

Nota Técnica N° 6

*Análisis de la Riqueza  
Financiera Argentina*

*Septiembre 2004*

Proyecto de Asistencia al Honorable Congreso de  
la Nación en Temas Financieros

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

# ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN	4
2.	ESTRUCTURA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS	5
3.	ASIGNACIÓN DE LA RIQUEZA FINANCIERA 2002-2003	8
	A) Intermediación de los Servicios Financieros	8
	B) Tenencias Individuales de Activos Financieros	9
	C) Activos en el Exterior	10
4.	EVOLUCIÓN DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN ARGENTINA	11
	i) Depósitos	11
	ii) Fondos de Jubilaciones y Pensiones Privados	13
	iii) Compañías de Seguros	14
	iv) Mercado de Capitales	15
5.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	18
	ANEXO 1: CARACTERÍSTICAS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS	21
	ANEXO 2: METODOLOGÍA DEL CUADRO DE RIQUEZA FINANCIERA	22

## 1. Introducción

1.1. La crisis financiera argentina de fines del año 2001 y principios del año 2002 afectó no sólo el nivel de la riqueza financiera del sector privado sino también la distribución de la misma entre los diferentes canales de atesoramiento. La principal consecuencia de la pérdida de confianza en los servicios financieros domésticos ha sido una caída del nivel de intermediación de la riqueza financiera a través de los mismos. Como consecuencia de la devaluación, la redistribución de riqueza entre agentes elevó la tasa de ahorro doméstico del 16% promedio registrado en el período precrisis (1993-2000) al 20% en el período 2002-2003 (con picos del 22%), en tanto que para el mismo período la inversión a nivel agregada pasó del 18% al 13%, respectivamente. A pesar del aumento en el ahorro doméstico y la recuperación de la inversión como porcentaje del PBI a partir del tercer trimestre de 2002<sup>1</sup>, la caída en el nivel de intermediación financiera disminuyó sensiblemente el ahorro doméstico disponible para ser canalizado hacia el financiamiento de la inversión productiva a través de los servicios financieros, limitando de esta manera las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo<sup>2</sup>.

Cuadro N°1: Distribución de la Riqueza Financiera 1997-2003

	Promedio 1997-2000	Promedio 2002-2003
Intermediación del Sistema Financiero	61.7%	28.2%
Tenencias Individuales de Activos Financieros	9.6%	8.6%
Activos en el Exterior	28.7%	63.3%

Fuente: CEF en base a datos del BCRA, Dir. de Ctas Internacionales y Ctas Nacionales, MECON, Bolsar, SAFJP, SSN y CAFCI.

1.2. En efecto, en el Cuadro N°1 puede observarse la modificación del patrón de atesoramiento del sector privado ocurrida entre los últimos años de la década del `90 y el bienio 2002-2003. Así, en promedio entre los años 1997 y 2000 el 62% de la riqueza financiera era intermediada a través de los servicios financieros locales (bancos y/o inversores institucionales) mientras que el 28% de la misma se mantenía en activos en

<sup>1</sup> No obstante, la mayor parte de la misma está orientada a inversión en construcción (62% del total en el año 2003).

<sup>2</sup> La canalización del financiamiento de la inversión a través de los servicios financieros permite una asignación más eficiente de los recursos hacia las actividades más productivas, a partir de una mayor diversificación mejorando la relación riesgo retorno.

el exterior del país. Esta relación se revierte completamente a consecuencia de la crisis financiera en los años 2002-2003<sup>3</sup>. Por su parte, las tenencias individuales de activos financieros no varían significativamente entre los períodos comparados. Estas tenencias se dividen en aproximadamente un 50% de circulante en poder del público y un 50% de participación directa de agentes domésticos en valores negociables – acciones, títulos públicos y obligaciones negociables.

## 2. Estructura de los servicios financieros

2.1. Los servicios financieros persiguen dos objetivos claramente definidos, por un lado canalizar la riqueza de los distintos agentes económicos de la manera más eficiente y por el otro asegurar un retorno adecuado –en términos de la relación riesgo-retorno- a aquellos que deciden canalizar su riqueza a través de los servicios financieros. En la literatura económica existen dos caracterizaciones de las economías según la estructura de los servicios financieros: economías basadas en bancos (banking-based economy) y economías basadas en mercado de capitales (market-based economy)<sup>4</sup>.

2.2. La preponderancia de uno u otro sistema en una economía se refleja en la estructura patrimonial de las empresas y en la composición de sus accionistas. En economías basadas en bancos las empresas presentan un control más directo por parte de sus propietarios, ya que mayormente no cotizan en el mercado accionario y financian sus inversiones a través de endeudamiento. En economías basadas en mercado de capitales el financiamiento externo a través del mercado accionario se refleja en una estructura de la propiedad más atomizada y difusa. Estas modalidades de control y financiamiento se manifiestan no sólo en la estructura patrimonial y de capital de las empresas, sino también en el equilibrio entre activos y pasivos de las instituciones financieras y de las familias. En el Anexo 1 se describen las principales diferencias entre ambos sistemas.

2.3. La evidencia empírica indica que en países desarrollados existe una tendencia creciente en los últimos años hacia esquemas basados en mercados, con signos evidentes de una paulatina disminución de la proporción de la riqueza financiera

---

<sup>3</sup> La información correspondiente a diciembre 2001 no se incluye porque se trata de un período irregular a consecuencia del efecto de la crisis financiera.

<sup>4</sup> Países como Francia o economías en vías de desarrollo que adoptaron reformas financieras exitosas presentan sistemas híbridos, con una clara tendencia hacia esquemas basados en mercados. Ver “A Comparison of Balance Sheet Structures in Major EU Countries”, Joseph Byrne y Philip Davis. National Institute Economic Review No 180, Abril 2002.

destinada a depósitos bancarios y a tenencia de activos físicos (billetes y monedas). Tradicionalmente, las familias se caracterizaron por mantener activos líquidos como mecanismos de atesoramiento de su riqueza evitando la adquisición de instrumentos financieros sofisticados. Sin embargo, a medida que los niveles de riqueza financiera se incrementaron, la participación de los activos líquidos como porcentaje de la riqueza total fue disminuyendo y aumentando la participación de instrumentos financieros alternativos como mecanismos de acumulación, tales como fondos de pensión, seguros de vida y fondos comunes de inversión. El desarrollo de estos nuevos instrumentos se explica principalmente por la decisión de varios países en desarrollo y desarrollados de modificar sus sistemas de seguridad social tradicionales - basados en beneficios definidos- por esquemas de capitalización –basados en contribuciones definidas-. De esta manera, la introducción de este tipo de reformas de los sistemas de pensión tiene impacto en el mercado de capitales<sup>5</sup>.

2.4. La experiencia de países latinoamericanos<sup>6</sup> muestra que los fondos de pensión han tenido un efecto positivo en la creación de nuevos instrumentos en el mercado de capitales así como también en el desarrollo de instrumentos que anteriormente tenían un desarrollo reducido. En general se observa el surgimiento de instrumentos de largo plazo, que son los que naturalmente demandan los fondos de pensión. Entre los instrumentos que han sido creados o bien desarrollados se encuentran los de deuda corporativa, securitizaciones, profundización y diversificación de instrumentos accionarios, fondos mutuos, CEDEARs y fondos de inversión directa en sectores productivos como agrícolas, forestales e inmobiliarios, entre otros. Sin embargo, la creación y desarrollo de instrumentos no ha sido homogénea entre los distintos países, y de hecho en algunos países ha sido más importante que en otros. Diversos factores han afectado los distintos mercados, favoreciendo o retrasando la innovación y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros –normativa de valuación, restricciones cuantitativas sobre las inversiones, limitaciones de invertir en el exterior, incertidumbre macroeconómica, esquemas de multifondos, entre otros.

2.5. La menor participación de activos líquidos en la riqueza financiera total tuvo como contrapartida el aumento de la participación de la tenencia de acciones y de instrumentos más sofisticados. En este sentido, el análisis de la evidencia empírica<sup>7</sup> indica que el nivel de consumo de las familias de países de la comunidad económica

---

<sup>5</sup> "Latin American Investment Instruments Available For Pension Funds And Supply Response In Developing Instruments To Satisfy Pension Funds Demand", Marcelo Otermín. Banco Mundial, 2004.

<sup>6</sup> Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

<sup>7</sup> Idem nota al pie 4.

Europea se explica más por activos de rendimiento incierto como acciones, bonos e inversiones institucionales que por activos más líquidos. La contrapartida de un aumento en la participación de este tipo de activos en la riqueza de las familias es el incremento del financiamiento de las empresas en la forma de acciones. De hecho, para el caso de Reino Unido, Francia, Alemania e Italia el financiamiento corporativo externo recae en mayor medida en la apertura del paquete accionario de las empresas y su venta en el mercado primario –aproximadamente el 65% de los pasivos totales-. No obstante ello, como fuentes externas de financiamiento, el realizado a través de préstamos bancarios sigue siendo importante mientras que a través de la emisión de deuda corporativa no lo es tanto.

2.6. En el caso de Argentina, la estabilidad económica y el proceso de apertura de la economía implementados en la década del '90 permitieron un incipiente desarrollo de los servicios financieros locales en su conjunto, aumentando la intermediación bancaria y la participación y profundidad del mercado de capitales. Como se comentó, la reforma del sistema de pensiones en el año 1994 aportó de manera significativa en este sentido. No obstante ello, el sistema financiero mantuvo su estructura basada en bancos. Algunas investigaciones<sup>8</sup> muestran que en comparación a países miembros de la OECD y a diversas economías emergentes, Argentina tiene una baja relación entre ahorros contractuales y seguros contra dinero y cuasidiner<sup>9</sup>. Mientras que el promedio de países de la OECD se ubicaba en una relación del 100% en el año 2000, con máximos del 200% aproximadamente (Reino Unido, Estados Unidos, Islandia, Suecia), Argentina en el mismo período mostraba una relación del 39%. Respecto del grupo de países emergentes, Argentina también se ubicó debajo del 75% promedio (Chile, Malasia, Brasil, Sudáfrica, etc). En definitiva, se observa que la crisis económica de fines del 2001, y la crisis financiera y bancaria generada por la caída de la convertibilidad y el default de la deuda pública, tuvo un fuerte impacto sobre los servicios financieros locales. Esta dinámica modificó sustancialmente la forma en que los agentes –básicamente familias y empresas- deciden atesorar su riqueza financiera en la actualidad. En la sección siguiente se analiza con mayor detalle el cambio en los patrones de comportamiento considerando la participación en los diferentes canales de atesoramiento de la riqueza financiera, y la conformación actual de los activos financieros del sector privado.

---

<sup>8</sup> "Pension Funds and National Saving". Mimeo, López Murphy, Pablo y Alberto R. Musalem, The World Bank, 2004, Washington, DC, 2004.

<sup>9</sup> Ahorros contractuales incluyen los activos de los fondos de pensión y la cartera de seguros de vida y de retiro. La definición de dinero y cuasidiner<sup>9</sup> incluye depósitos transferibles, dinero en circulación (sin incluir la tenencia bancaria) y depósitos bancarios a la vista, a plazo y en moneda extranjera.

### 3. Asignación de la riqueza financiera 2002-2003

3.1. Para analizar el comportamiento observado en el marco de la crisis financiera es necesario considerar con más detalle la distribución de la riqueza financiera en el período post crisis, teniendo en cuenta su asignación entre la intermediación de los servicios financieros locales, las tenencias directas individuales de activos financieros y los activos en el exterior.

Cuadro N°2: Distribución de la Riqueza Financiera 2002-2003

Rubros	Diciembre de 2002			Diciembre de 2003		
	Monto en millones de U\$s	% del total	% PIB	Monto en millones de U\$s	% del total	% PIB
<b>A) Intermediación de los Servicios Financieros</b>	<b>34,591</b>	<b>26.8</b>	<b>34.2</b>	<b>46,254</b>	<b>29.5</b>	<b>33.9</b>
Depósitos	18,253	14.2	18.0	23,604	15.1	17.3
Inversores institucionales	16,338	12.7	16.1	22,650	14.5	16.6
- AFJP	11,511	8.9	11.4	16,015	10.2	11.7
- FCI	1,072	0.8	1.1	1,936	1.2	1.4
- Cías de seguros	3,755	2.9	3.7	4,698	3.0	3.4
<b>B) Tenencias Individuales de Activos Financieros</b>	<b>7,816</b>	<b>6.1</b>	<b>7.7</b>	<b>17,369</b>	<b>11.1</b>	<b>12.7</b>
Circulante	4,900	3.8	4.8	9,097	5.8	6.7
Valores negociables	2,916	2.3	2.9	8,272	5.3	6.1
- Acciones	745	0.6	0.7	3,901	2.5	2.9
- Títulos públicos	1,415	1.1	1.4	3,882	2.5	2.8
- ON	756	0.6	0.7	489	0.3	0.4
<b>C) Activos en el Exterior</b>	<b>86,517</b>	<b>67.1</b>	<b>85.4</b>	<b>93,107</b>	<b>59.4</b>	<b>68.3</b>
<b>Total</b>	<b>128,924</b>	<b>100</b>	<b>127.3</b>	<b>156,730</b>	<b>100</b>	<b>114.9</b>

Fuentes: CEF en base a datos del BCRA, Dir. de Ctas Internacionales y Ctas Nacionales, MECON, Bolsar, SAFJP, SSN y CAFCI

#### A) Intermediación de los Servicios Financieros

3.2. Al analizar los diferentes servicios financieros se observa que existe una preferencia evidente hacia los servicios bancarios en relación a las aplicaciones voluntarias a través de inversores institucionales<sup>10</sup>. Es importante destacar que la línea de depósitos se expone neta de las colocaciones bancarias efectuadas por los inversores institucionales. Si se consideran dichas colocaciones en el total de depósitos, los servicios bancarios aumentan su participación al 16.4% del total de la riqueza financiera en 2003 (y al 15.1% en 2002), mientras que los inversores institucionales disminuyen su participación al 12.5% y 14.2% para 2002 y 2003 respectivamente.

3.3. Debe remarcarse que en el período analizado los depósitos bancarios se caracterizan por ser colocaciones de corto plazo, básicamente cuentas a la vista y

<sup>10</sup> Los activos de inversores institucionales incluye el ahorro previsional en AFJPs, de carácter compulsivo, con lo cual, estrictamente hablando, no pueden considerarse una alternativa financiera comparable a los depósitos y otros activos de tipo voluntario.

cajas de ahorro. Si bien esto es en parte explicado por el efecto de la crisis financiera y bancaria sobre la confianza de los agentes, también forma parte de una tradicional preferencia por el atesoramiento en instrumentos de disponibilidad inmediata en intermediarios bancarios por sobre las colocaciones de largo plazo o en el mercado de capitales en una economía basada en bancos y con alta volatilidad económica.

3.4. En relación a la evolución interanual por tipo de servicio financiero, se observa que los depósitos del sistema bancario incrementaron su participación, pasando del 14.2% al 15.1% (0.9 puntos porcentuales). Asimismo, a lo largo del período analizado aumentó la participación de los inversores institucionales en el total de riqueza en 1.8 puntos porcentuales, pasando de representar el 12.7% al 14.5%.

3.5. En el análisis desagregado de los inversores institucionales, se observa un incremento en la participación en la riqueza financiera total de las AFJPs, del 8.9% al 10.2%, así como un crecimiento de la importancia relativa de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) del orden del 50%<sup>11</sup> pasando del 0.8% al 1.2% de la riqueza (1.1% al 1.2% en términos del PBI), mientras que las compañías de seguros mantuvieron su participación. Es importante aclarar que los porcentajes arriba mencionados disminuyen cuando las carteras de los inversores institucionales son valuadas a precios de mercado a consecuencia de la alta participación de los títulos públicos (en default). En el caso de las AFJPs, la cartera valuada a precios de mercado se ubica en torno al 9.4% del PBI para el año 2003.

## B) Tenencias Individuales de Activos Financieros

3.6. Como se mencionó anteriormente, la evidencia empírica a nivel internacional muestra una tendencia por parte de las familias a invertir una proporción cada vez mayor de sus ahorros en acciones, lo que va acompañado de un mayor desarrollo de los mercados de capitales<sup>12</sup>. Por el contrario, en Argentina existe un bajo nivel de participación directa por parte de las familias en el mercado de capitales doméstico. La tenencia de acciones, títulos públicos y obligaciones negociables se ha mantenido en niveles relativamente bajos, de un 2.3% a un 5.3% de la riqueza financiera total a lo largo del período analizado.

---

<sup>11</sup> Este incremento incluye las inversiones de las AFJPs y las Compañías de Seguros en los FCI, por lo tanto en parte, son responsables del mismo.

<sup>12</sup> "A Comparison of Balance Sheet Structures in Major EU Countries" - J. P. Byrne y E. P. Davis (2002).

3.7. Estos valores coinciden con el promedio observado en la década anterior, indicando que la demanda de este tipo de instrumentos no presentó un comportamiento diferencial derivado de la reciente crisis. Por el contrario, considerando una economía donde el PBI muestra una elevada volatilidad debería incentivarse el ahorro interno a través de instrumentos de participación en lugar de instrumentos de deuda. De esta forma la economía podría acomodarse de manera más flexible en tiempos de crisis o de caída en precios<sup>13</sup>.

### C) Activos en el Exterior

3.8. La crisis económica y financiera de finales del 2001 se reflejó en una salida de capitales del sector privado no financiero, que ascendió a más de u\$s 13.7 mil millones en ese período. Como consecuencia de esta salida de capitales, el 67% del stock de riqueza financiera del sector privado, que en el año 2002 ascendió a u\$s 128.9 mil millones, equivalente al 127% del PBI, correspondió a fondos en el exterior, ya sea en depósitos bancarios y/o acciones y títulos emitidos por no residentes. La salida de capitales continuó a lo largo del año 2002, cuando ascendió a u\$s 14 mil millones generando un stock de activos en el exterior de u\$s 86.5 mil millones (85.4% del PBI).

3.9. En el año 2003 la formación de activos en el exterior alcanzó los u\$s 93.1 mil millones lo que implica un incremento de u\$s 6.5 mil millones respecto del año anterior. Este aumento no representa un crecimiento puro del stock ya que una parte del mismo se debe a transacciones y otra parte a variaciones en los precios<sup>14</sup>. Sin embargo, en términos del PBI se observa una disminución en la participación porcentual (del 85.4% al 59.4%) debido a la combinación de la apreciación nominal de tipo de cambio y a la recuperación de la actividad económica ocurrida durante el año 2003.

3.10. Datos del Banco Central<sup>15</sup> (BCRA) muestran la tendencia decreciente de la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero. En efecto, el Gráfico N° 1 muestra que la salida de capitales disminuye de manera persistente desde 2002, aunque aún se mantiene. Durante ese año, la formación neta de activos

---

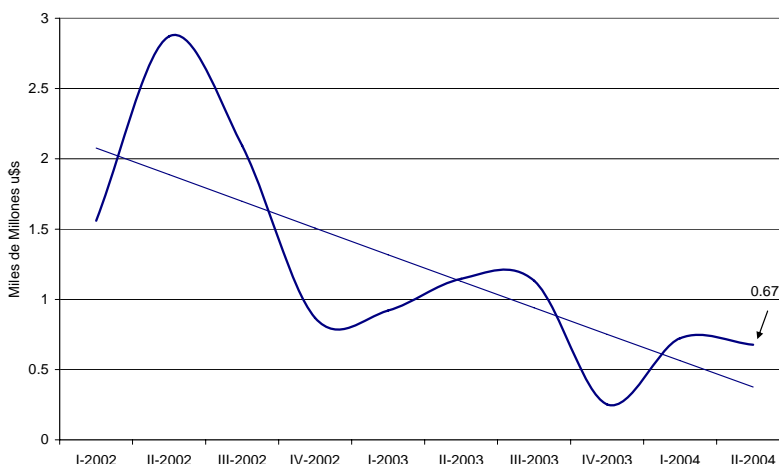
<sup>13</sup> "Absorción de Shocks en Economías Volátiles: Ahorro a través de acciones en Mercados de Capitales. Caso argentino 1993-2001" - J. Dapena (2003).

<sup>14</sup> La variación de la PII en un período dado refleja el efecto de las transacciones en cuenta corriente del balance de pagos y los cambios de valuación (por precios, por tipo de cambio y otros ajustes), que afectan la medición de los activos y pasivos respecto a la moneda de cuenta.

<sup>15</sup> Se debe aclarar que los datos presentados por el Balance Cambiario elaborado por el BCRA no son directamente comparables con los del Balance de Pagos elaborados por la DNCI dadas las diferencias conceptuales que existen entre ambas estimaciones.

externos de libre disponibilidad –fondos de privados que habiéndose originado en la Argentina, fueron colocados en el exterior-, llegó a u\$s 7.4 mil millones, a pesar de los controles y restricciones que impuso la autoridad monetaria.

Gráfico N°1 - Formación neta de activos externos de libre disponibilidad



Fuente: CEF en base a BCRA

3.11. Desde principios del año 2003 el BCRA comenzó a flexibilizar las operaciones y a remover de manera gradual las restricciones implementadas sobre los movimientos de capitales. Si bien, en el marco de esta política se ampliaron los límites para la formación de activos externos privados, el monto total se redujo a u\$s 3.5 mil millones, 53,3% menos que en el año 2002. Finalmente, durante el primer semestre de 2004 se observa una salida de capitales por u\$s 1.4 mil millones, lo que implica una reducción 32.2% respecto al mismo período del año anterior.

#### 4. Evolución de la intermediación financiera en Argentina

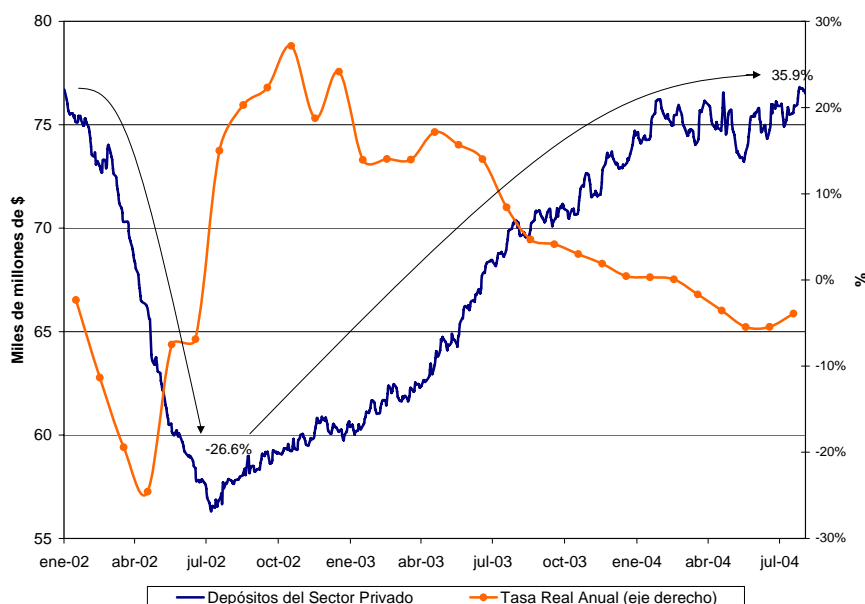
##### i) Depósitos

4.1. La devaluación del peso argentino en enero del año 2002 y la pesificación de los depósitos generó un aumento del valor (medido en moneda local) del stock de depósitos del sector privado ubicándolo en más de \$76 mil millones. A pesar de las restricciones impuestas a la libre disponibilidad del efectivo depositado en los bancos (corralito y corralón), en el gráfico N°2 se observa que durante el primer semestre del año 2002 se produce un descenso sostenido de los depósitos del sector privado con una caída del 26.6% entre enero y julio de ese año, reduciendo el valor del stock a \$56

mil millones. No obstante, las altas tasas reales de interés y el marco de mayor actividad económica se reflejaron en una rápida recuperación del stock de depósitos del sector privado entre el 2002 y el 2003.

4.2. A partir de julio de 2003 los depósitos siguieron creciendo aunque a un ritmo más moderado. No obstante, a lo largo de los dos últimos años y a pesar de la crisis de confianza sufrida por los servicios financieros bancarios se produjo un incremento del stock de depósitos privados de aproximadamente un 36%.

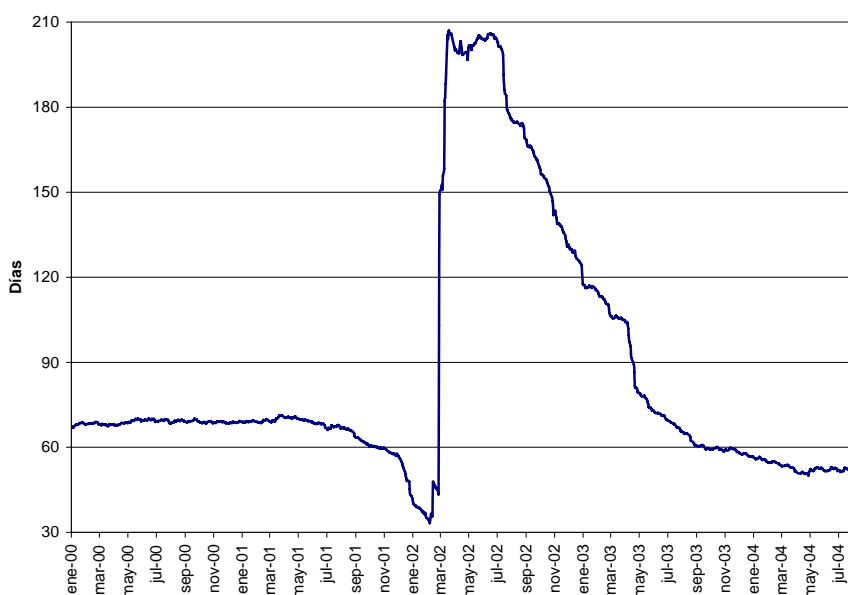
Gráfico N°2 – Depósitos del Sector Privado



Fuente: CEF en base a BCRA

4.3. Desde comienzos del año 2002 se observa una disminución en el plazo promedio de las colocaciones bancarias principalmente explicada por el retiro de depósitos (“goteo”) y el vencimiento de plazos fijos que fueron traspasados a cuentas más líquidas (cajas de ahorro). En febrero y marzo del 2002 se produce la conversión de los plazos fijos a CEDROs que generan un aumento en la inmovilidad de las colocaciones en entidades bancarias. Durante el año 2002, como consecuencia de la flexibilización de las medidas respecto de la inmovilidad de depósitos, se genera una disminución gradual en el plazo promedio llegando en julio de 2003 a alcanzar los valores observados durante los años previos a la crisis.

### Gráfico N°3 – Plazo Promedio de Depósitos del Sector Privado



Fuente: CEF en base a BCRA

4.4. En la actualidad la pérdida de confianza en el sistema, los bajos rendimientos de los plazos fijos y la incidencia del impuesto a los créditos y débitos bancarios explican la preferencia por el dinero transaccional y por tanto el menor plazo promedio de los depósitos del sector privado<sup>16</sup>.

#### ii) Fondos de Jubilaciones y Pensiones Privados

4.5. Las AFJPs constituyen en el agregado el inversor institucional más importante en Argentina representando entre un 9% y un 10% de la riqueza financiera total del sector privado. Un análisis de la cartera de inversiones de las AFJPs –cuadro N°3- permite observar que los instrumentos de deuda emitidos por el Estado son los que absorbieron la mayor parte del ahorro previsional de los argentinos (72.1% en promedio para el trienio 2001-2003). Por su parte, en los años previos a la crisis los depósitos bancarios se encontraban en segundo lugar como destino de los fondos. Sin embargo, en la actualidad su participación relativa ha disminuido sustancialmente representando sólo el 3% de la cartera, aunque debe aclararse que con tendencia

<sup>16</sup> La tradicional característica de corto plazo de las colocaciones bancarias en Argentina son explicadas por Aprea en Corporate Governance in Argentina : The Outcome of Economic Freedom (1991-2000) Corporate Governance : An International Review Volume 9, Number 4, October 2001; como la consecuencia de una combinación de la historia inflacionaria, las dificultades para honrar deudas de parte del sector privado y público y podríamos agregar el efecto de las sucesivas crisis financieras y bancarias sobre la confianza de los agentes en el sistema bancario.

creciente en la actualidad dada las restricciones cuantitativas a las inversiones en activos más riesgosos y a la falta de nuevos instrumentos.

Cuadro N°3 - Cartera de Inversiones de las AFJPs (en %)

	2000	2001	2002	2003
Títulos Públicos	54.8	69.5	77.7	69.2
Depósitos Bancarios	15.7	11.1	2.6	3.3
Acciones	12.3	10.5	6.6	12.0
Títulos Extranjeros	4.5	1.9	9.0	9.9
Fondos Comunes de Inversión	8.2	2.0	1.1	2.4
Obligaciones Negociables	2.8	1.7	1.1	1.6
Opciones, pases y cauciones	0.1	0.0	0.0	0.0
Otros	1.7	3.2	1.9	1.7
Total (millones de \$)	20,325	20,323	38,191	46,161

Fuente: CEF en base a SAFJP

4.6. El financiamiento directo a empresas a través de instrumentos de participación (acciones) ocupa el tercer lugar –12% aproximadamente para los años analizados (excepto 2002)- mostrando que la inversión institucional en instrumentos de renta variable es baja. Por otro lado, se observa un aumento en la participación relativa de las colocaciones en títulos emitidos por no residentes en el período post-crisis, aunque debe tenerse en cuenta que parte del aumento está relacionado al efecto valuación que se produjo luego de la devaluación del peso a principios del año 2002. El resto de los instrumentos poseen una participación marginal dentro de la cartera de inversiones de las AFJPs.

### iii) Compañías de Seguros

4.7. El segundo lugar en importancia dentro de los inversiones institucionales lo constituyen las Compañías de Seguros, tal como se observa en el Cuadro N° 2. La composición de la cartera de inversiones de las compañías aseguradoras tal como lo muestra el Cuadro N°4 es similar a la de las AFJPs. Aproximadamente el 70% de la cartera está compuesta por instrumentos de deuda pública mientras que los depósitos bancarios le siguen en orden de importancia.

#### Cuadro N°4 - Cartera de Inversiones de las Compañías de Seguros (en %)

	2000	2001	2002	2003
Títulos Públicos	51.5	50.8	64.7	59.9
Depósitos Bancarios	30.5	29.9	15.5	18.2
Acciones	5.5	4.6	6.2	6.4
Fondos Comunes de Inversión	5.3	6.4	4.4	6.0
Obligaciones Negociables	1.7	2.2	4.9	4.2
Opciones, pases y cauciones	1.3	1.6	1.1	0.8
Otros	4.1	4.5	3.1	4.5
Total (millones de \$)	7,269	8,042	12,617	13,754

Fuente: CEF en base a SSN

4.8. Puede observarse que sólo el 10% de la cartera está destinada a financiar al sector privado ya sea a través de instrumentos de participación o de deuda (obligaciones negociables).

4.9. Del análisis de las carteras de inversión de los principales inversores institucionales se desprende no sólo un menor grado de intermediación a través de los servicios financieros locales luego de la crisis sufrida sino también, que tanto las Compañías de Seguros como las AFJPs destinaron la mayor parte de sus fondos al financiamiento del sector público. Se observa entonces que sólo una fracción muy reducida de la riqueza financiera es destinada a financiar la inversión del sector privado. Esta situación afecta el financiamiento de largo plazo disponible para generar crecimiento económico.

#### iv) Mercado de Capitales

4.10. El mercado de capitales argentino se caracteriza por bajos niveles de capitalización, free float y liquidez, con una marcada concentración de las operaciones en muy pocos activos. Estos problemas de carácter estructural se agravaron en los últimos años con la salida de cotización de algunas compañías y el default sobre la deuda pública, el instrumento más negociado en el mercado. Estos fenómenos tienden a generar una inercia negativa para el desarrollo del mismo.

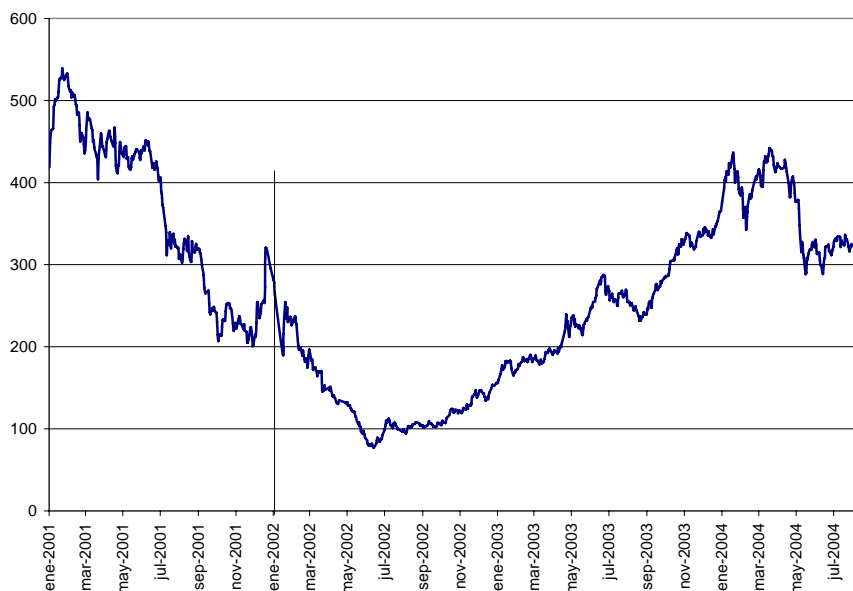
**Cuadro N°5 – Cantidad de empresas autorizadas a cotizar**

	Total de Empresas	Domésticas	Extranjeras
Año 2001	119	116	3
Año 2002	114	110	4
Año 2003	110	106	4
I Trim. 2004	108	104	4

Fuente: CEF en base a IAMC

4.11. La evolución del precio agregado de las diferentes firmas puede considerarse a partir del índice Merval que mide el valor de mercado de una cartera de acciones, seleccionada de acuerdo a la participación en la cantidad de transacciones y el monto operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

**Gráfico N°4 – Incide Merval en u\$s**



Fuente: CEF en base a Bolsar

4.12. Debe tenerse en cuenta que el precio de las acciones depende de las perspectivas de rentabilidad futura de las empresas que a su vez están relacionados con las condiciones particulares de su negocio y la evolución del contexto macroeconómico en que se desenvuelven. En el gráfico N° 4 se observa que el mercado anticipa la crisis de comienzos del año 2002, lo que se refleja en una tendencia decreciente del índice Merval (dejando de lado el repunte de fines de 2001) a lo largo de aproximadamente seis meses.

4.13. Durante el primer semestre de 2002 se produce una caída importante en el valor del índice (73%) que alcanza su mínimo valor hacia mediados de junio de ese año. A partir de la devaluación del peso mejoran las perspectivas en términos de rentabilidad tanto de las empresas que colocan parte de su producción en el exterior, como de aquellas que producen bienes sustitutivos de importaciones y, sumado a los signos de recuperación que comienza a mostrar la economía a partir del segundo trimestre de 2002, se produce un cambio de tendencia en el índice Merval que continúa aumentando su valor hasta mayo de 2004<sup>17</sup>. En los últimos meses se observa una caída en la serie del Merval probablemente explicada por el impacto negativo que generó la presentación de los balances trimestrales a junio con resultados por debajo de lo esperado, la marcha lenta en las negociaciones de la reestructuración de la deuda pública y las perspectivas de crecimiento hacia el futuro.

Cuadro N° 6 – Volúmenes Negociados en la BCBA

	2002		2003		Variación 2002-2003
	Volumen Efectivo (*)	Cantidad de Operaciones	Volumen Efectivo (*)	Cantidad de Operaciones	
Acciones	4,153	468,279	8,845	781,209	113
Títulos Públicos	40,258	153,058	33,762	270,291	-16
ONs	102	205	106	194	4
CEDEAR	4,552	6,860	3,251	4,977	-29
Fideicomisos	45	135	41	266	-10
ADR	0	0	0	0	-
Indices	182	3,293	546	7,727	200
Cauciones y Pases	22,042	105,837	36,491	126,295	66
TPCs	5	22	1	5	-81
CEDROS	41	3,662	24	2,518	-43
Total	71,382	741,351	83,066	1,193,482	16
(% del PBI)	23%		22%		

(\*) Valores en millones de \$

Fuente: CEF en base a datos del IAMC

4.14. Como se observa en el cuadro N° 6 durante el año 2003 aumentaron tanto los volúmenes efectivos operados como el número de operaciones sobre índices y papeles en el mercado accionario. Por otro lado, se observa una caída en los montos operados en títulos públicos, aunque con un mayor número de operaciones. Asimismo, se observa una disminución del 23% al 22% en la participación respecto del PBI de los totales operados en cada uno de los instrumentos listados en el cuadro.

<sup>17</sup> Resulta importante destacar que si bien al estar medido en dólares existe un efecto valuación en la evolución del índice por la variación del tipo de cambio nominal, medido en pesos, el Merval superó su máximo histórico en marzo de 2004 alcanzando los 1,275.2 puntos.

4.15. La preferencia por las colocaciones bancarias del ahorrista típico en Argentina se refleja en los escasos volúmenes operados en el mercado de capitales. El público mayormente desconoce los beneficios y riesgos de las inversiones financieras distintas a los depósitos bancarios y a la tenencia de moneda extranjera, lo cual conspira contra su capacidad para hacer valer sus derechos ante las empresas, los reguladores y las cortes y, en última instancia, mantiene deprimida la demanda minorista directa de títulos de participación.

4.16. Asimismo, a pesar de las recurrentes crisis bancarias y las pérdidas sufridas, el ahorrista argentino ha asignado tradicionalmente una baja prima de riesgo a los depósitos bancarios en relación a las colocaciones en el mercado de capitales, seguramente fundamentada en la anticipación de cobertura estatal –explícita o implícita- de los pasivos bancarios<sup>18</sup>. Por su parte, como se mencionó anteriormente, los inversores institucionales, por cuestiones regulatorias (restricciones cuantitativas) y por decisiones relacionadas con el requisito de rentabilidad promedio han sesgado su cartera hacia los títulos públicos y depósitos bancarios.

## 5. Conclusiones y Recomendaciones

5.1. Del análisis de la riqueza financiera de los argentinos surge como un aspecto prioritario la necesidad de recuperar la confianza en los servicios financieros domésticos a fin de alcanzar una mayor profundización de la intermediación financiera. El escaso desarrollo de los servicios financieros requiere del fortalecimiento de las ‘instituciones’<sup>19</sup> a fin de facilitar el financiamiento de largo plazo, que permita canalizar los ahorros domésticos de forma eficiente logrando un aumento de la productividad de la inversión a través de una mayor diversificación y el financiamiento de inversiones de más largo plazo.

5.2. Entre los aspectos que necesariamente deben priorizarse a fin de lograr los objetivos antes mencionados, cabe mencionar la resolución de la deuda pública y el establecimiento de un marco prudencial para futuro endeudamiento del sector público, una rápida resolución de la deuda de las empresas a través de la eliminación de los obstáculos al cierre formal de acuerdos privados (aspectos impositivos, asimetría en

---

<sup>18</sup> La determinación anticipada del rendimiento (tasa de interés), la simplicidad del contrato y la posibilidad de delegar completamente el monitoreo de las compañías financiadas también aumenta la preferencia de los ahorristas más pequeños y desinformados por los depósitos bancarios.

<sup>19</sup> Definidas como el conjunto de reglas, mecanismos de ‘enforcement’ y organizaciones (incluyendo de mercado y de supervisión) que son la base para el funcionamiento del mercado.

tasa de justicia, ausencia de marco regulatorio de empresas públicas, tratamiento de oferta pública de ON's, etc).

5.3. Por otro lado, el fortalecimiento de los servicios financieros bancarios requiere no sólo de una mayor transparencia tendiente a lograr mayor confianza por parte del público, sino también de una mayor promoción del financiamiento de largo plazo a través del desarrollo de mecanismos de cobertura de riesgos (tasa de interés, tipo de cambio, inflación), la regionalización de productos, red de seguridad y mecanismos de compensación, la revisión del marco legal para el uso de garantías mobiliarias, el desarrollo de las entidades financieras cooperativas como mecanismo de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas regionales.

5.4. El fortalecimiento del ahorro contractual (ahorro de largo plazo intermediado a través de inversores institucionales -fondos de pensión, compañías de seguro de vida y retiro) es un instrumento importante para cuyo desarrollo se requiere redefinir el marco impositivo a fin de eliminar asimetrías entre instrumentos (por ej. seguro de retiro, fondos de pensión), revalorizar el ahorro obligatorio (Pilar II) mediante un diseño institucional que promueva la inversión de largo plazo adecuando las reglas de inversión, considerando a futuro la creación múltiples fondos, etc. e incentivar el ahorro voluntario (Pilar III) como complemento del ahorro obligatorio.

5.5. Uno de los aspectos esenciales para el desarrollo de los servicios financieros domésticos es una efectiva expansión de la liquidez y escala del mercado de capitales, donde es necesario avanzar en el desarrollo de innovaciones financieras que permitan el financiamiento de la inversión productiva, una mayor participación de las empresas pequeñas y medianas, una mayor educación financieras de los agentes, así como la optimización del uso de plataformas existentes de sistema de pagos, clearing, settlements por medio de alianzas estratégicas a nivel regional. Debe tenerse en cuenta que la infraestructura de pagos en Argentina es relativamente sólida (transacciones de alto valor bajo RTGS y DNS<sup>20</sup>, múltiples clearinghouses tanto para los mercados de bajo valor como para el mercado de capitales). La incorporación de las mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo y la transparencia, tanto en empresas como en instituciones financieras, es un elemento que puede ayudar a generar una mayor confianza en el mercado de capitales.

---

<sup>20</sup> Real Time Gross Settlement Systems (RTGS) y Deferred Net Settlement Systems (DNS). Sistemas utilizados para realizar transferencias en distintos sistemas de pagos.

5.6. La recuperación de la confianza en los servicios financieros domésticos requiere de una mayor coordinación y eventual consolidación de entes reguladores y supervisión de servicios financieros manteniendo la independencia del poder político, considerando la evolución asimétrica en el marco regulatorio y de supervisión de los servicios financieros durante la post-crisis y el efecto de los shocks macroeconómicos y la intervención pública sobre los servicios financieros domésticos.

5.7. La atención a los aspectos antes mencionados permitirá un aumento en la confianza en los servicios financieros domésticos, a su vez el logro de una mayor profundización de la intermediación financiera facilitará la atracción de capitales del exterior, tanto de inversores externos como de los propios residentes. De esta manera se contribuiría al objetivo de fomentar una estrategia integral que permita alcanzar el crecimiento económico sostenido.

## Anexo 1: Características de los sistemas financieros

En el caso de esquemas basados en Bancos, las principales características son las siguientes:

- Los bancos dominan el sistema financiero, mientras que los inversores institucionales juegan un papel menor en materia de intermediación financiera
- El mercado de capitales se encuentra sólo parcialmente desarrollado
- La tenencia de activos financieros de las familias es fundamentalmente en la forma de depósitos bancarios y seguros
- El financiamiento externo de las firmas depende en mayor medida de la capacidad prestable de largo plazo de los bancos y determinada por el grado de información y la cercanía que posean los bancos al deudor
- El financiamiento a través de los fondos de pensión corporativos es una fuente significativa de financiamiento interno
- Elevada integración accionaria entre empresas
- La mayor parte de las empresas no está listada y aquellas que si lo están, se encuentran en manos de accionistas mayoritarios
- El grado de control externo por parte del mercado de capitales es bajo

En el caso de esquemas basados en Mercados, las principales características son las siguientes:

- Los inversores institucionales dominan el sistema financiero, mientras que los bancos juegan un papel menor en materia de intermediación financiera
- El mercado de capitales se encuentra adecuadamente desarrollado
- La tenencia de activos financieros de las familias es fundamentalmente en la forma de inversiones en el mercado de capitales, directa o indirectamente vía inversores institucionales
- El financiamiento externo de las firmas depende mayormente del mercado de capitales, directa (emisiones de deuda o acciones) o indirectamente (préstamos securitizados), y los inversores institucionales son los proveedores más importantes de este tipo de financiamiento
- El financiamiento a través de los bancos es fundamentalmente de corto plazo
- La mayor parte de las empresas está listada y la tenencia está atomizada
- Baja integración accionaria entre empresas
- El control de la empresa es dirigido especialmente a los accionistas y el valor de su participación mediante mecanismos de mercado (takeovers)
- El control externo de parte del mercado de capitales es elevado

## Anexo 2: Metodología del Cuadro de Riqueza Financiera

### Intermediación del Sistema Financiero:

- Depósitos: el dato surge del balance consolidado de los bancos (presentado en el CD de la Información de Entidades Financieras de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias) y tiene en cuenta los depósitos de residentes (en pesos y dólares) netos de los depósitos de no residentes en el sistema bancario argentino.

### - Inversores Institucionales:

- *AFJPs*: Muestra la cartera de inversión consolidada de las AFJPs publicada por la Superintendencia de AFJP.
- *Fondos Comunes de Inversión*: Se muestra el valor de la cartera agregada administrada por las Sociedades Gerentes asociadas a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.
- *Compañías de Seguros*: el dato surge de la cartera de inversión consolidada de las compañías de seguros publicada por la Superintendencia de Seguros de la Nación.

### Tenencias individuales de Activos Financieros:

- Circulante: Circulante en poder del público – Fuente BCRA

### - Valores negociables:

- *Acciones*: se toma la capitalización ajustada por free float (información elaborada por el Banco Francés) y se netea de las tenencias de los bancos, los inversores institucionales y las tenencias de no residentes de acciones argentinas, como saldo quedan las tenencias individuales de las familias.
- *Títulos Públicos*: Comienza con el total de títulos públicos mantenida por residentes (cuentas internacionales) se netea de las tenencias de los bancos, los inversores institucionales y del sector público no financiero y BCRA (estimación de cuentas internacionales) y como saldo quedan las tenencias individuales de las familias.
- *ONs*: Al total de ONs emitidas (estimación de cuentas internacionales) se netea de las tenencias de los bancos, los inversores institucionales y las tenencias de no residentes de ONs argentinas y como saldo quedan las tenencias individuales de las familias.

Activos en el exterior:

Este dato se calcula en base a la suma de tres ítems a partir de la Posición de Inversión Internacional de Argentina:

- *Activos sin devengamiento de renta*
- *Acciones y títulos emitidos por no residentes (neto de créditos comerciales)*
- *Depósitos en el exterior*