



Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"

*Efectos de la devaluación
sobre los patrimonios
sectoriales de la economía
argentina*

Por
Helga Kyska y Fernando Marengo

*Facultad de Ciencias Sociales y Económicas
Departamento de Economía
Documento de Trabajo N° 5*

Mayo de 2006

EFFECTOS DE LA DEVALUACIÓN SOBRE LOS PATRIMONIOS SECTORIALES DE LA ECONOMÍA ARGENTINA

Resumen

La crisis desatada en Argentina hacia fines de 2001 pone fin a 10 años de convertibilidad del peso. La devaluación de la moneda, junto con otras medidas distorsivas aplicadas a comienzos de 2002, produjo importantes efectos patrimoniales en la economía. El objetivo del presente trabajo es a partir de la estimación de la composición por monedas de los patrimonios financieros de los distintos sectores de la economía a diciembre de 2001, ver el efecto instantáneo que provocó la devaluación en la situación patrimonial financiera de cada sector. Este enfoque se centra sobre los stocks financieros y permite ver los drásticos cambios patrimoniales que sufren los distintos sectores inmediatamente después de aplicar la medida. Por lo tanto, va más allá de los efectos redistributivos que en el corto y mediano plazo puede haber sobre los flujos de ingresos y egresos con un tipo de cambio más alto. La medición que se realiza es "ex ante", de modo de ver exclusivamente los efectos inmediatos generados por la devaluación sin tomar en cuenta las posteriores medidas redistributivas. Justamente, estas medidas posteriores que acompañaron a la devaluación tuvieron el objetivo de amortiguar parcialmente esas transferencias de recursos inter e intrasectoriales que hubiesen derivado al duplicarse el tipo de cambio.

THE EFFECTS OF THE DEVALUATION ON THE SECTORAL PATRIMONIES OF THE ARGENTINE ECONOMY

Abstract

The Argentine crisis at the end of 2001 led to the abandonment of convertibility after 10 years. Peso devaluation, together with other distortive measures applied at the beginning of 2002, produced important balance sheet effects in the economy. This paper presents estimates for December 2001 of financial worth for the different sectors of the economy and achieves to show the instant balance sheet effects of devaluation among these sectors. This approach is based on the financial stocks and allows to show the drastic worth changes suffered by each sector after applying devaluation. Therefore, it goes beyond the redistributive effects that could exist in the short and medium term with a higher exchange rate over the income and debit flows. The analysis is done in an "ex ante" basis, in order to exclusively see the immediate effects of devaluation without considering redistributive measures taken afterwards. In fact, those measures issued after devaluation had the purpose of partially alleviating the transfers of resources within sectors led by the higher exchange rate.

EFFECTOS DE LA DEVALUACIÓN SOBRE LOS PATRIMONIOS SECTORIALES DE LA ECONOMÍA ARGENTINA

Helga Kyska y Fernando Marengo¹

Introducción

El objetivo del presente trabajo es, en primer lugar, estimar la composición de los patrimonios financieros de los distintos sectores de la economía argentina a diciembre de 2001. Una vez calculados, se procede a analizarlos, y a dividirlos de acuerdo a la moneda en la cual fueron pactados, para finalmente estudiar el efecto instantáneo que provocó la devaluación de la moneda nacional en la situación patrimonial financiera de cada sector de la economía argentina.

En una primera etapa de la investigación, el equipo de trabajo se centró en el recabado de toda la información pública disponible de los distintos sectores de la economía logrando, de esta manera, tener una idea acabada de la disponibilidad de cifras y del grado de homogeneidad que presentaban entre los distintos sectores de la economía.

Al ser las fuentes de información disímiles entre sí, y dado que el objetivo de la presente investigación es la esquematización en una matriz que presente de manera coordinada los activos y pasivos financieros netos de cada sector de la economía respecto del resto de los agentes económicos, una segunda fase de la investigación se centró en el procesamiento de las cifras de acuerdo a las restricciones que la información pública disponible establece.

Las discusiones respecto al grado de apertura que la investigación debería presentar una vez finalizada, fue un punto saliente en las sucesivas reuniones que realizara el equipo de trabajo. Si bien se coincide en que cuanto mayor sea la desagregación, mayor sería la claridad analítica para el análisis de las consecuencias de la devaluación en los distintos mercados, el grado de apertura quedó supeditado finalmente a las restricciones planteadas, estando seguros de que no invalidará las

¹ Profesores de la Pontificia Universidad Católica Argentina [UCA]. Fue ayudante en la preparación del trabajo Lucía Fiorito, pasante de la UCA.

conclusiones a las cuales arriba la investigación, además de servir de marco de referencia para futuros trabajos que desearan ahondar más en el tema.

1. Metodología

En la primera etapa del trabajo se realizó la recopilación de toda la información disponible de los distintos sectores de la economía con la que se procedió al armado de una matriz con los datos obtenidos.

La cantidad de bloques en los cuales se descompone la matriz es igual al número de sectores en los cuales se decidió dividir la economía del país, mientras que el número de filas es igual a la cantidad de activos financieros en los cuales se desagregó el portafolio de cada sector. A su vez, cada bloque tiene dos columnas, las cuales presentan la información de todos los activos y pasivos financieros de cada uno de los sectores en los cuales se decidió desagregar a la economía, mientras que, cada una de las filas de la matriz incluye la información de cada uno de los mercados de activos financieros.

Al analizar la información contenida en los distintos bloques sectoriales se puede tener una idea acabada de cuales eran los activos y pasivos financieros de cada sector, así como también cual era su Patrimonio Financiero Neto [PFN], definido como la diferencia entre los activos y pasivos financieros.

Realizando el análisis por filas de la matriz, se puede observar como estaba constituido el mercado de cada uno de los activos, quien era el emisor del instrumento financiero bajo análisis, así como también cual de los otros sectores de la economía eran los acreedores del mismo.

Dado que, por definición, los pasivos financieros de un sector tienen que ser necesariamente activos de otro sector *ex-post*, en todo momento se observa que cada uno de los mercados está en equilibrio. Como consecuencia de ello, a pesar de que cada sector es acreedor o deudor neto según su PFN sea positivo o negativo, la suma de los PFNs de todos los sectores – incluido el sector externo - debe, en todo momento, ser igual a cero.

Esta identidad contable es de suma importancia tanto para asegurar la consistencia de las cifras como para medir las transferencias patrimoniales intersectoriales, puesto que también en términos de flujos debe ser cierto que la suma de la variación de los PFNs debe ser igual a cero en todo momento.

Sobre este punto es importante aclarar que para garantizar la consistencia intersectorial entre los pasivos y activos de los distintos sectores es necesario que aparezcan contabilizados a valor nominal. Por lo general muchos sectores al realizar sus balances contabilizan sus pasivos a valor nominal, pero sus activos (en particular aquellos que tienen mercado secundario y registran una cotización diaria), los anotan

a valor contable². Este si bien para el caso de diciembre de 2001, es superior al valor de mercado de dichos activos, es claramente inferior a su valor nominal. La consecuencia de ello es que, si respetáramos la contabilidad que cada sector realiza, no habría forma de cerrar en forma consistente los distintos mercados. Por ejemplo, si el Gobierno Nacional emitió títulos por 100 pesos que fueron comprados por el sector financiero, y a una fecha determinada la cotización en el mercado es de 50 pesos y el sector financiero los tiene contabilizados en sus activos por 70, entonces el gobierno diría que debe 100 y el sector financiero que es acreedor por 70, rompiendo de esta manera el principio de partida doble e impidiendo la consistencia entre sectores.

Lo anterior no implica que en todo momento la forma correcta de contabilizar los activos y pasivos sea a valor nominal. De hecho, cuando se realiza un análisis parcial de un sector y se quiere mostrar cual es su situación patrimonial desde un punto de vista conservador, es posible que lo más conveniente sea mostrar los activos que cotizan en el mercado secundario a valor de mercado y los pasivos a valor nominal. Es decir que por definición no hay objetivamente una medición más correcta que otra, sino que depende del objetivo que se este buscando.

De todas formas, a modo de ejemplo en el cuerpo del trabajo se realiza una estimación de cómo hubiese sido el PFN del Sector Financiero si los títulos públicos y préstamos garantizados se contabilizaran a valor de mercado.

Para la confección del presente trabajo se optó por la siguiente apertura de sectores de la economía al 31 de diciembre de 2001.

- Sector Público Nacional no Financiero, conformado por la Administración Pública Nacional y las empresas públicas. A su vez, la Administración Pública Nacional comprende la Administración Central, los Organismos Descentralizados y las Instituciones de Seguridad Social³.

- Banco Central [BCRA]
- Sector Público Provincial

² Por ejemplo: el valor contable de los títulos públicos depende de si están valuados en cuenta de inversión, por operaciones de compra-venta o si están sin cotización. En el primer caso, los títulos públicos están valuados por el valor de costo, y a fin de cada período las existencias de estos títulos se acrecientan en forma exponencial en función de su tasa interna de retorno y el tiempo transcurrido. Los títulos públicos nacionales destinados a operaciones de compra-venta se incorporan por el valor de costo, ajustándose las existencias a fin de cada período de acuerdo a la cotización de cierre, por lo que no necesitan ajustes debido a que ya están valuados al valor de mercado del momento. Finalmente, los títulos públicos sin cotización en bolsas o mercados de valores se incorporan por el valor de costo, siendo sus existencias ajustadas por las rentas devengadas pendientes de cobro.

³ Cabe aclarar que las cifras de deuda pública no incluyen las deudas previsionales contingentes, producto de los aportes de los individuos al sistema estatal de seguridad social.

- Sistema Financiero, que incluye el conjunto de las entidades financieras bancarias y no bancarias autorizadas por el BCRA.
- Fondos de Jubilación y Pensión [FJP]
- Sector Privado no Financiero, constituido por el Sector Productor y el Sector de las Familias.
- Sector Externo

La información utilizada para la confección del presente trabajo fue, en todos los casos, basada en fuentes públicas. A continuación se realiza una breve descripción de dicha información, adjuntándose en el Anexo un análisis pormenorizado de las distintas cuentas.

La información del Sector Público Nacional no Financiero proviene de los Boletines Fiscales publicados por el Ministerio de Economía [ME] de la Nación. La información disponible en esta publicación está relacionada con el *stock* de deuda pública nacional, así como también de los activos financieros relacionados con operaciones de crédito público.

Respecto al BCRA, la información utilizada de base para la confección de este trabajo viene en los Balances de la entidad publicados en forma periódica en el sitio *web* de esta institución.

La información del Sector Público Provincial se consiguió en la Dirección Nacional de Coordinación Fiscal con las Provincias, dependiente de la Secretaría de Hacienda [SH] del ME de la Nación. De allí se obtuvo el *stock* de deuda pública provincial. Si bien el grado de apertura no es el que se hubiera deseado, se decidió la incorporación del sector debido a sus abultados pasivos a la fecha de análisis.

Por el lado del Sistema Financiero, la información utilizada corresponde al “Balance Consolidado del Sistema Financiero” suministrada por el BCRA. La consolidación abarca al total de las entidades financieras, tanto bancarias como no bancarias autorizadas por el BCRA. La utilización de un balance consolidado es de suma utilidad dado que, de esta manera, se evitan posibles problemas de doble contabilización que podrían surgir de agregar las cifras del Sector Financiero.

Si bien los FJP son íntegramente activos financieros del Sector de las Familias, su administración autónoma por parte de las Administradoras de Fondos de

Jubilaciones y Pensiones [AFJP] hace preferible su presentación por separado, ya que permite desagregar mejor los activos financieros invertidos en forma directa por las familias, de aquéllos que se invierten a través de los fondos acumulados en las AFJP. La fuente de información utilizada fue la Superintendencia de A FJP.

El Sector Privado no Financiero incluye dos componentes: el Sector productor y el Sector de las Familias.

El Sector Productor de la economía está compuesto por todas aquellas empresas que se dedican a la elaboración de bienes y servicios (excluyendo a los servicios financieros) y que contribuyen a la formación del Producto Interno Bruto [PIB]. Para determinar la situación patrimonial del sector se construyó especialmente una muestra de 36 empresas de sus distintas ramas a efectos de utilizar las estructuras de activos y pasivos financieros resultantes para extrapolarlas al universo del sector.

De un primer listado de todas las empresas que cotizaban en Bolsa, se realizó una clasificación por rama de actividad. Esto se hizo en función de que, para tener validez, la muestra debe ser lo más representativa posible de la estructura productiva del país, y para que así sea, se tuvo en cuenta la participación de los distintos sectores de la economía en el PIB. La división se realizó en 19 sectores de la producción: agropecuario; alimentos y bebidas; artículos de consumo; automotriz; comercio; concesionarios viales; construcción; distribución de gas; energía eléctrica; forestal, papel y derivados; inmobiliario; materiales para la construcción; petróleo; químicos; siderúrgica; telecomunicaciones; textil y calzado; transporte de gas; transporte de pasajeros.

Una vez realizada dicha clasificación, se generó una base de datos con los balances esquematizados, de acuerdo a los requerimientos del presente trabajo, de las distintas empresas por rama de actividad. Estos balances provienen de la página electrónica de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires [BCBA]; si bien no tenían toda la información necesaria para la elaboración del trabajo (como ser la clasificación de activos y pasivos por moneda, la apertura de pasivos por acreedor, la división de la cuenta inversiones), sirvieron de base para la selección de las empresas que serían tomadas en la muestra.

Con los datos obtenidos del Balance General individual se elaboró la base de datos con información sobre la composición de los activos y pasivos de cada empresa a diciembre de 2001. Específicamente, se empleó la información de las Notas a los Estados Contables, de los Anexos C y D que incluyen el detalle sobre inversiones y del Anexo G que presenta los activos y pasivos en moneda extranjera.

Con respecto al Sector de las Familias, es muy poca la información disponible ya que la Encuesta Permanente de Hogares [EPH] sólo presenta información cualitativa de algunas variables. Sin embargo, con toda la información disponible de los otros sectores de la economía, incluida la muestra del Sector Productor, las cifras correspondientes al sector de las familias se obtuvieron principalmente por diferencia, como números residuales.

Finalmente, la información relevante de activos y pasivos financieros del Sector Externo se obtuvo del informe de balanza de pagos y del “Informe de la Posición de Inversión Internacional” realizado en forma anual por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, y parte en general de las estimaciones de activos y pasivos externos considerados o implícitos en las estimaciones del balance de pagos.

Una vez armada la matriz se procedió al análisis de la situación patrimonial financiera de cada uno de los sectores de la economía, como así también de los distintos instrumentos financieros estudiados de acuerdo a la estructura patrimonial que mostraban al 31 de diciembre de 2001.

En un paso siguiente, se realizó la división de cada uno de los activos y pasivos financieros de acuerdo a la moneda en la cual fueron pactados, ya sea pesos o moneda extranjera, obteniendo de esta manera los PFNs en pesos o moneda extranjera de cada uno de los sectores de la economía. A partir de ellos, se puede saber cual era la situación patrimonial financiera de cada uno de los sectores en cada una de las monedas ya sea, deudor o acreedor neto y si lo eran en pesos o en moneda extranjera. Los resultados obtenidos pueden observarse en el Cuadro 1 de la siguiente página.

Una vez obtenidos los PFNs por moneda, se procedió a la última etapa de la investigación, que consistió en aplicar a estos Patrimonios una devaluación instantánea del peso respecto al dólar americano, evaluar su impacto sobre los distintos sectores de la economía y analizar las transferencias intersectoriales resultantes.

Cabe destacar que los resultados obtenidos son producto de la aplicación de un *shock* devaluatorio instantáneo a los PFNs calculados al 31 de diciembre de 2001 y no tiene en cuenta medidas posteriores ni el efecto de estas sobre los flujos de ingresos y egresos de cada sector; vale decir es una situación *ex-ante*, ya que no toma en cuenta los mecanismos de ajustes que se originarían luego del *shock* devaluatorio.

[Revisar Cuadro]

Cuadro N° 1: Estimación de los Estados Patrimoniales de Argentina a Diciembre de 2001 (en millones de pesos)

	Gobierno	Banco Central	Provincias	Sector Financiero	FJP	Productores	Familias	Sector Externo
Reservas		14.951						14.951
Base Monetaria		11.892		2.819	3	907	8.163	
Billetes y Monedas		10.960		1.867	3	907	8.163	
Dep de Ent Fin en BC		932		932				
Cuenta Corriente en ME		5.876		5.876				
Divisas	4.237			1.475		4.600	18.400	28.712
Depositos (C.A., C.C., P.F., otros)	10.420	4.395		67.418	2.724	20.711	62.633	1.203
Depositos MN	4.500			20.486	2.262	10.261	3.420	42
Depositos ME	5.920	4.395		46.932	462	10.449	59.213	1.161
Crédito	15.306	4.967	10.117	4.967		3.201	26.775	3.593
Crédito MN	3.136	4.579		16.491		5.342	8.013	
Crédito ME	12.170	368	10.117	47.161		3.201	18.762	22.424
Otras cuentas del activo y pasivo	149	8.751		39.436		6.169	3.305	17.343
Otras cuenta del pasivo MN	149	8.751		19.632		3.221	358	2.519
Otras cuenta del pasivo ME				14.824		2.948	2.948	14.824
Bonos y Títulos Públicos	61.803	5.889	11.173	6.276	5.533	458	4.123	50.697
Bonos y Títulos Públicos MN	1.505	985	1.500	366	168	80	720	685
Bonos y Títulos Públicos ME	60.298	4.904	9.673	5.909	5.364	378	3.403	50.012
Prestamos Garantizados	42.268	535		16.349	17.090	1.468	2.187	4.629
Prestamos Garantizados MN	802			570	128	28	28	48
Prestamos Garantizados ME	41.466	535		15.779	16.962	1.440	2.159	4.581
Valores Externos	1.331		416	4.988	56	15.399	15.399	37.588
Valores privados				4.410	1.419	32.804	5.700	21.275
Valores privados MN				1.701	233	8.218	700	5.584
Valores privados ME				2.709	1.186	24.586	5.000	15.691
Cuotaparte FJP							26.825	
Cuotaparte FJP MN							2.795	
Cuotaparte FJP ME							24.031	
Organismos Internacionales	6.409	15.769	3.223	504		1.118		6.409
Otros Acreedores MN	1.537					1.076	461	41.014
Otros Acreedores ME						1.502	644	2.146
PFN	-135.495	4.238	-24.097	13.152	0	-11.918	121.066	33.054

2. Análisis de los Patrimonios Financieros a Diciembre de 2001

En esta Sección se procede a incorporar la información obtenida y estimada de cada uno de los sectores de la economía argentina en los cuales se desagrega el presente trabajo en un solo Cuadro (el 1), el cual muestra las distintas cuentas del activo de cada sector y su contraparte en el pasivo de algún otro sector de la economía. Esta metodología permite identificar claramente las deudas o acreencias de cada sector y su contraparte en el resto de la economía, ya sea doméstica o internacional.

Los activos financieros en los cuales se encuentra desagregado el cuadro son el resultado de la información en común que presentaban los distintos sectores de la economía a la fecha del análisis. A su vez, y dado el objetivo perseguido por el presente trabajo, el patrimonio de cada uno de los sectores de la economía fue dividido de acuerdo a la moneda en las cuales los distintos instrumentos fueran pactados.

Del análisis de los resultados obtenidos al integrar las cuentas de todos los sectores de la economía argentina a diciembre de 2001 se destaca, como puede observarse en el Cuadro 2, que la situación patrimonial financiera neta del país como un todo, respecto del resto del mundo, era deudora en aproximadamente 33.000 millones de dólares. Como contraparte de ello, el Sector Externo era acreedor del país en esa cifra.

Cuadro 2: Patrimonios Financieros Netos
(M US\$)

SECTOR	VALOR
Gobierno	-135.495
Provincias	-24.097
BCRA	4.238
Sector Financiero	13.152
FJP	0
Productores	-11.918
Familias	121.066
TOTAL	-33.054
Sector Externo	33.054

A este nivel de PFN negativo del país se llega mediante la agregación de los PFN de cada uno de los sectores de la economía doméstica. Entre los sectores deudores netos se encuentra el Sector Público Nacional no Financiero (Gobierno), el

Sector Público Provincial (Provincias) y dentro del Sector Privado no Financiero, el de los Productores.

Del análisis surge que el Sector Público Nacional no Financiero era deudor neto del resto de la economía – tanto doméstica como internacional - en 135.500 millones de dólares, mientras que el Provincial adeudaba 24.000 millones de dólares y el Productor hacía lo propio en aproximadamente 12.000 millones de esa moneda. Al agregar el nivel de endeudamiento neto que presentaban el Gobierno y las Provincias, se alcanza los casi 160.000 millones de deuda neta para el Sector Público Nacional Consolidado.

Por su parte, los sectores con acreencias netas eran el BCRA, con créditos superiores a los 4.000 millones de dólares, el Sistema Financiero con poco más de 13.000 millones y el Sector Privado no Financiero-Familias con 121.000 millones de dólares.

Un párrafo aparte merece el análisis de los FJP. Como se explicara anteriormente, el presente trabajo centra su análisis en los FJP, no así en la situación financiera patrimonial de las AFJP. Al ser los FJP propiedad de los afiliados, su PFN no podría ser distinto de cero, ya que los activos financieros con que cuentan son necesariamente iguales a los pasivos financieros de estos fondos para con sus afiliados, incluidos en el Sector Familias. No obstante, al analizar cuáles sectores de la economía eran grandes acreedores o deudores en términos brutos, resultaba interesante esta apertura en cuanto nos proporcionaba mayor información.

A continuación se analiza en mayor detalle cada uno de los sectores:

Sector Público No Financiero

Del análisis del patrimonio del Sector Público Nacional no Financiero y del Sector Público Provincial, surge que los 160.000 millones de dólares de PFN negativo son el resultado de la diferencia entre aproximadamente 23.000 millones de dólares de tenencias de activos financieros por parte del Sector Público Consolidado y 182.000 millones de pasivos financieros emitidos por ellos.

Del total de estos pasivos, el principal componente corresponde a los 115.000 millones de dólares relacionados a emisiones de bonos, títulos públicos y préstamos garantizados que realizaran tanto el Gobierno Nacional como los Provinciales.

Al analizar qué sectores de la economía son acreedores del Sector Público Consolidado surge, como puede observarse en Cuadro 3, que el principal acreedor es

el Sector Externo con más de 55.000 millones de dólares⁴, seguido por las tenencias del Sector Financiero (22.624 millones), FJP (22.623 millones) y Familias (6.311 millones).

Cuadro 3: Bonos, Títulos Públicos y Préstamos Garantizados
(M US\$)

SECTOR	VALOR
Gobierno nacional	104.061
Provincias	1.173
Total Gobiernos	115.234
BCRA	6.424
Sector Financiero	22.624
FJP	22.623
Productores	1.926
Familias	6.311
Sector Externo	55.326
TOTAL	115.234

Las siguientes cuentas en importancia del pasivo financiero del Sector Público no Financiero Consolidado, son las correspondientes a los compromisos asumidos con Organismos Internacionales, que superan los 40.000 millones de dólares de obligaciones, y los créditos obtenidos de la banca, tanto nacional como extranjera, por una cifra superior a los 25.000 millones de dólares.

Sector Financiero

Por el lado del Sector Financiero, se observa que el PFN positivo de 13.152 millones de dólares a diciembre de 2001 es el resultado de 125.477 millones de dólares de activos financieros y 112.325 millones de dólares de pasivos financieros. El principal activo financiero con el que cuenta este sector son los Créditos, que totalizan 63.652 millones de dólares. Como puede observarse en el Cuadro 4, los sectores destinatarios de los créditos otorgados por el Sistema Financiero fueron, en primera medida el Sector Privado no Financiero que totalizó casi 38.000 millones de dólares, seguido del Sector Público – tanto Nacional como Provincial - con poco más de 25.000

⁴ La cifra de tenencia de bonos, títulos públicos y préstamos garantizados por parte del Sector Externo podría estar sobreestimada debido a lo complejo que resulta identificar la tenencia de activos financieros de residentes en el país en cuentas radicadas en el exterior. Sin embargo, las cifras presentadas en el presente trabajo corresponden a datos oficiales. Cabe mencionar que cualquier problema en la estimación de las cifras relacionadas a cuentas del Sector Externo modificarían las conclusiones referidas a la situación patrimonial financiera del país respecto del resto del mundo.

millones de dólares y finalmente el Sector Externo con poco menos de 400 millones de esa moneda.

Cuadro 4: Créditos del Sector Financiero
(M US\$)

SECTOR	VALOR
FINANCIERO	63.652
Público	25.346
Privado no Financiero	37.914
Externo	392
TOTAL	63.652

Entre los pasivos financieros, se destacan los depósitos realizados por los restantes sectores de la economía en el Sistema Financiero. El total de depósitos a diciembre de 2001, totalizaba 67.418 millones de dólares. En el Cuadro 5 puede observarse el *stock* de depósitos de los restantes sectores. El principal depositante en el Sistema Financiero era el Sector Privado no Financiero con 53.071 millones de dólares, seguido en colocaciones por el Sector Público con 10.420 millones de dólares, los FJP con 2.724 millones de dólares y el Sector Externo con 1.203 millones de esa moneda.

Cuadro 5: Depósitos en el Sector Financiero
(M US\$)

SECTOR	VALOR
FINANCIERO	67.418
Público	10.420
FJP	2.724
Privado no Financiero	53.071
Externo	1.203
TOTAL	67.418

Como ya ha sido comentado en la parte metodológica del trabajo, la contabilización de los activos y pasivos se realizó a valor nominal de manera de garantizar la consistencia intersectorial. Para el Sector Financiero en particular, esto implica que se han contabilizado los títulos públicos y los préstamos garantizados, no al valor contable que figura en los balances, sino a valor nominal que es mayor. De esta manera los activos del Sistema Financiero muestran valores más altos que los que figuran en la contabilidad del sector.

A modo de ejemplo resulta interesante mostrar el cambio que presentaría el PFN del Sistema Financiero si se valuara los títulos públicos y préstamos garantizados a valor de mercado (que es aún inferior al valor contable). En el caso de los títulos públicos la

caída sería de casi 2.300 millones de pesos, de los cuales 2.150 millones de pesos corresponderían a títulos en moneda extranjera y el resto a títulos en pesos. La caída es aún mayor en el caso de los préstamos garantizados, que mostrarían una caída de casi 10.000 millones de pesos, de los cuales 9.700 millones de pesos serían en dólares y el resto en pesos⁵.

Vale decir, que si se contempla esta medición de títulos y préstamos garantizados a valor de mercado, el PFN del Sector Financiero mostraría una caída de aproximadamente 12.300 millones de pesos. De esta manera el PFN pasaría de 13.152 millones de pesos a solo 852 millones de pesos. De todos modos, lo anterior vale de ejemplo y no puede ser considerado en la matriz de activos y pasivos intersectoriales, ya que para bajar en 12.300 millones de pesos el activo del sector necesariamente deberíamos bajar en ese mismo monto el pasivo del Gobierno.

Sector Externo y Resto

Respecto a la información del Sector Externo, el PFN positivo de 33.054 millones de dólares es el resultado neto entre las acreencias que mantenía el resto del mundo con el país por 158.579 millones de dólares y sus deudas por 125.531 millones de dólares. Por el lado de los créditos que el Sector Externo mantenía con el país, una parte importante de ellos ya fueron explicados en los párrafos precedentes. Este es el caso de los bonos, títulos públicos y préstamos garantizados, depósitos en el Sistema Financiero Local y Organismos Internacionales.

Entre las restantes acreencias que el Sector Externo mantenía para con el país se destacan créditos otorgados a residentes en Argentina por una cifra superior a los 22.400 millones de dólares, y la tenencia por parte de no residentes de títulos valores privados – principalmente obligaciones negociables de empresas residentes - por 21.275 millones de dólares.

⁵ Estos cálculos se realizaron en base a datos de Tula, Santiago y Volpato P. (2005) Mercado de Capitales: Claves del desarrollo, Convenio de investigación UCA-Fundación de la BCBA.

Cuadro 6: Activos Financieros del Sector Externo
(M US\$)

ACTIVOS	VALORES
Depósitos	1.203
Créditos	22.424
Bonos y títulos públicos	50.697
Préstamos garantizados	4.629
Valores privados	21.275
Organismos internacionales	41.014
Otros	17.343
TOTAL	158.585

La información acerca de pasivos financieros del Sector Externo, respecto a los residentes del país, es sumamente interesante ya que brinda una idea acabada de la composición del portafolio de los argentinos, como puede observarse en el Cuadro 7.

Cuadro 7: Pasivos Financieros del Sector Externo
(M US\$)

PASIVOS	VALORES
Reservas	14.951
Divisas	28.712
Depósitos	25.878
Créditos	3.593
Valores externos	37.588
Organismos Internacionales	6.409
Otros	8.400
TOTAL	125.531

A diciembre de 2001, el BCRA contaba en su portafolio con reservas internacionales por aproximadamente 15.000 millones de dólares, compuestas principalmente por divisas y colocaciones en divisas. A su vez, el resto de los sectores de la economía doméstica – excluido el BCRA - tenían divisas extranjeras por 28.700 millones de dólares, siendo el principal tenedor el Sector de las Familias con una cifra estimada en 18.400 millones de dólares, seguido del Sector Productor con 4.600 millones de dólares y el Sistema Financiero con poco menos de 1.500 millones de esa moneda.

Por otro lado, el Sector Residente mantenía a ese momento aproximadamente 26.000 millones de dólares en depósitos en entidades financieras en el exterior, y casi 38.000 millones de la misma moneda en valores externos, por ejemplo: títulos públicos de gobiernos extranjeros y obligaciones negociables de compañías foráneas. Gran parte de estas tenencias de activos financieros emitidos por el resto del mundo se encontrarían en poder del Sector Privado no Financiero, y dentro de éste en manos de las Familias.

A continuación se presenta la información dividida por monedas, lo cual va a servir de base para analizar luego el efecto instantáneo de la devaluación. En el Cuadro 8, se puede observar la descomposición del PFN de cada uno de los sectores con la desagregación entre activos y pasivos por moneda de origen. Del mismo surge que tanto el Gobierno Nacional como las Provincias son deudoras netas tanto en pesos como en dólares y que del PFN total, más del 95% se encuentra en moneda extranjera.

El BCRA, que tiene un PFN positivo, muestra una posición deudora en pesos (explicada principalmente por la base monetaria) que es más que contrarrestada por la posición acreedora en dólares (relacionada con las reservas internacionales).

Las Familias tienen una posición acreedora neta en ambas monedas, y también al igual que el Gobierno, aunque con signo contrario, el PFN total se encuentra casi enteramente explicado por la posición positiva en dólares (112.400 millones sobre un total de 121.000 millones).

Cuadro 8: Activos y Pasivos, por moneda de origen, a diciembre de 2001
(M)

SECTOR	ACTIVOS en \$	PASIVOS en \$	PFN en \$	ACTIVOS en US\$	PASIVOS en US\$	PFN en US\$	PFN TOTAL
Gobierno	4.649	7.311	-2.662	17.897	150.730	-132.834	-135.495
Provincias	0	1.500	-1500	416	23.013	-22597	-24097
BCRA	14.315	21.221	-6.906	36.547	25.403	11.144	4.238
Financiero	41.580	49.677	-8.097	83.897	62.648	21.249	13.152
FJP	2.795	2.795	0	24.031	24.031	0	0
Productores	15.573	13.560	2.013	39.917	53.848	-13.931	-11.918
Familias	16.645	8.013	8.632	131.196	18.762	112.434	121.066
TOTAL	95.557	104.077	-8.519	333.900	358.435	-24.535	-33.054
Externo	8.878	359	8.519	149.707	125.172	24.535	33.054

Los Productores en cambio tienen una posición favorable en pesos (2.013 millones) que no llega a contrarrestar el PFN negativo en dólares (13.931 millones), de manera que la posición global es netamente deudora.

Lo mismo sucede con las entidades financieras, aunque en este caso se da la situación inversa. Este sector muestra una posición deudora en pesos (-8.097 millones) y una posición acreedora en dólares superior (21.249 millones), de manera que en el consolidado presenta un PFN positivo. En lo que sigue es importante distinguir para el Sistema Financiero lo que es el efecto puro de la devaluación, de las medidas perjudiciales que continuaron luego (pesificación e indexación asimétricas seguidas de amparos judiciales, que no serán objeto del presente estudio). Esto es así ya que el Sector Financiero fue *ex-post*, en el año 2002, uno de los más perjudicados debido a las medidas anteriormente mencionadas. De todos modos aún si se

concentra la atención exclusivamente en la devaluación, los efectos *ex-post* no hubiesen sido los mismos que los que resultan *ex-ante*, ya que la incobrabilidad de los créditos en dólares hubiese sido muy elevada.

En resumen, la economía doméstica tenía una posición financiera netamente deudora tanto en pesos (8.519 millones) como en dólares (24.535 millones), explicada principalmente por la deuda del Sector Público. Como contrapartida el Sector Externo tiene un PFN positivo en ambas monedas por esos mismos montos.

El Cuadro 9 permite observar lo dolarizada que estaba la economía argentina hacia fines de 2001. De hecho, para el promedio de la economía, más del 75% de los activos y pasivos estaban denominados en dólares. El Gobierno, tanto Nacional como Provincial, tenía alrededor del 95% de sus pasivos en dólares, mientras que este *ratio* era menor en el caso de Productores y Familias (80% y 70%, respectivamente).

Los dos cuadros anteriores permiten anticiparse a lo que se analizará más adelante, respecto de los efectos de la devaluación sobre los patrimonios financieros de los distintos sectores de la economía. A simple vista puede observarse que el sector más perjudicado sería el Público con una abultada deuda en moneda extranjera, y que el Productor también estaba fuertemente endeudado en dólares. Si bien el Sector de las familias se vislumbraría como un claro ganador, se encontraba bastante segmentado y el inicial impacto positivo fue luego morigerado por las medidas que siguieron a la devaluación (pesificación) y sobre las cuales no se entra en detalle en el presente trabajo.

Cuadro 9: Total de Activos y Pasivos y participación de los denominados en moneda extranjera, a diciembre de 2001
(M)

SECTOR	TOTAL DE ACTIVOS	% EN US\$	TOTAL DE PASIVOS	% EN US\$
Gobierno	22.546	79,4	158.041	95,4
Provincias	416	100,0	24.513	93,9
BCRA	50.862	71,9	46.624	54,5
Financiero	125.477	66,9	112.325	55,8
FJP	26.825	89,6	26.825	89,6
Productores	55.490	71,9	67.408	79,9
Familias	147.841	88,7	26.775	70,1
TOTAL	429.457	77,7	462.512	77,5

3. Análisis de los efectos instantáneos de la devaluación

Para analizar los efectos que la devaluación de la moneda produjo de manera instantánea en los patrimonios financieros vigentes a diciembre de 2001, aplicamos la devaluación a los activos y pasivos en moneda extranjera. El nuevo tipo de cambio utilizado para ello fue de 2 \$ / US\$. Si bien en el momento de la devaluación el gobierno fijó un tipo de cambio de 1,40 \$ / US\$, era válido sólo para algunas operaciones restringidas y no era el vigente para las transacciones que se realizaban en el mercado libre, en donde las operaciones se realizaban con un tipo de cambio más cercano a 2 \$ / US\$.

En el Cuadro 10 pueden observarse, al igual que en el Cuadro 8, los activos y pasivos en pesos y dólares con los correspondientes PFNs (todo expresado en millones de pesos) después de aplicar el efecto de la devaluación. De hecho lo que se hizo fue multiplicar los activos y pasivos denominados en moneda extranjera por el nuevo tipo de cambio. Las primeras tres columnas del cuadro, son por tanto iguales a las del Cuadro 8, y el cambio se da en las últimas tres columnas.

Es importante re-expresar los nuevos estados patrimoniales en pesos, después de aplicar la devaluación, ya que la gran mayoría de los sectores de la economía tienen sus flujos de ingresos y egresos en pesos. Por ejemplo: en el Sector Gobierno, para determinar cuanto va a poder pagar de los vencimientos de intereses y capital de su *stock* de deuda, hay que ver el monto del superávit primario. Este último depende de la diferencia entre los ingresos y egresos del Sector Gobierno que en su mayoría son en pesos⁶.

⁶ Los ingresos que reciben son en su mayoría tributarios y están denominados en pesos, aunque algunos, como los impuestos a la importación (incluyendo el IVA de las mismas) y los derechos de exportación, son tasas que se aplican sobre montos que están originariamente en dólares.

**Cuadro 10: Efecto instantáneo de la devaluación
sobre los activos y pasivos, a diciembre de 2001**
(M \$)

SECTOR	ACTIVOS en \$	PASIVOS en \$	PFN en \$	ACTIVOS en US\$	PASIVOS en US\$	PFN en US\$
Gobierno	4.649	7.311	-2.662	35.793	301.461	-265.668
Provincias	0	1.500	-1.500	832	46.026	-45.194
BCRA	14.315	21.221	-6.906	73.094	50.806	22.288
Financiero	41.580	49.667	-8.097	167.794	125.296	42.498
Productores	15.573	13.560	2.013	79.833	107.695	-27.862
Familias	16.645	8.013	8.632	262.392	37.525	224.867
TOTAL	95.557	104.077	-8.519	667.800	716.870	-49.070
Externo	8.878	359	8.519	299.414	250.345	49.070

Puede observarse como se deterioran las cuentas del Sector Público y de los Productores, es decir de aquellos sectores que eran deudores netos en dólares, y por lo tanto mostraban un PFN en dólares negativo. Por el contrario, el resto de los sectores muestra *ex-ante* un efecto positivo de la devaluación de la moneda. La aclaración "*ex-ante*" es importante ya que lo que se ve aquí es el efecto exclusivo de la devaluación y las transferencias intersectoriales que produjo. Sin embargo, en muchos sectores la mejora inicial de la devaluación no terminó materializándose ya que posteriormente no se han respetado los contratos. Los supuestos dólares invertidos en el Sistema Financiero doméstico se pesificaron a un tipo de cambio arbitrario (1,40 \$ / US\$), inferior al del mercado libre; el Sistema Financiero vio pesificados sus activos a 1 \$ / US\$, generando una pesificación asimétrica; las empresas de servicios públicos sufrieron el congelamiento de sus tarifas, provocando grandes pérdidas que se ven en los estados patrimoniales del siguiente año.

En el Cuadro 11 puede observarse el resumen de cómo varía el PFN de los distintos sectores después de aplicar la devaluación sobre los *stocks* a diciembre de 2001. Como ya ha sido anticipado, aquellos sectores que parten de una posición netamente deudora en moneda extranjera vieron empeorada sustancialmente su situación. Este es el caso del Sector Público, donde el PFN empeora para el Gobierno Nacional en casi 133.000 millones de pesos, y para los Gobiernos Provinciales en 22.500 millones.

Por el contrario, el Sector Familias se beneficia con un PFN que aumenta en 112.000 millones de pesos, y el Sector Financiero lo hace en 21.000 millones de pesos. El Sector Externo se beneficia en 24.500 millones de pesos, cifra que es igual al deterioro patrimonial sufrido por el país en su conjunto.

**Cuadro 11: Diferencia entre los Patrimonios Financieros Netos
antes y después de la devaluación
(M \$)**

SECTOR	PFN TOTAL (pre-devaluación)	PFN TOTAL (pos-devaluación)	DIFERENCIA
Gobierno	-135.495	-268.329	-132.834
Provincias	-24.097	-46.694	-22.597
BCRA	4.238	15.382	11.144
Financiero	13.152	34.401	21.249
Productores	-11.918	-25.849	-13.931
Familias	121.066	233.500	112.434
TOTAL	-33.054	-57.589	-24.535
Externo	33.054	57.589	24.535

4. Resumen y Conclusiones

El presente trabajo se realizó con el objetivo de calcular la situación patrimonial que la economía argentina presentaba a fines de 2001, previo a la devaluación y las medidas distorsivas que tuvieron lugar durante el primer semestre de 2002, para luego analizar los efectos inmediatos de la devaluación cambiaria sobre dichos estados patrimoniales. En muchas ocasiones, los analistas miran las ventajas que puede tener la devaluación de la moneda doméstica en términos de flujos, es decir, evaluando la supuesta mejora que da a un determinado país en términos de competitividad para colocar sus productos en el exterior. Este enfoque deja completamente de lado el análisis de la situación patrimonial del país, como si fuese totalmente independiente de su estructura patrimonial por monedas.

Durante al año 2002, principalmente durante el primer semestre, se tomaron muchas medidas que afectaron la situación patrimonial de los distintos sectores del país, de las cuales la devaluación del peso fue una. De hecho, las medidas económicas más relevantes que siguieron a la instalación del corralito al sistema financiero fueron: la declaración de *default* de la deuda pública, la devaluación de la moneda con un tipo de cambio dual y posterior liberación del mercado cambiario; la pesificación de préstamos y depósitos en forma asimétrica, la ruptura de contratos con empresas públicas con el congelamiento en pesos de las tarifas, etc. Vale decir que además de la devaluación del peso muchas otras medidas afectaron los patrimonios financieros de los distintos sectores de la economía.

Es por ello que se decidió acotar el trabajo al análisis exclusivo del efecto inmediato que tendría una devaluación sobre los patrimonios existentes en la

economía hacia fines del año 2001. Si para ello se hubiese tenido en cuenta la situación patrimonial financiera a fines de 2002, se estarían mezclando, además del resultado de los flujos de ingresos y egresos de dicho año, los efectos surgidos del resto de las medidas que fueron tomadas durante ese año.

Del análisis de la situación patrimonial financiera a diciembre de 2001 surge que la economía estaba altamente dolarizada y que por lejos el sector que más perjudicado saldría de una devaluación de la moneda sería el propio Gobierno (tanto Nacional como Provincial). De hecho, su situación patrimonial financiera empeoró en 133.000 millones de pesos. Incluso teniendo en cuenta los datos *ex-post* a diciembre de 2002, deuda pública nacional alcanzaba a casi 153.000 millones de dólares, siendo 9.000 millones de dólares más alta que en diciembre de 2001, aún después de haber pesificado gran parte de la deuda en dólares (la emitida bajo legislación argentina)⁷. Es decir, que la licuación en términos de dólares de la deuda pesificada, fue más que contrarrestada por los incrementos de la deuda que se dieron durante ese año para poder remediar, en parte, el descalce generado en el resto de la economía luego de la devaluación y las medidas subsiguientes.

El Sector Productor en su conjunto también sufrió el empeoramiento de su PFN luego de la devaluación. Sin embargo la situación no fue homogénea en las distintas ramas de actividad. Los sectores proveedores de servicios públicos fueron los más afectados ya que gran parte de sus inversiones fueron financiadas desde el exterior en moneda extranjera, de manera que presentaba una posición financiera netamente deudora en dólares, y a eso se le sumó el congelamiento de sus ingresos provenientes de las tarifas, mientras que la gran mayoría de sus egresos sufrió grandes aumentos. En cambio los sectores ligados a la exportación, si bien muchos también presentaban PFN negativos hacia fines de 2001, obtuvieron fuertes ganancias durante el siguiente año que ayudaron a alivianar los efectos negativos de la devaluación.

En el Sistema Financiero se da un caso más particular, ya que al presentar un PFN positivo, la sola aplicación de la devaluación sobre los *stocks* financieros a diciembre de 2001, resulta en una mejora *ex-ante* de la situación patrimonial financiera. Sin embargo, como ya se ha comentado en el cuerpo del trabajo, aún en el caso en que no se hubiesen decretado las medidas que perjudicaron a este sector (pesificación e indexación asimétrica) además de los amparos judiciales, la situación

⁷ La deuda pasa de representar 54% del PIB a fines del 2001, a significar 145% a fines del 2002.

ex-post no hubiese sido positiva ya que la cobrabilidad de los créditos en dólares otorgados a Familias y Productores hubiese sido muy baja⁸.

El Sector de la Familias presentaba un PFN muy positivo, y fue por tanto el sector que en su conjunto más se habría beneficiado de la devaluación. Sin embargo, al igual que se mencionara en el caso de los Productores, la situación particular de los distintos integrantes del sector no era para nada homogénea. Dentro de este sector convivían acreedores netos y deudores netos, aunque los activos netos de los primeros son superiores a los pasivos netos de los segundos, ya que los activos financieros totales son superiores a los pasivos financieros totales. De todos modos, si bien muchas familias vieron incrementado su poder de compra en pesos en base a los *stocks* de activos que tenían a fines de 2001, en términos de flujos habrían empeorado al año siguiente debido al escaso aumento salarial con respecto al incremento en el nivel general de precios que tuvieron en sus egresos.

En resumen, el efecto *ex-ante* de la devaluación produce importantes transferencias intersectoriales entre los distintos sectores de la economía doméstica y también con el sector externo. Dado que el deterioro del Sector Público no Financiero y del Sector Productor no llega a ser compensado por la mejora del resto de los sectores internos, la economía argentina como un todo sufre una caída en su PFN contra el resto del mundo.

⁸ Al momento de la devaluación, los préstamos dados al gobierno en forma de títulos públicos ya se encontraban en *default*.

Anexo. Recopilación de la información

Sector Público Nacional No Financiero

Para la recopilación de la información relevante de este sector se utilizó como fuente de información las cifras publicados por el ME relacionada con el *stock* de deuda del Sector Público Nacional así como la relacionada con a los activos financieros acumulados a la fecha en las cuales se centra la investigación.

De acuerdo al Boletín Fiscal emitido por el ME de la Nación, la metodología utilizada para la confección de los datos correspondientes a la deuda exigible del Sector Público No Financiero se realiza a partir de los estados de ejecución presupuestaria en concepto de erogaciones corrientes, de capital y aplicaciones financieras para todas las fuentes financieras. La deuda exigible está constituida por órdenes de pago exigibles y órdenes de pago aún no exigibles en razón que su fecha de vencimiento es posterior a la fecha de corte de la información.

La información de activos y pasivos financieros relacionada con el Sector Público No Financiero se encuentra en valores nominales, y con un buen grado de apertura en cuanto a su composición así como a la moneda en la cual fueran pactados.

Al analizar la información disponible relacionada a los activos que el Sector Público Nacional No Financiero posee, se puede observar claramente cuales, de los restantes sectores de la economía, son la contraparte de estas acreencias.

Por el lado de los pasivos no ocurre la mismo, ya que si bien es fácilmente detectable el acreedor del Sector Público Nacional No Financiero en el caso de las deudas con Organismos Internacionales así como con Organismos Oficiales, en el caso de la deuda titularizada y préstamos garantizados no se provee información de quienes serían los acreedores de estos pasividades, la cual se fue obteniendo al cruzar la información de este sector con los demás sectores de la economía.

Banco Central de la República Argentina

La información relacionada a este sector de la economía proviene de la página de Internet de esta institución. Ella publica en forma sistemática balances de la entidad, información que sirvió de base para la elaboración del presente trabajo.

Al igual que ocurre con la gran mayoría de los sectores en los cuales se descompone el presente trabajo, la información de activos da una idea acabada de cuáles, de los restantes sectores de la economía, son los deudores de este sector, mientras que de la información de pasivos resulta más difícil la identificación de quienes son sus acreedores.

En el caso específico del BCRA, el activo esta compuesto por las siguientes cuentas:

- Reservas de libre disponibilidad
- Títulos públicos
- Adelantos transitorios al gobierno nacional
- Créditos al sistema financiero
- Aportes a organismos internacionales
- Fondos transferidos al gobierno nacional por colocaciones con el FMI

Por el lado del pasivo, las principales cuentas son:

- Base monetaria
- Cuentas corrientes en monedas extranjeras
- Depósitos del gobierno nacional

- Obligaciones con organismos internacionales

En este sector se puede observar, por ejemplo, que para algunas de las cuentas del pasivo es posible identificar claramente sus contrapartes acreedoras. Una muestra de ello son las “Cuentas Corrientes en \$” – incluidas en la base monetaria - y “Cuentas Corrientes en monedas extranjeras” cuya contrapartida es el Sistema Financiero y “Depósitos del Gobierno Nacional” la cual implica una acreencia del Sector Público.

Sector Público Provincial

En la página de Internet del ME, dentro de SH se encuentra la Dirección Nacional de Coordinación Fiscal con las Provincias. De este sitio se obtuvo el *stock* de deuda pública provincial, la única información pública referida a la situación patrimonial de provincias relevante para este trabajo.

El *stock* de deuda pública provincial se encuentra desagregado por tipo de instrumento de deuda pero, en este caso, no está especificada la moneda en la cual está denominada, requisito fundamental para el desarrollo de esta investigación. En el caso de los patrimonios del Sector Público Provincial se utilizó, de la información obtenida, la referida a las deudas bancarias y financieras, deuda titularizada y la deuda con Organismo Internacionales.

Si bien la información de Provincias es incompleta, es imprescindible su inclusión y la realización de las estimaciones necesarias para la adecuación a los requerimientos del presente trabajo, dado lo abultado de los pasivos financieros que presentaba este sector a diciembre de 2001.

Sistema financiero

La información del Sistema Financiero utilizada para la elaboración del presente trabajo corresponde al “Balance Consolidado del Sistema Financiero” suministrada por el BCRA. La consolidación abarca al total de las entidades financieras, tanto bancarias como entidades no bancarias autorizadas por el BCRA. La utilización de un balance consolidado es de suma utilidad dado que evita los problemas de doble contabilización que podrían surgir de agregar las cifras del Sector Financiero.

La información de las cuentas del activo disponible para el consolidado del Sistema Financiero se divide de la siguiente manera:

- Disponibilidades
- Activos con residentes en el exterior
- Crédito al sector público
- Crédito al sector privado

Por el lado de los pasivos la información se presenta de la siguiente manera:

- Pasivos con residentes en el exterior
- Depósitos del Sector Público
- Depósitos del Sector Privado
- Obligaciones con el BCRA

A partir de la desagregación que presentan las cifras del Sistema Financiero se puede ir infiriendo como está compuesto el patrimonio de otros sectores de la economía que no cuentan con la información que uno desearía a los fines de este trabajo.

La cuenta de disponibilidades brinda información sobre la tenencia por parte del Sistema Financiero, tanto del circulante emitido por la autoridad monetaria como, así también, de la tenencia de divisas externas. Por otro lado, la cuenta

disponibilidades también incluye la integración, en concepto de efectivo mínimo, que realizan las entidades financieras en el BCRA.

Por otro lado refleja la integración realizada por este sector de la economía en el BCRA en concepto de requisitos de liquidez, contraparte de la misma cuenta deudora en las estadísticas del BCRA.

Los activos con residentes en el exterior, proporcionan información de acreencias que el Sistema Financiero consolidado tiene con el Sector Externo de la economía. Como se verá mas adelante, estas cifras serán la contrapartida de las obtenidas de la posición de inversión internacional.

Créditos al Sector Público, ofrece información respecto de las deudas que tiene tanto el Sector Público Nacional como el Provincial, sirviendo de control de las cifras anteriormente obtenidas de estos sectores de la economía.

Por el lado de los créditos al Sector Privado, si bien el Sistema Financiero doméstico no es la única fuente de financiamiento del Sector Privado doméstico no Financiero, la información brindada es de suma utilidad dada la escasez de cifras agregadas disponibles de este sector. Sería conveniente que el Sistema Financiero desagregase la información referida al Sector Privado de la economía entre sus dos grandes sub-sectores, el Sector Privado Productor y el de las Familias.

Las cuentas del pasivo, brindan información sobre el Sector externo, el Público y el Privado. En el caso de los pasivos con residentes en el exterior, la información muestra cuales son las tenencias de activos financieros domésticos por parte de no residentes en el Sistema Financiero. Por el lado de los depósitos del Sector Público, la información será contraparte de las acreencias del Sector Gobierno, aunque sin desagregar entre nacionales y provinciales. Algo similar ocurre con la información del Sector Privado, ya que sin bien agrega a la posición de este sector, la apertura no se encuentra entre el Sector Productor y el de las Familias.

Fondos de Jubilación y Pensión

Si bien los FJP pertenecen íntegramente a las Familias, su administración autónoma por parte de las AFJP hace preferible su presentación por separado ya que permite desagregar mejor los activos financieros invertidos en forma directa por las Familias, de aquellos que se invierten a través de los fondos acumulados en las AFJP.

Los aportes personales de los afiliados al régimen de capitalización se acumulan en cuentas individuales de los afiliados administradas por sociedades constituidas a ese efecto, denominadas AFJP. Un FJP está constituido por el conjunto de cuentas de capitalización individual que son administradas por una misma empresa. Cada AFJP solo puede administrar un Fondo, y éste es propiedad de los afiliados, encontrándose separado del patrimonio de la sociedad que lo administra. Esta separación patrimonial permite aislarlo de la situación económico-financiera de la administradora lo que significa que ésta podría incluso quebrar sin que ello implique la quiebra del Fondo.

La inclusión de los FJP se debió a la importancia del portafolio que ostentaban a la fecha de realización de la investigación, además de servir para la identificación de este sector como un claro acreedor tanto del Sector Público, Nacional y Provincial, como así también del Sistema Financiero.

Sector Privado no Financiero

El Sector Privado no Financiero incluye dos componentes: el Sector Productor y el Sector de las Familias.

El Sector Productor de la economía está compuesto por todas aquellas empresas que se dedican a la elaboración de bienes y servicios (excluyendo a los servicios financieros) y que contribuyen a la formación del PIB.

Para determinar la situación patrimonial del Sector Productor se deben agregar la estructura de activos y pasivos de cada una de las unidades productivas que componen dicho sector. Dada la imposibilidad de conseguir la información necesaria para ello - vale como ejemplo mencionar que el Instituto Nacional de Estadística y Censos [INDEC] utiliza estimaciones para la elaboración de las Cuentas Nacionales -, se construyó una base de datos con una muestra de empresas del Sector Productor de la economía. Dicha base de datos tuvo por objeto proporcionar la información necesaria para la estimación de la estructura patrimonial agregada del Sector Productor.

La primera gran limitación que se encontró al intentar elaborar una base de datos para el Sector Productor fue la escasez de información. Originalmente se intentó obtener información agregada por rama de actividad para lo cual se contactaron distintas cámaras (industria, construcción, comercio) con el fin de obtener algún tipo de datos acerca de la estructura de activos y pasivos de las empresas que pertenecían a dichas organizaciones, siendo en todos los casos la búsqueda infructífera.

Otro intento similar se hizo para conseguir información a través del INDEC. Si bien este organismo gubernamental realiza una Encuesta Nacional a Grandes Empresas [ENGE] que abarca a las 500 empresas no financieras más grandes del país, ella brinda información sobre valor de producción, valor agregado, utilidad, inversión bruta fija, ocupación y salarios, no siendo estas variables relevantes para el objetivo del presente trabajo.

Dado que la información relevante resulta sumamente difícil de conseguir, luego de diversas deliberaciones se optó por realizar una base de datos acorde al fin del proyecto de acuerdo a los datos disponibles. La única información que se encontró disponible acerca de la situación patrimonial de parte del sector productor de la economía se encuentra en los balances de aquellas empresas que cotizan sus acciones en la BCBA y que por tal razón su situación patrimonial debe ser de conocimiento público. De esta forma, se elaboró un listado de todas las empresas que cotizaban en Bolsa.

Dada la imposibilidad de llegar al universo de empresas que componen el Sector Productor, no justificaba la importante utilización de recursos que significaba el agregar de los datos de todas las empresas de las cuales se disponía de información, ya que esto no hubiese solucionado el problema de representatividad que sufre toda muestra. Se es consciente que una parte importante de la economía argentina es informal y que otra parte de las empresas, por ser pequeñas y medianas [PyMes], pueden llegar a tener una estructura patrimonial distinta que la de las empresas cuya información se encuentra disponible, sin embargo, una muestra significativa si resultaba valiosa ya que “toda medida es mejor a una no medida”.

Por los motivos expuestos anteriormente, del primer listado de todas las empresas que cotizaban en Bolsa, se realizó una clasificación por rama de actividad. Esto se hizo en función de que, para tener validez, la muestra debe ser lo más representativa posible de la estructura productiva del país, y para que así sea, se tuvo en cuenta la participación de los distintos sectores de la economía en el PIB. La división se efectuó en 19 sectores de la producción: agropecuario; alimentos y bebidas; artículos de consumo; automotriz; comercio; concesionarios viales; construcción; distribución de gas; energía eléctrica; forestal, papel y derivados; inmobiliario; materiales para la construcción; petróleo; químicos; siderúrgica; telecomunicaciones; textil y calzado; transporte de gas; transporte de pasajeros.

Una vez realizada dicha clasificación, se generó una base de datos con los balances esquematizados de las distintas empresas por rama de actividad. Estos balances provienen de la página electrónica de la BCBA (www.bolsar.com.ar). Si bien dichos balances no tenían toda la información necesaria para la elaboración del trabajo (como ser la clasificación de activos y pasivos por moneda, la apertura de pasivos por acreedor, la división de la cuenta inversiones), sirvieron de base para la selección de las empresas que serían tomadas en la muestra.

La selección, de cuáles empresas formaría parte de la muestra y cuáles no, se hizo teniendo en cuenta distintos factores.

El primero fue la representatividad de la estructura productiva argentina. Por este motivo, en los casos en que había sólo una empresa con información disponible dentro de uno de los sectores de la producción, se decidió incluirla en la muestra para no eliminar el sector y con ello perder representatividad la muestra.

El segundo factor que se consideró para la selección de las empresas fue su tamaño⁹. Se incluyeron aquellas empresas que representaban una parte importante del *stock* de activos del sector correspondiente. Sin embargo, también se tuvo en cuenta la estructura patrimonial y de endeudamiento de cada empresa. En caso de que la empresa no fuese de las más representativas del sector, en relación a sus activos sobre el total de activos del sector, o incluso que su representatividad fuese limitada, pero que tuviese una estructura patrimonial diferente a las más representativas dentro del sector, también se la incorporaba a la muestra. Vale decir que las empresas con una pequeña participación en el activo total del sector se incluían siempre y cuando aportaran información distinta de la obtenida de las otras empresas. Esto pareció importante ya que la estructura patrimonial de las empresas chicas puede en muchos casos ser diferente a la de las empresas grandes en cuanto a diversificación de las inversiones, nivel de endeudamiento, etc.¹⁰.

Las empresas seleccionadas para integrar la muestra fueron: Carlos Casado y Cresud por el sector agropecuario; Ledesma, Molinos Río de la Plata y San Miguel por alimentos y bebidas; Rigolleau por artículos de consumo; Renault por automotriz; Patagonia por comercio; Autopistas del Sol y Grupo Concesionario del Oeste por concesiones viales; Polledo por construcción; Distribuidora de Gas Cuyana y Metrogas por distribución de gas; Transener, Hidroeléctrica Piedra del Águila, Central Costanera, Central Puerto, Edenor y Edesur por energía eléctrica; Massuh por forestal, papel y derivados; Irsa por inmobiliario; Cerámica San Lorenzo y Loma Negra por materiales para la construcción; Sol Petróleo e YPF por petróleo; American Plast e Indupa por químicos; Acindar, Aluar y Siderar por siderúrgica; Telecom y Telefónica de Argentina por telecomunicaciones; Alpargatas y Grimoldi por textil y calzado; TGS por transporte de gas y Metrovías por transporte de pasajeros.

Para cada una de estas 36 empresas, se obtuvieron los balances completos a diciembre de 2001, presentados en la BCBA.

Con los datos obtenidos del Balance General individual se elaboró la base de datos con información sobre la composición de los activos y pasivos de cada empresa a diciembre de 2001. Específicamente, se empleó la información de las Notas a los Estados Contables, de los Anexos C y D que incluyen el detalle sobre inversiones y del Anexo G que presenta los activos y pasivos en moneda extranjera.

La apertura que se realizó, siempre que la información lo permitiera, fue la siguiente. Los activos se clasificaron en activos financieros, bienes de cambio, bienes de uso, bienes intangibles y otros. A su vez, los activos financieros se dividieron por monedas (nacional o extranjera) en disponibilidades, inversiones y créditos. Las disponibilidades se subdividieron en caja, bancos y valores a depositar y las inversiones se subdividieron en títulos públicos (del gobierno argentino o de gobiernos extranjeros separadamente), depósitos en entidades financieras, fondos comunes de inversión y otros. Los pasivos, por su parte, se clasificaron por monedas y según

⁹ Según la ENGE del INDEC, las 50 empresas más grandes del país explican el 58% del valor agregado de la producción y las 200 más grandes, el 84%.

¹⁰ Puede citarse un caso para ejemplificar el proceso de selección de la muestra. El sector de alimentos y bebidas es un rubro de la industria manufacturera, que a su vez es un componente del Sector Productor. Para darle representatividad a este rubro de la industria manufacturera se eligieron 3 empresas que se pensó aportaban suficiente información. De las empresas que se descartaron se verificó que ninguna aportara información valiosa en cuanto a la estructura patrimonial o al peso relativo de dicha empresa en el sector de alimentos y bebidas.

acreedor en: deudas con proveedores, deudas bancarias y financieras, deudas sociales, deudas fiscales y otros, como puede observarse en el cuadro presentado al final del presente Anexo. Una vez finaliza esta tarea, se obtuvo una base de datos completa la cual permitió estimar la estructura patrimonial agregada del sector productor.

Con respecto al Sector de las Familias, es muy poca la información disponible ya que la EPH sólo presenta información cualitativa de algunas variables. Sin embargo, con toda la información disponible de los otros sectores de la economía y con las base de datos del Sector Productor, las cifras correspondientes al Sector de las Familias se obtuvieron principalmente por diferencia, como números residuales.

Sector Externo

La información relevante de activos y pasivos financieros de este sector se obtuvo del “Informe de Balanza de Pagos” y del “Informe de la Posición de Inversión Internacional”, realizado en forma anual por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, y parte en general de las estimaciones de activos y pasivos externos considerados o implícitos en las estimaciones del balance de pagos.

Los activos externos están constituidos por los activos reales y financieros de existencia legal y efectiva que poseen los residentes de la economía frente a no residentes. Se distinguen, siguiendo las clasificaciones internacionales, 4 grupos de activos de residentes argentinos: activos de reserva internacional, inversión directa, inversión de cartera y otros activos. Para los fines de la presente investigación solo se tomaron en cuenta a los activos financieros, dejando de lado la inversión directa y otros activos reales.

Los activos de reserva internacional comprenden los activos sobre el exterior bajo el control de las autoridades monetarias, incluyendo los activos externos líquidos del BCRA tales como el oro y Derechos Especiales de Giro [DEGs], las divisas y colocaciones de libre disponibilidad (que abarcan títulos de crédito frente a no residentes en forma de depósitos bancarios, valores públicos, otros bonos e instrumentos del mercado monetario) y las posiciones acreedoras netas de los convenios de pago (ALADI y convenio bilateral con Brasil) que entrañan crédito recíproco. Los *stocks* de reservas internacionales al cierre de cada período a los tipos de pase actualizados, son informados por el BCRA.

La inversión en cartera refleja la tenencia de títulos de deuda emitidos por gobiernos y entes privados extranjeros, y participaciones en el capital accionario en sociedades del exterior con características transitorias negociables en mercados organizados. Las mediciones cubren las tenencias del Sector Privado no Financiero, el Sistema Bancario, y el Sector Público no Financiero. En el Sistema Financiero, comprende las tenencias en cartera de títulos públicos y privados emitidos en el exterior (que no correspondan a operaciones de pases pasivos con el BCRA). Para el caso del Sector Público no Financiero comprende las inversiones realizadas en títulos públicos, relacionados con inversiones de depósitos en garantía de capital y de intereses del Plan Financiero 1992, y de otras operaciones a futuro, y con inversiones transitorias. La información para la Administración Central y los gobiernos locales es provista por la SH.

La cuenta de otros activos es una categoría residual, que cubre los instrumentos financieros no incluidos en inversión directa, de cartera o activos de reserva. En esta presentación se agrupan en: disponibilidades que no constituyen activos de reserva, y el resto de activos no incluidos en otras categorías.

Los pasivos externos comprenden los activos reales en el país de propiedad de no residentes y las obligaciones financieras adeudados al Sector Externo. Al igual que los activos, pueden asumir conceptualmente la forma de inversión directa, de cartera, y otros pasivos no comprendidos en las anteriores definiciones. Dentro de las

inversiones en cartera por bonos y de los otros pasivos se incluyen los intereses devengados no vencidos por las obligaciones incluidas en estas categorías.

Las inversiones en cartera en títulos comprenden los títulos de deuda emitidos por el Sistema Financiero, el Sector Público no Financiero, y el Sector Privado no Financiero, en poder de no residentes. En la posición presentada, se incluyen los títulos de deuda a valor nominal residual más intereses capitalizados.

Las inversiones en cartera en títulos de deuda emitidos por el Sector Bancario comprenden las colocaciones de bonos, obligaciones negociables y papeles comerciales. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras y de las declaraciones semestrales del sistema bancario. Para el Sector Público no Financiero se computa el *stock* de deuda colocada bajo la forma de títulos a no residentes por el Sector Público no Financiero Nacional o Provincial. La fuente primaria de información es la Oficina de Registro de la Deuda Pública de la SH y la Encuesta de Obligaciones Externas de Gobiernos Locales. Para estimar la residencia del tenedor de los títulos emitidos se supone que las colocaciones de Euronotas, Bonos del Plan Financiero 1992, Bonex Global y otros títulos colocados primariamente en el exterior, se consideran en poder de no residentes, a excepción de las tenencias del Sector Bancario, las AFJP, las compañías de seguros, y el Sector Público. Las tenencias de los restantes títulos (Bonex, Bote, Botesos, Bocones, Bic y otros colocados internamente), son consideradas en poder de residentes excepto por las tenencias con domicilio en el exterior informadas por Caja Nacional de Valores. En el caso del Sector Privado no Financiero, los títulos de deuda emitidos por parte de empresas locales, se miden mediante encuestas suponiendo que las colocaciones realizadas en el exterior están en manos de no residentes. La encuesta sobre emisiones de títulos abarca las colocaciones de obligaciones negociables, bonos y papeles comerciales.

La cuenta de otros pasivos comprende rubros no incluidos en partidas anteriores, como ser deudas con Organismos Internacionales, gobiernos y agencias gubernamentales, bancos y proveedores, y depósitos. Para el Sistema Financiero comprende los depósitos de no residentes en el Sistema Financiero local, las líneas de crédito tomadas por entidades residentes en el exterior, la financiación otorgada por Organismos Internacionales a entidades residentes, y las obligaciones diversas con no residentes de estas entidades. La información se obtiene de los balances mensuales de sumas y saldos de las entidades financieras. En el Sector Público no Financiero comprende los préstamos al Sector Público de Organismos Internacionales, bancos, agencias oficiales y gobiernos. En el caso del Sector Privado no Financiero abarca los préstamos de distintas fuentes no instrumentados bajo la forma de bonos o títulos (préstamos de Organismos Internacionales, bancos, proveedores, agencias oficiales).

Muestra del Sector Privado no Financiero
(M \$)

ACTIVO	41.012
Activos Financieros	11.442
Disponibilidades	218
Inversiones	5.118
Títulos públicos	143
Depósitos en ent. financieras	340
Fondos Comunes de Inversión	42
Otros	4.592
Créditos	6.105
En \$	8.530
Disponibilidades	163
Inversiones	4.348
Créditos	4.019
En moneda extranjera	2.912
Disponibilidades	55
Inversiones	771
Créditos	2.087
Bienes de Cambio	1.361
Bienes de Uso	26.606
Bienes Intangibles	379
Otros	1.225
PASIVO	19.113
Deudas con proveedores	3.213
Deudas bancarias y financieras	12.838
Deudas sociales	357
Deudas fiscales	641
Otros	2.063
En \$	4.069
Deudas con proveedores	1.750
Deudas bancarias y financieras	256
Deudas sociales	357
Deudas fiscales	590
Otros	1.116
En moneda extranjera	14.993
Deudas con proveedores	1.463
Deudas bancarias y financieras	12.582
Otros	948
PATRIMONIO NETO	21.882

BIBLIOGRAFÍA

- Arriazu, Ricardo H. y Werning Pablo, "El papel del empresario en modelos de equilibrio general", mimeo.
- Arriazu, R y Zorgno, R., "Política comercial y modelos de flujos económicos", Jornadas Asociación Argentina de Economía Política, 1987.
- Arriazu, R, Leone A y López Murphy R., "Políticas Macroeconómicas y Endeudamiento Privado", 1983.
- Arriazu, R.; Leone, A. y Martínez, A., "Crédito, dinero privado y equilibrio general bajo certidumbre", Asociación Argentina de Economía Política, 1987.
- Arriazu, Ricardo H., "Análisis del Endeudamiento como parte de la Evaluación de Indicadores de Solvencia, Liquidez y Competitividad", *Perspectivas, Brasil y Argentina*, editado por José María Lladós y Samuel Pinheiro Guimarães, IPRI y CARI, IPRI-Instituto de Investigaciones de Relaciones Internacionales, 1999.
- Arriazu, Ricardo H., "Dinámica de la inflación en una economía cerrada", Cuartas Jornadas Anuales de Economía, Montevideo, noviembre de 1989.
- Arriazu, Ricardo H., "Mercados Informales de Crédito", Jornadas BCRA.
- Arriazu, Ricardo H., "Un enfoque de flujo de fondos a la Macroeconomía" - Conferencias México- 1987.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Balances esquematizados de varias empresas.
- Consejo Empresario Argentino, *La inserción de la Argentina en el mundo*, Volumen 1 y 2. Dirección general del trabajo: Ricardo H. Arriazu. Tareas desarrolladas por el Estudio Ricardo H. Arriazu & Asociados, 1995.
- Cottani, J. y Llach, J.J., *Ahorro nacional, ahorro externo y financiamiento de la inversión durante la reforma económica: el programa en la Argentina*, ADEBA, agosto de 1993.
- Elías, Víctor, *Los Determinantes del Crecimiento*, ADEBA, agosto de 1993.
- INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, "Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos de la República Argentina", varios números.
- INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, "La Posición de Inversión Internacional de Argentina", varios números.
- Johnson, H., "The Monetary Approach to the Balance-of-Payments Theory", *Further Essays in Monetary Theory*, George Allen and Unwin, Londres, 1972.
- Kiguel, Miguel, A. y Lopetegui, Gabriel, E., Entendiendo el riesgo país, Subsecretaría de Hacienda, Ministerio de Economía, Obras y Servicios Públicos, Republica Argentina, 1997.
- Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía y Producción, "Boletín Fiscal", varios números.



Pontificia Universidad Católica Argentina

“Santa María de los Buenos Aires”

Facultad de Ciencias Sociales y Económicas
Departamento de Economía

Ediciones Documentos de Trabajo:

Nº 1: Millán Smitmans, Patricio, *“Panorama del Sector de Transportes en América Latina y Caribe”*, Noviembre de 2005.

Nº 2: Dagnino Pastore, José María; Servente, Ángeles y Casares Bledel, Soledad, *“La Tendencia y las Fluctuaciones de la Economía Argentina”*, Diciembre de 2005.

Nº 3: González Fraga, Javier A., *“La Visión del Hombre y del Mundo en John M. Keynes y en Raúl Prebisch”*, Marzo de 2006.

Nº 4: Saporiti de Baldrich, Patricia A., *“Turismo y Desarrollo Económico”*, Abril de 2006