales, manteniendo una fuerte ligazón con el crédito bancario.</p> <p><b>Reticencia de las empresas a su apertura de capital a terceros y a satisfacer los requisitos de información del mercado de capitales.</b></p>
<b>Debilidades</b>	<p>Altos costos administrativos de colocación y oferta pública, en particular para pequeñas y medianas empresas.</p> <p>Reticencia de las empresas a abrir su capital a terceros.</p> <p>Mayor volatilidad y riesgo, y por ende mayor costo de capital para atraer a inversores.</p>	<p>Rompimiento de contratos con depositantes incluyendo modificaciones en la moneda, plazo y tasa de interés de los contratos de depósitos.</p> <p>Importantes problemas de solvencia, con significativos descalces de plazos, riesgos y monedas de sus activos y pasivos.</p>

	<p><b>Falta de familiaridad de los ahorristas argentinos con instrumentos no bancarios.</b> Necesidad de educación financiera.</p> <p>Incumplimiento de pago de obligaciones negociables con cotización como consecuencia de la crisis.</p> <p>Impacto negativo de la crisis sobre los inversores institucionales (especialmente los FJPs), jugadores claves dentro del mercado de capitales argentino.</p>	<p>Elevada dependencia de la situación fiscal y de los resultados de la reestructuración de la deuda pública, como consecuencia de <b>la elevada exposición a riesgo con el sector público.</b></p> <p>Frágil estructura de fondeo que dificulta la posibilidad de ofrecer créditos a largo plazo.</p> <p>La importante participación de capitales externos en el sector bancario dificulta el aumento del crédito, ya sea porque muchas entidades se encuentran en <i>run-off</i> o por restricciones impuestas desde las casas matrices.</p>
--	---	--

Fuente: Elaboración propia.

**Del análisis se concluye que el mercado de capitales posee las condiciones fundamentales para constituirse en un activo participante del sistema financiero luego de la crisis de 2001-2.** El cumplimiento irrestricto de los contratos con los inversores constituye su activo principal. Sin embargo, el grado de desarrollo del mercado de capitales estará condicionado por las debilidades que éste presenta y que limitaron su desenvolvimiento en el pasado.

Para el futuro desarrollo del mercado de capitales, es fundamental que se generen una serie **de cambios regulatorios, institucionales y culturales que permitan transformar las debilidades del mercado en fortalezas, dentro de un marco político, económico y social estable.** La definición de estos cambios excede el objetivo de este trabajo, y forman parte de la responsabilidad que tienen hoy los distintos actores del mercado, tanto del sector público como del sector privado. La definición e implementación de estos cambios impactará positivamente sobre el crecimiento a largo plazo de la economía argentina. Sin estos cambios, el desarrollo futuro del mercado de capitales se reducirá, disminuyendo el crecimiento de la economía en su conjunto. Es decir, el crecimiento es endógeno a los cambios y reformas que se implementen tendientes al desarrollo del mercado de capitales doméstico.

En este sentido, en la literatura económica existe un trabajo reciente de Dapena (2003) acerca del impacto positivo del financiamiento a través de acciones en el mercado de capitales doméstico en economías volátiles y vulnerables a shocks externos, “... *el financiamiento por equity y a través de ahorros propios es el más adecuado para una economía volátil en entornos con asimetría de información y con costos de transacción asociados a resolución de contratos de deuda, ya que al reducirse el valor del colateral (sea por burbujas de tipo de cambio, de precios inmobiliarios o de valor de las acciones) permite a la economía acomodarse (lo que no sucede con contratos de deuda, que mantienen su valor nominal constante) y reduce la vulnerabilidad de la misma a fluctuaciones en los movimientos de capitales internacionales.*”

El desarrollo del mercado de capitales local estará influenciado por las **fuerzas de cambio que están transformando la forma de operar de los mercados de capitales a nivel**

**mundial.** En este sentido, y considerando que existe una fuerte competencia para la atracción de capitales entre los distintos mercados, el mercado de capitales argentino no podrá estar exento ni pasar por alto los cambios que se suceden a nivel mundial.

Las **principales tendencias en los mercados internacionales** de capitales están constituidas por los notables **avances tecnológicos, la integración de los negocios bursátiles y la desintermediación financiera.**

Los **avances tecnológicos** en informática y comunicaciones transformaron los sistemas de negociación y facilitaron la globalización de las inversiones financieras, eliminando las fronteras para el movimiento de los capitales, y de este modo facilitando la participación de numerosos inversionistas en diferentes mercados. Estas transformaciones han requerido de cambios radicales en la organización y regulación de los mercados, lo cual se ha expresado en numerosos ajustes en las instituciones y organizaciones del mercado a nivel mundial. Asimismo, los avances tecnológicos y la transformación en la operatoria de los mercados de capitales trajo aparejado un notable descenso en los costos de las transacciones, incrementando por ende el rendimiento neto del inversor.

Las bolsas, en particular, se han enfrentado en los últimos años a una fuerte competencia de los sistemas de negociación electrónicos, lo que ha traído como consecuencia una tendencia hacia la **integración de los negocios bursátiles.** Esto se ha manifestado en procesos de fusión, interconexión o alianzas estratégicas, al nivel de países y de regiones. Estos procesos se vienen sucediendo en países como España, Australia, Brasil, los países del norte de Europa que conformaron el mercado NOREX (Estocolmo, Copenhague, Oslo y Reykjavik), y las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, que se fusionaron en EURONEXT.

En los mercados de capitales ha venido ocurriendo un proceso acelerado de **desintermediación financiera.** Cada vez es más frecuente que los grandes bancos retengan riesgos crediticios sólo cuando poseen un cierto grado de información específica sobre la situación económica y financiera de los deudores, y encuentren que es muy costoso transmitir esta información con claridad a los inversores. La tendencia actual es que los grandes bancos se especialicen como agentes de colocación de las emisiones de valores de sus clientes en los mercados de capitales.

En muchos casos, los bancos han facilitado estas colocaciones mediante el otorgamiento de avales sobre las deudas de sus clientes con escasa exposición en los mercados de capitales. De esta manera, los grandes bancos asumirían un papel más protagónico como distribuidores y avalistas de riesgos, mientras que la intermediación financiera tradicional está concentrándose en los bancos más pequeños con carteras de clientes sin posibilidades de exposición directa al mercado de valores.

Este proceso de desintermediación ha venido ocurriendo debido a que las mejoras en las comunicaciones y la desregulación de los sistemas financieros en los países desarrollados han permitido el contacto directo entre los oferentes y demandantes de fondos, reduciendo considerablemente los problemas de transmitir información. Además, la creciente institucionalización de los inversores ha otorgado a éstos mayor flexibilidad para la retención de riesgos.

El mercado de capitales local no estará exento de las fuerzas de cambio que están transformando la manera de operar de los mercados de capitales a nivel mundial, y deberá acompañar a las mismas con las reformas que sean necesarias, a fin de no quedar relegado en la competencia por la atracción de los capitales, tanto locales como externos.

**En resumen**, luego del análisis de las fortalezas y debilidades del sector bancario y el mercado de capitales partiendo de su situación a Diciembre de 2002, y teniendo en cuenta la influencia de las tendencias que están transformando los mercados internacionales de capitales, creemos están dadas las condiciones para que el mercado de capitales local desempeñe un rol fundamental como líder de la recuperación del sistema financiero luego de la crisis de 2001-2. Para ello, los distintos sectores que conforman el mercado, tanto a nivel público como privado deberán plantear los cambios necesarios para resolver los problemas que limitan hoy en día el desarrollo del mercado, y permitir que el mismo compita por la atracción de fondos, tanto a nivel regional como a nivel mundial.

## 5. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se analizó el impacto de la crisis de 2001-2 sobre los distintos integrantes del sistema financiero argentino, con el objeto de evaluar la situación de los mismos luego de la crisis, y junto con las tendencias mundiales que están transformando los sistemas financieros, determinar su desarrollo esperado, con especial énfasis en el mercado de capitales.

Las medidas económicas adoptadas a finales de 2001 y en 2002 afectaron severamente gran parte de las instituciones sobre las cuales se basan el orden y funcionamiento normal de la sociedad y el sistema económico. Entre estas medidas se destacan, por sus efectos destructivos sobre la confianza, la cesación unilateral de pagos de la deuda pública, la devaluación del peso, el rompimiento unilateral de los contratos públicos y privados, la pesificación e indexación asimétrica de los depósitos y créditos denominados en dólares, y la pesificación de la deuda pública.

La crisis económica de 2001-2 tuvo un fuerte impacto sobre el sistema financiero, que estuvo íntimamente relacionado con la elevada exposición a riesgo en activos contra el gobierno. La caída en el nivel de actividad económica, y el consecuente deterioro en la situación fiscal incrementaron la desconfianza sobre la sustentabilidad de los niveles de endeudamiento del sector público, impactando negativamente sobre los niveles de canalización de ahorro, solvencia y liquidez de los intermediarios financieros, principalmente sobre el sistema bancario.

**El patrimonio neto consolidado del sistema financiero presentó una caída del 44% en pesos constantes y del 81% en dólares, en el período Junio 2001-2.** El sector bancario, que concentraba el 86% del total de activos consolidados a fines de 2000, sufrió el mayor impacto que se reflejó en una feroz corrida bancaria y un fortísimo deterioro en la solvencia de las entidades financieras como consecuencia de la devaluación, la pesificación e indexación asimétrica y la cesación de pagos de la deuda pública. Los **FJPs** sufrieron en menor medida el impacto de la crisis. A pesar de que poseían una elevada porción de su cartera de inversiones en activos contra el gobierno, las escasas necesidades de liquidez les permitieron reducir la realización de pérdidas por liquidación de activos durante la crisis. Las **Compañías de Seguros** fueron afectadas sensiblemente por la crisis, aunque su significatividad fue mucho menor teniendo en cuenta la baja participación sobre el total de activos administrados.

El **mercado de capitales** argentino también fue impactado por la crisis de 2001-2. El mercado accionario sufrió una importante reducción en la capitalización bursátil, los volúmenes operados y montos suscriptos medidos en dólares, en tanto que se redujo la cantidad de empresas cotizantes. Esta situación se da en un sistema que ya presentaba un bajo nivel de desarrollo comparado tanto a nivel mundial como regional. Por su parte, el mercado de bonos se vio fuertemente afectado por la fuerte caída en el precio de los títulos públicos, la declaratoria de *default* de la deuda pública y la conversión de títulos públicos en préstamos garantizados. **A diferencia de los intermediarios financieros tradicionales que fueron sensiblemente afectados por las regulaciones gubernamentales, el mercado de capitales no sufrió intervención alguna por parte del gobierno y siguió operando bajo las reglas preestablecidas con los inversores. Este puede transformarse en el capital fundamental del que puede valerse el mercado de capitales para potenciar su futuro desarrollo.**

Con el objeto de evaluar el desarrollo esperado del sistema financiero luego de la crisis, y en especial del mercado de capitales, se analizaron las principales fortalezas y debilidades del sector bancario vs. el mercado de capitales a fines de 2002, y las tendencias de desarrollo de los mercados a nivel mundial.

**La principal fortaleza que ostenta el mercado de capitales es el respeto ininterrumpido de los contratos con los inversores. Para el sector bancario, ésta es su principal debilidad, producto del rompimiento unilateral de los contratos con los depositantes** derivado de regulaciones gubernamentales, que incluyeron modificaciones en el plazo, moneda y tasa de interés de los depósitos. Otra de las principales debilidades que presenta el sector bancario es el deterioro en la solvencia, como consecuencia del descalce de plazos, moneda y riesgos de sus activos y pasivos y su alto grado de exposición al sector público. **Las principales debilidades del mercado de capitales, y que constituyen las principales fortalezas del sector bancario, son los elevados costos transaccionales, la baja sofisticación de los inversores individuales y la reticencia de las empresas a abrir su capital a terceros y proporcionar información detallada.**

El sistema financiero se basa fundamentalmente en la confianza de los inversores, que colocan sus fondos asumiendo un respeto de las condiciones en las cuales estos se van a invertir y negociar. La confianza de los inversores del sector bancario se deterioró fuertemente como consecuencia del cambio unilateral en las condiciones de inversión de sus ahorros, y su recuperación será lenta y gradual. El sector bancario y el país podrán recuperar la confianza de los inversores sólo con el irrestricto cumplimiento de los contratos de aquí en adelante.

**Del análisis se concluye que el mercado de capitales posee las condiciones fundamentales para constituirse en un activo participante del sistema financiero luego de la crisis de 2001-2.** El cumplimiento irrestricto de los contratos con los inversores constituye su activo principal. Sin embargo, el grado de desarrollo estará condicionado por las debilidades que este presenta y que limitaron su desenvolvimiento en el pasado. **Es fundamental que se generen una serie de cambios regulatorios, institucionales y culturales que permitan transformar las debilidades del mercado en fortalezas, dentro de un marco político, económico y social estable.** La definición de estos cambios excede el objetivo de este trabajo, y forman parte de la responsabilidad que tienen hoy los distintos actores del mercado, tanto del sector público como del sector privado. La definición e implementación de estos cambios impactará positivamente sobre el crecimiento a largo plazo de la economía argentina. Sin estos cambios, el desarrollo futuro del mercado de capitales se reducirá, disminuyendo el crecimiento de la economía en su conjunto.

El mercado de capitales local no estará exento de las fuerzas de cambio que están transformando la manera de operar de los mercados a nivel mundial, tal como los avances tecnológicos, la integración de los negocios bursátiles y la desintermediación financiera. El mercado de capitales locales deberá acompañar estas tendencias con las reformas que sean necesarias, a fin de no quedar relegado en la competencia por la atracción de los capitales, tanto locales como externos. En este sentido, el proceso de desintermediación financiera mediante el cual los bancos pasan de ser prestamistas a colocadores de títulos, impactará favorablemente sobre el desarrollo esperado del mercado de capitales.

**En conclusión,** luego del análisis de las fortalezas y debilidades del sector bancario y el mercado de capitales partiendo de su situación a fines de 2002, y teniendo en cuenta la influencia de las tendencias que están transformando los mercados internacionales de capitales, creemos que están dadas las condiciones para que el mercado de capitales local desempeñe un rol fundamental como líder de la recuperación del sistema financiero luego de la crisis. Para ello, los distintos sectores que conforman el mercado, tanto a nivel público como privado deberán plantear los cambios necesarios para resolver los problemas que limitan hoy en día el desarrollo del mercado, y permitir que el mismo compita por la atracción de fondos, tanto a nivel regional como a nivel mundial.

## 6. APÉNDICES

### 6.1. Apéndice A: Sector Bancario

#### *Fuentes de Información*

Los datos utilizados para la realización del capítulo referido al sector bancario provienen del BCRA. Esta información se encuentra disponible en el sitio de dicha institución ([www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)), y en base a ella se tomaron los estados patrimoniales oficiales. Los datos se obtuvieron de los Balances Consolidados del Sistema Financiero, elaborado por la Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras.

El BCRA, en cumplimiento de su rol de regular el correcto funcionamiento de dichas entidades, recibe y procesa la información patrimonial. Los estados patrimoniales consolidados oficiales de las entidades financieras, que comprende tanto a bancos como a otras entidades, son de carácter público de forma de reducir el problema de asimetría de información entre los depositantes y las entidades financieras.

Esta información se complementa con la publicación de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias con Información de Entidades Financieras.

#### *Tratamiento de los Datos*

Tal como se mencionó en la sección de metodología general, fue necesario practicar ajustes a las cifras oficiales de forma tal de obtener los estados contables íntegramente valuados a precios de mercado. Los ajustes se efectuaron en aquellas cuentas del activo donde los criterios contables no se basan en valores de mercado. Para las entidades financieras se realizaron ajustes sobre los préstamos garantizados y los valores públicos.

*Préstamos garantizados.* Los préstamos garantizados fueron incorporados a su valor técnico. El ajuste efectuado consistió en valorar dichos activos con criterios de mercado, utilizando los precios promedios a los cuales se transaron dichos instrumentos a Diciembre 2001, Junio 2002 y Diciembre 2002. Dado que estos instrumentos no contaban con un mercado secundario organizado sino que se compraban y vendían privadamente, los precios utilizados para valuarlos a mercado fueron obtenidos de consultas realizadas a operadores de estos instrumentos, los cuales proveyeron unos precios promedio a los que se cerraban transacciones para cada fecha.

*Valores públicos.* Los balances de bancos y entidades financieras presentan los valores públicos por moneda y clasificados en tenencias en cuenta de inversión, operaciones de compra-venta, sin cotización y bonos de compensación:

- Las **tenencias en cuenta de inversión** se encuentran valuadas a vencimiento. Este criterio de valuación surge de distribuir linealmente a lo largo de la vida del bono la ganancia de capital que se genera al momento de su compra por la diferencia existente entre los precios de adquisición y su valor técnico.
- Las **tenencias de compra-venta** se encuentran valuadas de acuerdo al valor de cotización vigente para cada título al cierre del ejercicio más el valor de los cupones de amortización y renta vencidos a cobrar.



- Los **títulos sin cotización** están valuados a su costo más las rentas devengadas hasta el cierre del ejercicio.
- Los **bonos compensatorios** se hallan valuados a un valor técnico.

De acuerdo a estos criterios de valuación, resulta necesario ajustar los conceptos incluidos en esta cuenta a excepción de las tenencias de compra-venta, que sí reflejan adecuadamente los valores de mercado de dichos activos.

Para realizar este ajuste se tomó una muestra para todos los periodos bajo análisis de las tenencias de títulos públicos de los siguientes bancos: Banco Hipotecario, Banco Credicoop, Banco Francés, Bansud, Banco Galicia, Banco Río de la Plata y HSBC.

El procedimiento realizado permitió determinar:

- La relación entre la valuación a mercado y la valuación a vencimiento de los títulos en cuenta de inversión.
- La composición de las carteras por título público y sus respectivas valuaciones.

Con el primer parámetro obtenido, fue posible llevar las **tenencias en cuenta de inversión** a una valuación acorde a los criterios de mercado.

Las valuaciones de los **títulos sin cotización** fueron ajustadas utilizando los precios promedio de mercado para cada periodo de los valores públicos en compra-venta, tanto los de moneda nacional como los de moneda extranjera. Para ello, se obtuvieron los valores nominales de los valores públicos en compra-venta utilizando las cotizaciones del MAE y la BCBA, y luego se calculó un precio promedio de mercado para dicha cartera de la muestra seleccionada.

El ajuste a la valuación de los **bonos compensatorios** se realizó utilizando los precios de mercado de los préstamos garantizados.

## 6.2. Apéndice B: Fondos de Jubilaciones y Pensiones

### *Fuentes de Información*

Los datos utilizados para la realización del capítulo referido a los FJPS provienen de la SAFJP, quien dispone de un sitio Internet ([www.safjp.gov.ar](http://www.safjp.gov.ar)) con abundante información referidas al sistema de AFJPs.

La mayor parte de los datos fueron extraídos de las memorias trimestrales, los reportes financieros y los comunicados estadísticos que la SAFJP elabora periódicamente.

La Memoria Trimestral brindó información detallada sobre los balances contables de los FJPs y de las Administradoras, y de la cartera de inversiones de los fondos, discriminada por tipo de moneda y por plazo. El Reporte Financiero se utilizó para acceder a información sobre la evolución mensual de los FJPs tanto en su expresión consolidada como individualizada por AFJP, egresos, ingresos y composición de los FJPs, volumen de operaciones realizadas en los mercados y rendimientos de las inversiones. Finalmente, los Comunicados Estadísticos quincenales y mensuales se obtuvieron datos sobre la apertura de la cartera de los FJPs por especie, dividiendo por cantidad y valor actual de cada especie de instrumento.

Adicionalmente, con el fin de obtener mayor información acerca de la operatoria de los FJPs, los métodos de valuación y las formas de contabilización de los distintos hechos económicos, se utilizaron diversas resoluciones e instrucciones emitidas por la SAFJP, que también se encuentran disponibles en su sitio de Internet.

### *Tratamiento de los Datos*

El portafolio de inversiones de los FJPs tiene una valoración básicamente de mercado, aunque existen metodologías especiales para algunos casos específicos, los cuales generan una discrepancia entre los valores contables y los de mercado. Consecuentemente, para poder obtener estados contables íntegramente valuados a valores de mercado fue necesario realizar ajustes en algunas cuentas del rubro Inversiones del Activo. Dichas cuentas son:

- a.- Títulos Públicos emitidos por la Nación mantenidos a vencimiento.
- b.- Títulos Públicos emitidos por entes estatales mantenidos a vencimiento.
- c.- Economías regionales.
- d.- Préstamos garantizados.

En las tres primeras cuentas (a, b y c) el ajuste debió realizarse debido a que las especies se encontraban valuadas a vencimiento y no a valor de mercado. La valuación a vencimiento surge de distribuir linealmente a lo largo de la vida del bono la ganancia de capital que se genera al momento de su compra por la diferencia existente entre los precios de adquisición y su valor técnico.<sup>47</sup> De esta manera, el valor que adquiere en cada momento un título valuado a vencimiento se compone de tres elementos: el precio de mercado del día de su adquisición, los

---

<sup>47</sup> El valor técnico de un bono es el valor nominal más los intereses devengados a la fecha. Se calcular como: Valor técnico = Valor Residual (%) x (Valor nominal inicial + Intereses capitalizados a la fecha) + Intereses corridos durante el período.

intereses devengados según las cláusulas de emisión, y la ganancia de capital que se acumuló hasta ese momento.

A medida que se aproxima el vencimiento final del bono, las valuaciones a vencimiento y a precios de mercado convergen hacia el precio técnico del título. No obstante, en cualquier momento previo a dicha fecha, los valores pueden diferir en ambas direcciones, dependiendo de las condiciones del mercado en relación a la senda de devengamiento del precio del título determinada el día de la compra del instrumento.

De esta manera, un título a vencimiento está sobrevaluado con respecto al precio de mercado si la suma del precio de mercado del día de su adquisición y la ganancia de capital devengada hasta el momento de análisis supera al precio de mercado. Contrariamente, una situación de subvaluación se produce cuando el precio de mercado de la especie supera a la suma del precio de adquisición del bien más el devengamiento de ganancia de capital acumulado.

La metodología empleada para valorar estos instrumentos a precios de mercado y resolver la discrepancia contable procedente de la valuación a vencimiento de los títulos públicos y economías regionales consistió en tomar los valores nominales residuales por especie informados por la SAFJP y multiplicarlos por sus respectivos precios de mercado.

En el caso de los préstamos garantizados (cuenta d), la Instrucción N° 21/02 de la SAFJP determina que aquellos préstamos convertidos a moneda nacional por el Decreto N° 471/02 (el 98.6% del total de los Préstamos al 31 de Diciembre de 2001) se valorarán según el descuento a la tasa interna de retorno correspondiente al precio calculado para el día 3 de Febrero de 2002, lo que supone la utilización de una tasa de descuento constante. Esto implica que si en el mercado cambiase la tasa de descuento aplicable a estos instrumentos (cambiando por tanto su precio de mercado), la metodología contable de valuación no reflejaría este hecho en los estados patrimoniales.

Dado que estos instrumentos no contaban con un mercado secundario organizado sino que se compraban y vendían privadamente, los precios utilizados para valorarlos a precio de mercado fueron obtenidos de consultas realizadas a operadores de estos instrumentos, los cuales proveyeron unos precios promedio a los que se cerraban transacciones para cada fecha.

### ***Cálculo de los Factores Explicativos de las Variaciones en el Patrimonio Neto de los FJPs***

En el presente trabajo se buscó descomponer la variación del patrimonio neto de los FJPs a precios de mercado en dos grandes factores: diferencias de valuación y variaciones a precios de mercado netas de diferencias de valuación.

El procedimiento empleado para calcular el monto de cada uno de estos factores consistió en obtener el valor de las variaciones a precios de mercado netas de diferencias de valuación a partir de información publicada por la SAFJP y obtener por diferencia la diferencia de valuación. El valor de las variaciones a precios de mercado netas de diferencias de valuación de los FJPs fue calculado sumando la recaudación neta (la recaudación de aportes de los afiliados netos de comisiones) y restando las prestaciones netas (la suma de prestaciones y transferencias a Compañías de Seguros de retiro netos del monto recibido en concepto de capitales complementarios).<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> Estrictamente, el cálculo del flujo neto de fondos también incorpora una cuenta de muy baja relevancia cuantitativa (denominada "Otros") presentada en los informes de la SAFJP sobre los factores explicativos de la variación de los FJPs.

Obtenida por diferencia la magnitud de la diferencia de valuación de los fondos a valor de mercado, se estimó la porción explicada por la pesificación (a \$1,40/1US\$) e indexación de ciertos activos de los FJPs.

En cuanto a la pesificación al tipo de cambio de \$1,40/1US\$ por dólar estadounidense se sumaron los montos correspondientes al 40% de los valores originales de los instrumentos sujetos a pesificación. De esta forma, se aísla el salto en los valores en pesos de estos instrumentos derivados de la conversión a pesos a una relación distinta a la paridad entre pesos y dólares. Respecto a la indexación de estos instrumentos, se buscó estimar el incremento en el valor nominal de los incrementos pesificados como consecuencia de la indexación, para lo cual se utilizó la serie del CER y la información provista por la SAFJP sobre el cambio en las cantidades de cada especie.

### 6.3. Apéndice C: Compañías de Seguros

#### *Fuentes de Información*

La información sobre los balances oficiales fue obtenida del informe de *estados patrimoniales, indicadores, composición de inversiones, y resultados*<sup>49</sup> que trimestralmente publica la SSN.

Las cifras del mercado asegurador que se analizan en este trabajo incluyen a las compañías que operan en los siguientes ramos:

- Compañías de Seguros generales,
- Compañías de Seguros de vida/vida previsional,
- Aseguradoras de riesgos del trabajo,
- Compañías de Seguros de retiro,
- Mutuales.

Las cifras oficiales que publica la superintendencia en los estados patrimoniales trimestrales no incluyen una apertura por moneda de los distintos rubros del activo y el pasivo. Para poder llevar a cabo una apertura estimada por moneda, se tomó la información de los balances de siete aseguradoras, que representan el 30% del total de activos y el 41% del total de inversiones del mercado asegurador a Diciembre de 2002.

#### *Tratamiento de los Datos*

Como ya fue mencionado, los estados patrimoniales oficiales consolidados trimestrales fueron tomados de las cifras que publica la superintendencia en el informe de estados patrimoniales. La apertura por moneda de los activos y pasivos oficiales se realizó en base a una muestra de siete aseguradoras, que representan el 30% del total de activos y el 41% del total de inversiones del mercado asegurador a Diciembre de 2002.

Tal como se mencionó en la sección de metodología general, fue necesario practicar ajustes a las cifras oficiales de forma tal de obtener los estados patrimoniales íntegramente valuados a precios de mercado. Los ajustes se efectuaron en aquellas cuentas del activo y pasivo donde los criterios oficiales no se basan en valores de mercado. Para las Compañías de Seguros se procedió al ajuste de la cuenta títulos públicos del activo y los compromisos técnicos del pasivo.

*Títulos públicos.* Para realizar el ajuste en la cuenta títulos públicos, en primer lugar se determinó para cada período el porcentaje de títulos que se encontraban valuados a precios de mercado y los que se encontraban valuados al vencimiento<sup>50</sup>. Para ello, y como esta información

---

<sup>49</sup> Esta información fue obtenida de la página de Internet de la SSN. ([www.ssn.gov.ar](http://www.ssn.gov.ar)), en la sección Normativa/Comunicaciones.

<sup>50</sup> Este criterio de valuación surge de distribuir linealmente a lo largo de la vida del bono la ganancia de capital que se genera al momento de su compra por la diferencia existente entre los precios de adquisición y su valor técnico.

no se presenta para el consolidado del mercado, se tomó información de los balances de la muestra de compañías elegidas. Además, para los títulos públicos valuados al vencimiento se determinó el precio promedio al cual se encuentran valuados. Con esta información, se tomaron los valores de la posición de títulos públicos para el consolidado, y se determinó la posición de títulos valuados a mercado y al vencimiento en base a los porcentajes obtenidos de la muestra. Luego, tomando el precio promedio al cual se encuentran valuados los títulos públicos al vencimiento para la muestra elegida, se determinó la cantidad de títulos valuados al vencimiento para el consolidado. Finalmente, y tomando el precio promedio de mercado para los títulos públicos<sup>51</sup> en cada período, se multiplicó el precio promedio de mercado por la cantidad de títulos valuados al vencimiento, obteniendo finalmente la valuación de mercado de los títulos que se encontraban valuados al vencimiento.

*Compromisos técnicos.* Los compromisos técnicos debieron ser ajustados ya que para las Compañías de Seguros de vida y retiro el incremento en la valuación de las inversiones de terceros se reflejó en el pasivo con un aumento en los compromisos técnicos. Por lo tanto, parte del ajuste en los títulos públicos para reexpresarlos a precios de mercado, también debe realizarse para los compromisos técnicos de las Compañías de Seguros de vida y retiro.

Para ello, en primer lugar se determinó la parte de los compromisos técnicos que corresponden a las Compañías de Seguros de vida y retiro, tomando la apertura por tipo de compañía que se informa en los estados patrimoniales oficiales que publica la superintendencia de seguros. Luego, se ajustaron los compromisos técnicos de las compañías de seguros de vida y retiro por un coeficiente calculado a partir del cociente entre el valor de los títulos públicos a precios de mercado y a valores oficiales.

---

<sup>51</sup> Se tomó el precio promedio de los títulos públicos que se publica en el MAE.

## 6.4. Apéndice D: Balances Oficiales y Ajustados.

### Sistema Bancario

#### Estados patrimoniales oficiales del sector bancario

En millones de pesos

	Dic. 1999	Jun. 2000	Dic. 2000	Jun. 2001	Dic. 2001	Jun. 2002	Dic. 2002
<b>a) ACTIVO</b>	<b>157.324</b>	<b>173.315</b>	<b>167.818</b>	<b>155.651</b>	<b>128.806</b>	<b>199.609</b>	<b>200.068</b>
<b>a.1) Disponibilidades</b>	<b>4.105</b>	<b>3.476</b>	<b>3.559</b>	<b>11.144</b>	<b>9.188</b>	<b>8.791</b>	<b>15.185</b>
<b>a.2) Activos con residentes en el exterior</b>	<b>14.092</b>	<b>17.646</b>	<b>17.234</b>	<b>15.436</b>	<b>6.544</b>	<b>11.790</b>	<b>10.709</b>
<b>a.3) Crédito al sector público</b>	<b>28.272</b>	<b>27.925</b>	<b>28.778</b>	<b>30.135</b>	<b>30.114</b>	<b>96.112</b>	<b>95.282</b>
a.3.1) En moneda nacional	5.481	4.420	3.715	3.458	3.392	54.995	57.744
a.3.2) En moneda extranjera	22.790	23.505	25.063	26.677	26.722	41.117	37.538
<b>a.4) Sector privado</b>	<b>70.578</b>	<b>68.339</b>	<b>67.910</b>	<b>62.667</b>	<b>55.979</b>	<b>53.644</b>	<b>47.924</b>
a.4.1) En moneda nacional	26.659	26.532	25.688	22.952	15.626	45.610	41.175
a.4.1.1) Préstamos	24.385	24.025	23.286	20.794	13.516	35.326	29.974
a.4.1.2) Valores privados	1.700	1.992	1.873	1.745	1.701	7.540	8.369
a.4.1.3) Recursos devengados sobre préstamos	574	515	529	412	409	2.744	2.832
a.4.2) En moneda extranjera	43.919	41.807	42.221	39.716	40.353	8.034	6.749
a.4.2.1) Préstamos	40.856	39.047	38.740	36.562	36.614	5.605	4.703
a.4.2.2) Valores privados	2.049	1.702	2.447	2.330	2.709	2.221	1.850
a.4.2.3) Recursos devengados sobre préstamos	1.014	1.057	1.034	823	1.030	208	195
<b>a.5) Otras cuentas del activo</b>	<b>40.277</b>	<b>55.928</b>	<b>50.337</b>	<b>36.269</b>	<b>26.981</b>	<b>29.273</b>	<b>30.968</b>
<b>b) PASIVO</b>	<b>140.420</b>	<b>157.277</b>	<b>150.535</b>	<b>138.684</b>	<b>112.323</b>	<b>170.401</b>	<b>173.982</b>
<b>b.1) Pasivos con residentes en el exterior</b>	<b>23.265</b>	<b>22.612</b>	<b>24.575</b>	<b>23.076</b>	<b>16.560</b>	<b>48.458</b>	<b>42.921</b>
<b>b.2) Depósitos del sector público</b>	<b>9.433</b>	<b>10.236</b>	<b>9.054</b>	<b>8.009</b>	<b>6.025</b>	<b>8.945</b>	<b>10.747</b>
b.2.1) En moneda nacional	8.262	9.281	8.016	6.923	4.500	8.526	10.200
b.2.2) En moneda extranjera	1.171	956	1.038	1.086	1.525	420	546
<b>b.3) Depósitos del sector privado</b>	<b>69.877</b>	<b>74.121</b>	<b>73.708</b>	<b>73.282</b>	<b>60.190</b>	<b>62.272</b>	<b>65.565</b>
b.3.1) En moneda nacional	26.694	27.211	26.013	24.211	15.944	60.760	63.351
b.3.1.1) Capitales	26.445	26.984	25.773	23.968	15.698	54.376	56.846
b.3.1.1.1) Cuentas corrientes	5.695	5.769	5.629	5.571	5.610	9.420	11.371
b.3.1.1.2) Cajas de ahorro	7.402	7.691	7.439	6.714	4.341	9.832	8.282
b.3.1.1.3) Plazo fijo	11.587	11.795	10.926	10.074	3.750	26.746	30.097
b.3.1.1.4) Otros	1.761	1.729	1.780	1.609	1.997	8.378	7.097
b.3.1.2) Recursos devengados	249	227	239	243	246	6.384	6.504
b.3.2) En moneda extranjera	43.183	46.910	47.695	49.071	44.246	1.512	2.214
b.3.2.1) Capitales	42.938	46.618	47.372	48.736	43.989	1.506	2.208
b.3.2.1.1) A la vista	687	621	558	916	3.348	103	78
b.3.2.1.2) Cajas de ahorro	5.454	5.472	5.435	5.584	14.138	56	176
b.3.2.1.3) Plazo fijo	36.097	39.767	40.545	41.448	23.626	1.028	1.499
b.3.2.1.4) Otros	699	757	834	787	2.877	319	455
b.3.2.2) Recursos devengados	246	292	323	335	257	6	7
<b>b.4) Obligaciones con el BCRA</b>	<b>308</b>	<b>214</b>	<b>78</b>	<b>37</b>	<b>4.478</b>	<b>21.409</b>	<b>28.959</b>
<b>b.5) Otras cuentas del pasivo</b>	<b>37.536</b>	<b>50.093</b>	<b>43.120</b>	<b>34.280</b>	<b>25.071</b>	<b>29.317</b>	<b>25.791</b>
<b>c) PATRIMONIO NETO</b>	<b>16.905</b>	<b>16.038</b>	<b>17.283</b>	<b>16.968</b>	<b>16.483</b>	<b>29.208</b>	<b>26.086</b>

**Estados patrimoniales ajustados del sector bancario**

En millones de pesos

	Dic. 1999	Jun. 2000	Dic. 2000	Jun. 2001	Dic. 2001	Jun. 2002	Dic. 2002
<b>a) ACTIVO</b>	<b>156.432</b>	<b>172.293</b>	<b>167.198</b>	<b>154.704</b>	<b>121.749</b>	<b>166.476</b>	<b>173.099</b>
<b>a.1) Disponibilidades</b>	<b>4.105</b>	<b>3.476</b>	<b>3.559</b>	<b>11.144</b>	<b>9.188</b>	<b>8.791</b>	<b>15.185</b>
<b>a.2) Activos con residentes en el exterior</b>	<b>14.092</b>	<b>17.646</b>	<b>17.234</b>	<b>15.436</b>	<b>6.544</b>	<b>11.790</b>	<b>10.709</b>
<b>a.3) Crédito al sector público</b>	<b>27.380</b>	<b>26.904</b>	<b>28.158</b>	<b>29.188</b>	<b>23.057</b>	<b>62.979</b>	<b>68.313</b>
a.3.1) En moneda nacional	5.416	4.386	3.666	3.382	2.999	40.998	44.122
a.3.2) En moneda extranjera	21.964	22.518	24.492	25.805	20.058	21.981	24.191
<b>a.4) Sector privado</b>	<b>70.578</b>	<b>68.339</b>	<b>67.910</b>	<b>62.667</b>	<b>55.979</b>	<b>53.644</b>	<b>47.924</b>
a.4.1) En moneda nacional	26.659	26.532	25.688	22.952	15.626	45.610	41.175
a.4.1.1) Préstamos	24.385	24.025	23.286	20.794	13.516	35.326	29.974
a.4.1.2) Valores privados	1.700	1.992	1.873	1.745	1.701	7.540	8.369
a.4.1.3) Recursos devengados sobre préstamos	574	515	529	412	409	2.744	2.832
a.4.2) En moneda extranjera	43.919	41.807	42.221	39.716	40.353	8.034	6.749
a.4.2.1) Préstamos	40.856	39.047	38.740	36.562	36.614	5.605	4.703
a.4.2.2) Valores privados	2.049	1.702	2.447	2.330	2.709	2.221	1.850
a.4.2.3) Recursos devengados sobre préstamos	1.014	1.057	1.034	823	1.030	208	195
<b>a.5) Otras cuentas del activo</b>	<b>40.277</b>	<b>55.928</b>	<b>50.337</b>	<b>36.269</b>	<b>26.981</b>	<b>29.273</b>	<b>30.968</b>
<b>b) PASIVO</b>	<b>140.420</b>	<b>157.277</b>	<b>150.535</b>	<b>138.684</b>	<b>112.323</b>	<b>170.401</b>	<b>173.982</b>
<b>b.1) Pasivos con residentes en el exterior</b>	<b>23.265</b>	<b>22.612</b>	<b>24.575</b>	<b>23.076</b>	<b>16.560</b>	<b>48.458</b>	<b>42.921</b>
<b>b.2) Depósitos del sector público</b>	<b>9.433</b>	<b>10.236</b>	<b>9.054</b>	<b>8.009</b>	<b>6.025</b>	<b>8.945</b>	<b>10.747</b>
b.2.1) En moneda nacional	8.262	9.281	8.016	6.923	4.500	8.526	10.200
b.2.2) En moneda extranjera	1.171	956	1.038	1.086	1.525	420	546
<b>b.3) Depósitos del sector privado</b>	<b>69.877</b>	<b>74.121</b>	<b>73.708</b>	<b>73.282</b>	<b>60.190</b>	<b>62.272</b>	<b>65.565</b>
b.3.1) En moneda nacional	26.694	27.211	26.013	24.211	15.944	60.760	63.351
b.3.1.1) Capitales	26.445	26.984	25.773	23.968	15.698	54.376	56.846
b.3.1.1.1) Cuentas corrientes	5.695	5.769	5.629	5.571	5.610	9.420	11.371
b.3.1.1.2) Cajas de ahorro	7.402	7.691	7.439	6.714	4.341	9.832	8.282
b.3.1.1.3) Plazo fijo	11.587	11.795	10.926	10.074	3.750	26.746	30.097
b.3.1.1.4) Otros	1.761	1.729	1.780	1.609	1.997	8.378	7.097
b.3.1.2) Recursos devengados	249	227	239	243	246	6.384	6.504
b.3.2) En moneda extranjera	43.183	46.910	47.695	49.071	44.246	1.512	2.214
b.3.2.1) Capitales	42.938	46.618	47.372	48.736	43.989	1.506	2.208
b.3.2.1.1) A la vista	687	621	558	916	3.348	103	78
b.3.2.1.2) Cajas de ahorro	5.454	5.472	5.435	5.584	14.138	56	176
b.3.2.1.3) Plazo fijo	36.097	39.767	40.545	41.448	23.626	1.028	1.499
b.3.2.1.4) Otros	699	757	834	787	2.877	319	455
b.3.2.2) Recursos devengados	246	292	323	335	257	6	7
<b>b.4) Obligaciones con el BCRA</b>	<b>308</b>	<b>214</b>	<b>78</b>	<b>37</b>	<b>4.478</b>	<b>21.409</b>	<b>28.959</b>
<b>b.5) Otras cuentas del pasivo</b>	<b>37.536</b>	<b>50.093</b>	<b>43.120</b>	<b>34.280</b>	<b>25.071</b>	<b>29.317</b>	<b>25.791</b>
<b>c) PATRIMONIO NETO</b>	<b>16.013</b>	<b>15.017</b>	<b>16.662</b>	<b>16.020</b>	<b>9.426</b>	<b>-3.925</b>	<b>-883</b>



**Fondos de Jubilaciones y Pensiones**

**Estados patrimoniales oficiales de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones**

En millones de pesos

	Dic. 1999	Jun. 2000	Dic. 2000	Jun. 2001	Dic. 2001	Jun. 2002	Dic. 2002
<b>a) ACTIVO</b>	<b>16.823</b>	<b>19.022</b>	<b>20.454</b>	<b>22.312</b>	<b>21.828</b>	<b>37.730</b>	<b>40.112</b>
<b>a.1) Disponibilidades</b>	<b>166</b>	<b>318</b>	<b>72</b>	<b>209</b>	<b>561</b>	<b>816</b>	<b>456</b>
<b>a.2) Inversiones</b>	<b>16.624</b>	<b>18.508</b>	<b>20.325</b>	<b>22.007</b>	<b>20.322</b>	<b>36.777</b>	<b>39.413</b>
a.2.1) Títulos públicos emitidos por la nación	8.141	9.021	10.050	10.804	13.559	26.757	29.177
a.2.2) Títulos emitidos por entes estatales	638	898	1.082	1.007	569	572	583
a.2.3) Obligaciones negociables de largo plazo	239	361	509	434	280	277	114
a.2.4) Obligaciones negociables de corto plazo	105	96	62	85	71	170	295
a.2.5) Obligaciones negociables convertibles	14	0	0	0	0	0	0
a.2.6) Obligaciones negociables convertibles c	0	0	0	0	0	0	0
a.2.7) Plazo fijo	2.597	2.851	3.186	3.423	2.264	733	989
a.2.8) Acciones de sociedades anónimas	3.200	2.921	2.263	2.297	1.953	2.804	2.430
a.2.9) Acciones de empresas privatizadas	249	184	236	250	175	104	102
a.2.10) Fondos comunes de inversión	605	510	380	561	410	345	427
a.2.11) Títulos emitidos por estados extranjero	0	0	0	0	0	0	74
a.2.12) Títulos valores extranjeros	61	816	910	747	383	1.976	3.377
a.2.13) Contratos negociables de futuros y op	41	23	11	9	3	3	3
a.2.14) Cédulas y letras hipotecarias	14	13	13	9	4	6	1
a.2.15) Fondos de inversión directa	33	35	39	39	48	55	58
a.2.16) Economías regionales	237	268	290	324	320	374	274
a.2.17) Fideicomisos	450	511	1.293	2.019	281	142	285
a.2.18) Diferencias de cambio a realizar	0	0	0	0	0	2.460	1.223
<b>a.3) Otros activos</b>	<b>33</b>	<b>196</b>	<b>57</b>	<b>96</b>	<b>945</b>	<b>138</b>	<b>243</b>
<b>b) PASIVO</b>	<b>72</b>	<b>343</b>	<b>90</b>	<b>188</b>	<b>1.086</b>	<b>2.644</b>	<b>1.513</b>
<b>c) PATRIMONIO NETO</b>	<b>16.751</b>	<b>18.679</b>	<b>20.365</b>	<b>22.124</b>	<b>20.742</b>	<b>35.087</b>	<b>38.599</b>
<b>c.1) Recaudación en proceso de acreditación</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>75</b>
<b>c.2) Cuentas de capitalización individual</b>	<b>16.693</b>	<b>18.594</b>	<b>20.245</b>	<b>22.030</b>	<b>20.668</b>	<b>35.044</b>	<b>38.488</b>
<b>c.3) Aportes pendientes</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>c.4) Saldos en proceso de transpaso</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>c.5) Rentabilidad por distribuir</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>c.6) Fondo de fluctuación</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
<b>c.7) Diferencia por redondeo</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>c.8) Capitales recibidos de las ART Lev 24.55'</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>c.9) Otros conceptos</b>	<b>23</b>	<b>67</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>65</b>	<b>33</b>	<b>32</b>

**Estados patrimoniales ajustados de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones**

En millones de pesos

	Dic. 1999	Jun. 2000	Dic. 2000	Jun. 2001	Dic. 2001	Jun. 2002	Dic. 2002
<b>a) ACTIVO</b>	<b>16.817</b>	<b>18.657</b>	<b>20.054</b>	<b>21.098</b>	<b>15.909</b>	<b>32.116</b>	<b>36.235</b>
<b><u>a.1) Disponibilidades</u></b>	<b>166</b>	<b>318</b>	<b>72</b>	<b>209</b>	<b>561</b>	<b>816</b>	<b>456</b>
<b><u>a.2) Inversiones</u></b>	<b>16.618</b>	<b>18.143</b>	<b>19.924</b>	<b>20.792</b>	<b>14.403</b>	<b>31.162</b>	<b>35.536</b>
a.2.1) Títulos públicos emitidos por la nación	8.135	8.654	9.650	9.593	7.684	21.239	25.426
a.2.2) Títulos emitidos por entes estatales	638	897	1.082	1.007	569	572	583
a.2.3) Obligaciones negociables de largo plazo	239	361	509	434	280	277	114
a.2.4) Obligaciones negociables de corto plazo	105	96	62	85	71	170	295
a.2.5) Obligaciones negociables convertibles	14	0	0	0	0	0	0
a.2.6) Obligaciones negociables convertibles	0	0	0	0	0	0	0
a.2.7) Plazo fijo	2.597	2.851	3.186	3.423	2.264	733	989
a.2.8) Acciones de sociedades anónimas	3.200	2.921	2.263	2.297	1.953	2.804	2.430
a.2.9) Acciones de empresas privatizadas	249	184	236	250	175	104	102
a.2.10) Fondos comunes de inversión	605	510	380	561	410	345	427
a.2.11) Títulos emitidos por estados extranjeros	0	0	0	0	0	0	74
a.2.12) Títulos valores extranjeros	61	816	910	747	383	1.976	3.377
a.2.13) Contratos negociables de futuros y op	41	23	11	9	3	3	3
a.2.14) Cédulas y letras hipotecarias	14	13	13	9	4	6	1
a.2.15) Fondos de inversión directa	33	35	39	39	48	55	58
a.2.16) Economías regionales	237	269	289	320	277	277	148
a.2.17) Fideicomisos	450	511	1.293	2.019	281	142	285
a.2.18) Diferencias de cambio a realizar	0	0	0	0	0	2.460	1.223
<b><u>a.3) Otros activos</u></b>	<b>33</b>	<b>196</b>	<b>57</b>	<b>96</b>	<b>945</b>	<b>138</b>	<b>243</b>
<b>b) PASIVO</b>	<b>72</b>	<b>343</b>	<b>90</b>	<b>188</b>	<b>1.086</b>	<b>2.644</b>	<b>1.513</b>
<b>c) PATRIMONIO NETO</b>	<b>16.745</b>	<b>18.314</b>	<b>19.964</b>	<b>20.909</b>	<b>14.823</b>	<b>29.472</b>	<b>34.721</b>
<b><u>c.1) Reacudación en proceso de acreditación</u></b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>75</b>
<b><u>c.2) Cuentas de capitalización individual</u></b>	<b>16.693</b>	<b>18.594</b>	<b>20.245</b>	<b>22.030</b>	<b>20.668</b>	<b>35.044</b>	<b>38.488</b>
<b><u>c.3) Aportes pendientes</u></b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b><u>c.4) Saldos en proceso de transpaso</u></b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b><u>c.5) Rentabilidad por distribuir</u></b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b><u>c.6) Fondo de fluctuación</u></b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
<b><u>c.7) Diferencia por redondeo</u></b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b><u>c.8) Capitales recibidos de las ART Ley 24.55'</u></b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b><u>c.9) Otros conceptos</u></b>	<b>23</b>	<b>67</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>65</b>	<b>33</b>	<b>32</b>
<b><u>c.10) Ajuste por Valuación</u></b>	<b>-6</b>	<b>-365</b>	<b>-401</b>	<b>-1.214</b>	<b>-5.919</b>	<b>-5.614</b>	<b>-3.878</b>

**Compañías de Seguros**

**Estados patrimoniales oficiales de las compañías de seguros**

En millones de pesos

	Dic. 1999	Jun. 2000	Dic. 2000	Jun. 2001	Sep. 2001	Jun. 2002	Dic. 2002
<b>a) ACTIVO</b>	<b>9.971</b>	<b>10.664</b>	<b>11.081</b>	<b>11.818</b>	<b>11.849</b>	<b>18.453</b>	<b>19.012</b>
<b>a.1) Disponibilidades</b>	<b>293</b>	<b>248</b>	<b>223</b>	<b>246</b>	<b>225</b>	<b>1.776</b>	<b>1.211</b>
<b>a.2) Inversiones</b>	<b>6.008</b>	<b>6.770</b>	<b>7.269</b>	<b>7.986</b>	<b>8.042</b>	<b>11.728</b>	<b>12.617</b>
a.2.1) Títulos públicos	2.702	3.277	3.741	4.116	4.086	7.015	8.168
a.2.2) Acciones	396	434	403	403	374	967	778
a.2.3) Obligaciones negociables	196	156	127	144	176	349	624
a.2.4) Fondos Comunes de inversión	344	428	388	503	516	628	560
a.2.5) Depósitos a plazo	2.125	2.173	2.219	2.299	2.404	2.224	1.960
a.2.6) Préstamos	98	99	96	95	126	163	140
a.2.7) Otras inversiones	146	203	295	425	360	381	387
<b>a.3) Créditos</b>	<b>2.616</b>	<b>2.610</b>	<b>2.575</b>	<b>2.600</b>	<b>2.625</b>	<b>3.177</b>	<b>3.275</b>
a.3.1) Premios a cobrar	1.590	1.562	1.570	1.638	1.650	1.659	1.690
a.3.2) Reaseguros	472	490	519	437	444	588	622
a.3.3) Coaseguros	3	3	3	2	4	3	3
a.3.4) Otros	551	556	483	523	528	926	959
<b>a.4) Inmuebles</b>	<b>327</b>	<b>315</b>	<b>311</b>	<b>294</b>	<b>291</b>	<b>513</b>	<b>567</b>
<b>a.5) Bienes de uso</b>	<b>532</b>	<b>518</b>	<b>486</b>	<b>463</b>	<b>452</b>	<b>862</b>	<b>920</b>
<b>a.6) Otros rubros activos</b>	<b>195</b>	<b>203</b>	<b>217</b>	<b>229</b>	<b>213</b>	<b>398</b>	<b>423</b>
<b>b) PASIVO</b>	<b>7.723</b>	<b>8.335</b>	<b>8.841</b>	<b>9.494</b>	<b>9.603</b>	<b>13.932</b>	<b>14.544</b>
<b>b.1) Deudas</b>	<b>4.163</b>	<b>4.366</b>	<b>4.433</b>	<b>4.784</b>	<b>4.803</b>	<b>6.746</b>	<b>6.655</b>
b.1.1) Asegurados	2.895	3.051	3.138	3.364	3.469	4.954	5.025
b.1.2) Reaseguradores	440	450	388	476	449	640	502
b.1.3) Coaseguradoras	3	5	5	4	4	4	5
b.1.4) Productores	233	227	225	243	238	244	267
b.1.5) Fiscales y sociales	262	269	251	223	202	337	305
b.1.6) Otras deudas	330	365	426	475	441	567	551
<b>b.2) Compromisos técnicos</b>	<b>3.402</b>	<b>3.785</b>	<b>4.235</b>	<b>4.516</b>	<b>4.590</b>	<b>6.629</b>	<b>7.225</b>
<b>b.3) Previsiones</b>	<b>158</b>	<b>183</b>	<b>173</b>	<b>194</b>	<b>210</b>	<b>557</b>	<b>665</b>
<b>c) PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.249</b>	<b>2.329</b>	<b>2.240</b>	<b>2.324</b>	<b>2.246</b>	<b>4.521</b>	<b>4.468</b>

**Estados patrimoniales ajustados de las compañías de seguros**

En millones de pesos

	Dic. 1999	Jun. 2000	Dic. 2000	Jun. 2001	Sep. 2001	Jun. 2002	Dic. 2002
<b>a) ACTIVO</b>	<b>9.971</b>	<b>10.664</b>	<b>11.081</b>	<b>11.479</b>	<b>10.921</b>	<b>15.539</b>	<b>15.497</b>
<b><u>a.1) Disponibilidades</u></b>	<b>293</b>	<b>248</b>	<b>223</b>	<b>246</b>	<b>225</b>	<b>1.776</b>	<b>1.211</b>
<b><u>a.2) Inversiones</u></b>	<b>6.008</b>	<b>6.770</b>	<b>7.269</b>	<b>7.647</b>	<b>7.115</b>	<b>8.814</b>	<b>9.102</b>
a.2.1) Títulos públicos	2.702	3.277	3.741	3.777	3.159	4.101	4.653
a.2.2) Acciones	396	434	403	403	374	967	778
a.2.3) Obligaciones negociables	196	156	127	144	176	349	624
a.2.4) Fondos Comunes de inversión	344	428	388	503	516	628	560
a.2.5) Depósitos a plazo	2.125	2.173	2.219	2.299	2.404	2.224	1.960
a.2.6) Préstamos	98	99	96	95	126	163	140
a.2.7) Otras inversiones	146	203	295	425	360	381	387
<b><u>a.3) Créditos</u></b>	<b>2.616</b>	<b>2.610</b>	<b>2.575</b>	<b>2.600</b>	<b>2.625</b>	<b>3.177</b>	<b>3.275</b>
a.3.1) Premios a cobrar	1.590	1.562	1.570	1.638	1.650	1.659	1.690
a.3.2) Reaseguros	472	490	519	437	444	588	622
a.3.3) Coaseguros	3	3	3	2	4	3	3
a.3.4) Otros	551	556	483	523	528	926	959
<b><u>a.4) Inmuebles</u></b>	<b>327</b>	<b>315</b>	<b>311</b>	<b>294</b>	<b>291</b>	<b>513</b>	<b>567</b>
<b><u>a.5) Bienes de uso</u></b>	<b>532</b>	<b>518</b>	<b>486</b>	<b>463</b>	<b>452</b>	<b>862</b>	<b>920</b>
<b><u>a.6) Otros rubros activos</u></b>	<b>195</b>	<b>203</b>	<b>217</b>	<b>229</b>	<b>213</b>	<b>398</b>	<b>423</b>
<b>b) PASIVO</b>	<b>7.723</b>	<b>8.335</b>	<b>8.841</b>	<b>9.415</b>	<b>9.382</b>	<b>13.202</b>	<b>13.658</b>
<b><u>b.1) Deudas</u></b>	<b>4.163</b>	<b>4.366</b>	<b>4.433</b>	<b>4.784</b>	<b>4.803</b>	<b>6.746</b>	<b>6.655</b>
b.1.1) Asegurados	2.895	3.051	3.138	3.364	3.469	4.954	5.025
b.1.2) Reaseguradores	440	450	388	476	449	640	502
b.1.3) Coaseguradoras	3	5	5	4	4	4	5
b.1.4) Productores	233	227	225	243	238	244	267
b.1.5) Fiscales y sociales	262	269	251	223	202	337	305
b.1.6) Otras deudas	330	365	426	475	441	567	551
<b><u>b.2) Compromisos técnicos</u></b>	<b>3.402</b>	<b>3.785</b>	<b>4.235</b>	<b>4.436</b>	<b>4.370</b>	<b>5.899</b>	<b>6.339</b>
<b><u>b.3) Previsiones</u></b>	<b>158</b>	<b>183</b>	<b>173</b>	<b>194</b>	<b>210</b>	<b>557</b>	<b>665</b>
<b><u>c) PATRIMONIO NETO</u></b>	<b>2.249</b>	<b>2.329</b>	<b>2.240</b>	<b>2.064</b>	<b>1.539</b>	<b>2.337</b>	<b>1.839</b>

## 7. BIBLIOGRAFÍA

ALLES, Lakshman. *Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries*. IMF Working Paper. October 2001.

ARRIAZU, Ricardo H. *Lecciones de la Crisis Argentina. Bases Programáticas para un Esquema de Desarrollo Sustentable*. Editorial El Ateneo. 2002.

BCRA. *Boletín monetario y financiero*. Años 2000-2002.

BEBCZUK, Ricardo N. *Market discipline in the Argentine insurance industry: An empirical investigation*. Center for Financial Stability Argentina. Agosto 2003.

BERGER, Allen N.; HASAN, Iftexhar; KLAPPER, Leora F. *Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance*. Journal of Financial Services Research. 2004.

BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES. Anuario. Años 2000-2002.

CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro, TALVI, Ernesto. *Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*. Mimeo. Inter-American Development Bank. 2002.

DAPENA, José Pablo, Absorción de shocks en economías volátiles: ahorro a través de acciones en mercados de capitales. Caso argentino 1993-2001. Agosto de 2003.

DE LA TORRE, Augusto. *Resolving Bank Failures in Argentina*. Policy Research Working Paper 2295. Marzo 2000.

DE LA TORRE, Augusto; LEVY YEYATI, Eduardo; SCHMUKLER, Sergio. *Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Money*. NBER. Junio 2002.

DE NICOLÓ, Gianni; BARTHOLOMEW, Philip; ZAMAN, Jahanara; ZAPHIRIN, Mary. *Bank Consolidation, Internationalization and Conglomeration: Trends and Implications for Financial Risk*. IMF Working Papers. July 2003.

DELLA PAOLERA, Gerardo. *Gaicho Banking Redux*. NBER. working paper 9457. 2003.

DIAMOND, D.B.; DYBVIK, P.H. *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*. Journal of Political Economy 91 (3), 401-419. 1983.

DORNBUSCH, Rudiger. *Argentina at the End of the Rope*. Mimeo. MIT. 2001.

DORRANCE, Graeme S. *National Monetary and Financial Analysis*. St. Martin's Press New York. 1978.

FELDSTEIN, Martin. *Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis*. Foreign Affairs. Marzo 2002.

GALIANI, Sebastian; HEYMANN, Daniel; TOMMASI, Mariano. *Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan*. William Davidson Institute Working Paper No. 515. November 2002.

GUIISO, Luigi; SAPIENZA, Paola; ZINGALES, Luigi. *Does Local Financial Development Matter?* NBER Working Paper. May 2002.

HAUSMANN, R; VELASCO, A. *The Road to Hell: Argentina and International Financial Markets*. Paper presented at the Brookings Trade Forum 2002 on Currency Crisis. Washington DC. Mayo 2002.

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES. *El Sistema Bursátil frente al Nuevo Contexto Económico*. 2002.

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES. *Indicadores del Mercado de Capitales: La Capitalización Bursátil*. 2002.

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES. *Indicadores del Mercado de Capitales: La Capitalización Bursátil luego de la Devaluación*. 2002.

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES. *La Capitalización Bursátil Argentina en el Período 2002-2004*. 2004.

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES. *Revista del Instituto Argentino del Mercado de Capitales*. Año 2 N° 5. Setiembre/Diciembre.

KHAN, Mohsin S.; SENHADJI, Abdelhak S. *Financial Development and Economic Growth: An Overview*. IMF Working Paper. December 2000.

LEVINE, Ross. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. *Journal of Economic Literature*. Vol. 35. No. 2. June 1997. 688-726.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. *Stocks Markets, Banks, and Economic Growth*. *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3. June 1998. 537-558.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION. Subsecretaría de Servicios Financieros. Secretaría de Finanzas. *Situación del mercado asegurador en Argentina 1993-2003*. [www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar). 2004.

MUSSA, Michael. *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Mimeo. Institute for International Economics. 2002.

OBSTFELD, M. *The logic of currency crises*. *Cahiers Economiques et Monétaires* 43, 189–213. 1994.

PELUFFO, Diego P. *Un análisis del mercado de seguros en la Argentina*. XXXII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Bahía Blanca. Noviembre de 1997.

PERRY, Guillermo; SERVÉN, Luis. *The anatomy of a multiple crisis: why was Argentina special and what can we learn from it*. Mimeo. World Bank. 2002.

POU, Pedro. *Comments at the NBER Conference on the Argentina Crisis*. Cambridge, Mass. Julio 2002.

POWELL, Andrew; STUZENEGGER, Federico. *Dollarization: The Link between Devaluation and Default Risk*. BCRA-UTDT. Mimeo. 2000.

SAFJP (Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y pensiones). Comunicados estadísticos. Años 2000-2002.

SAFJP (Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones). Memoria trimestral. Años 2000-2002.

SAFJP (Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones). Reporte Financiero. Años 2000-2002.