El sistema financiero y el mercado de valores en Argentina
Elías Salama

El sistema financiero y el mercado de valores en Argentina

CEMLA

Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, A.C.
EL SISTEMA FINANCIERO Y EL MERCADO DE VALORES EN ARGENTINA
El sistema financiero y el mercado de valores en Argentina
Presentación

El CEMLA y la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa se complacen en editar este nuevo estudio de la serie de mercados de valores en América Latina. En este caso, corresponde al trabajo que sobre el sistema financiero y el mercado de capitales en la República Argentina realizó Elías Salama, destacado experto argentino que ha desempeñado importantes cargos en el ámbito financiero de su país y ha sido consultor de varios organismos internacionales.

Las dos instituciones cofinanciadoras del libro esperan contribuir de esta manera a difundir entre los estudiosos de la materia, la experiencia acumulada en este campo en una importante plaza financiera de la región.
Prólogo

El presente estudio tiene por propósito examinar diversos aspectos del sistema financiero y mercado de valores en la Argentina, principalmente durante la década de los años ochenta, y ha sido escrito con información disponible hasta principios de 1991; no intenta abarcar todos los aspectos del tema ni ser exhaustivo en el análisis; algunos temas son analizados más extensamente y sobre otros sólo se presenta un breve examen.

Consta de seis capítulos de distinta extensión. El primero resume de un modo escueto la evolución de las principales variables macroeconómicas, que muestran un desarrollo decididamente desfavorable durante la década y que culminó muy negativamente con las dos hiperinflaciones de mediados de 1989 y principios de 1990. También se consideran las principales políticas macroeconómicas aplicadas.

El segundo capítulo está dedicado principalmente, aunque no exclusivamente, al análisis del marco institucional y legal del sistema financiero y del mercado de valores. Se examina con más detenimiento la legislación relacionada con el Banco Central de la República Argentina y con las entidades financieras. La consideración de normas legales referidas al mercado de valores, a las sociedades comerciales y a algunos inversores institucionales es más breve y ocupa el resto del capítulo.

El tercer capítulo examina el sistema financiero así como la crisis de principios de la década, algunas políticas monetarias aplicadas, el origen y desarrollo del mercado extra institucional y los costos de las entidades financieras.
El cuarto capítulo, por su parte, se refiere al mercado de valores. Comienza con un análisis de la magnitud y evolución de este mercado durante los años ochenta. Se considera también las posibles causas de su insatisfactorio desenvolvimiento. Las modificaciones en la legislación sobre inversiones extranjeras es brevemente introducida. Otra sección presenta estadísticas de los costos de intermediación por operaciones efectuadas en el mercado de valores.

El quinto capítulo alude, en su parte inicial, a un análisis estadístico de algunas variables del sistema financiero, el mercado de cambios y el mercado de valores que presentan el rendimiento de las principales alternativas de inversión para el público. Otro análisis estadístico examina la relación entre la utilidad de las empresas y el precio de las acciones. Finalmente, las principales conclusiones se presentan en el capítulo seis.

Los números entre paréntesis a lo largo del texto remiten a las notas bibliográficas que se encuentran al final.
Descripción sintética de las principales variables macroeconómicas en la última década.
Descripción sintética de las principales variables macroeconómicas en la última década

El desarrollo del sistema financiero y de los mercados de valores durante la década de los ochenta ha sido muy negativo. Mientras que diversos factores propios explican en parte esa evolución, la situación general macroeconómica ha influido en los mercados financieros. Un breve resumen se da a continuación.

En primer término, se proporcionan algunas estadísticas básicas y comentarios generales; en segundo se encuentra una breve crónica de los principales planes de estabilización económica del período.

Actividad real. En Argentina, la década de los años ochenta fue una década infructífera desde el punto de vista macroeconómico. Las principales variables así lo demuestran. En 1989 el producto bruto fue un 10% inferior al de 1980, similar al de 1985 y ligeramente superior al de 1982; en lo que respecta a la inversión bruta interna, el nivel de 1989 no alcanzaba al 35% del de 1980. Si bien esta comparación está especialmente influída por la crisis de 1989, si se relaciona a la inversión del trienio 1980-1982 con las cifras de 1986-1988, se obtiene una caída nada desdeñable del 37%. La proporción de la inversión en el producto bruto experimentó para esos mismos años un descenso del 36%. El Cuadro 1-1 proporciona más detalles sobre estas cifras.
Tasa de inflación. En lo que respecta a la tasa de inflación, en la década de los años ochenta, solamente en dos años la tasa de inflación anual, medida por el índice de precios al por mayor, nivel general, fue inferior al 100% (los años 1980 y 1986). El índice de precios al consumidor muestra también para esos mismos años las tasas de inflación más bajas del decenio (ver Cuadro I-2). El período más dramático de la década fue el lapso de 12 meses que va desde abril de 1989 a marzo de 1990, durante el mismo se registraron dos hiperinflaciones. La primera en los meses abril-julio de 1989, en que la tasa de inflación, medida por el índice de precios al por mayor, alcanzó un máximo del 209% en julio de 1989 y la segunda que se desarrolló durante el período diciembre de 1989 a marzo de 1990, con un máximo en febrero de 1990, según el índice de precios al por mayor, del 88% mensual (ver Cuadro I-2b y Cuadro I-2c).

Una idea de la virulencia del proceso inflacionario en la década de los 80 está dada por el hecho de que, en este período, existieron en Argentina tres monedas diferentes que se originaron en la necesidad de quitar dígitos a las cifras. Desde fines del siglo XIX, por aproximadamente setenta años, Argentina tuvo una sola moneda, los pesos moneda nacional. Durante la década de los 70 y hasta 1983 existieron los pesos Ley 18.188, que quitaron dos dígitos (dividieron por cien) a los pesos moneda nacional. En 1983 aparecieron los pesos argentinos que restaron cuatro dígitos (dividieron por 10.000) a los pesos Ley 18.188. Se restableció así, con respecto a los pesos moneda nacionales, una división por múltiplos de tres a la que los agentes económicos se pueden acostumbrar más fácilmente. En 1985, se crearon los australes que disminuyeron tres dígitos (dividieron por 1000) a los pesos argentinos. En resumen, con estos cambios se quitaron nueve dígitos (dividieron por mil millones) a las cifras en pesos moneda nacional. El billete de denominación más grande se dio con los pesos Ley 18.188 y alcanzó un millón de pesos; a principios de 1991, el billete de denominación más grande era de medio millón de australes y con un poder de compra en disminución (aproximadamente, 100 dólares en diciembre de 1990 y 55 dólares en febrero de 1991), que hacía prever la necesidad de un billete de mayor denominación o una nueva moneda.

Oferta de dinero. La tasa de crecimiento de la cantidad de dinero ha sido muy alta. Uno de los agregados utilizados es el denominado "recursos monetarios" que comprende billetes y monedas y depósitos sujetos a efectivo mínimo. En el lapso de diez años que va desde diciembre de 1979 a diciembre de 1989, este agregado creció a la tasa promedio del 12.6% mensual. No sólo el crédito al gobierno explica esta tasa de crecimiento sino que hay que mencionar; (a) los créditos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) a los bancos
públicos de la Nación y provinciales, para financiar préstamos; (b) la emisión de dinero causada por las pérdidas asociadas con la liquidación de bancos, y que fueron causa significativa del déficit cuasifiscal del BCRA, en tanto debió pagar, por la absorción de base monetaria, una tasa de interés superior a la que percibió por esos créditos.

Monetización. El mayor grado de monetización (billetes, depósitos en cuenta corriente, depósitos a interés y aceptaciones bancarias) de la economía durante la década se alcanzó a principios de ella. En el primer trimestre de 1981 la relación dinero/producción bruto fue del 31%, después estuvo cayendo con algunas oscilaciones hasta llegar al 9% en el segundo trimestre de 1985. Como consecuencia del plan de estabilización, conocido como Plan Austral, subió hasta llegar a principios de 1987 a cerca del 20%. Los niveles más bajos fueron alcanzados durante el período que abarcan las dos hiperinflaciones mencionadas (ver Cuadro 1-3). En lo que respecta al valor real de los agregados monetarios del sector privado se muestra en el Cuadro 1-4. El valor máximo se alcanzó en 1980 y el valor mínimo en 1989.

Sistema financiero. Cuando un proceso inflacionario es persistente, se producen distorsiones en el sistema financiero como ha señalado Ricardo H. Arriazu (1); algunas de ellas son: a) se afecta el rendimiento relativo de los pasivos bancarios; b) puede influir de forma distinta en los diferentes tipos de entidades financieras; c) se altera la recaudación del "impuesto inflacionario"; d) ocurren procesos de desmonetización que modifican el nivel de actividad del sistema financiero y los costos de intermediación; e) se tiende a transformar medios de pago en depósitos a interés de muy corto plazo; en general, los depósitos a plazos más largos se transforman en depósitos a plazos más cortos, lo que implica un mayor costo operativo para las entidades financieras y un acortamiento de los plazos de los créditos que otorga el sistema financiero; f) se generan dificultades a las entidades financieras para evaluar la cartera de créditos debido a los cambios en precios relativos de los bienes y servicios producidos por la inflación; consecuentemente, la supervisión de la actividad financiera se torna más difícil para la autoridad regulatoria.

Sector externo. Si se considera al sector exterior de la economía (Cuadros 1-6 a 1-7), las cifras del balance de pagos reflejan los aspectos más importantes de las relaciones económicas internacionales. En primer término, debe mencionarse la cuenta comercial. Al inicio de la década era negativa, pero a partir de 1982 fue positiva como resultado de los esfuerzos efectuados para hacer frente a la
crisis de la deuda externa. En la década, los servicios financieros superaron los resultados positivos de la cuenta de mercancías y la cuenta corriente fue negativa hasta 1990 en que, como resultado del excepcional ajuste que se llevó a cabo, volvió a tener saldo positivo, lo que no ocurría desde 1978, es decir, un período de once años de cuenta corriente negativa. Entre 1981 y 1989 el saldo negativo de la cuenta corriente alcanzó 22837 millones de dólares; el movimiento de los capitales alcanzó un resultado negativo de 6174 millones de dólares. Debe señalarse que la inversión directa extranjera alcanzó saldos favorables (ingreso de capitales) en el período, pero en su mayor parte estuvieron constituidos por reinversión de utilidades y también por conversión de deuda.

La evolución de la deuda externa muestra una tendencia a crecimiento a lo largo de toda la década, con la única excepción de 1988, año en el que se mantuvo en los mismos valores de 1987. La deuda externa del sector privado alcanzó su nivel máximo en 1981 y después comenzó a disminuir mientras crecía la deuda externa del sector público, lo que reflejaba parcialmente el traslado de la deuda del sector privado al sector público (ver Cuadro I-5). El crecimiento de la deuda externa del sector público tiene importantes consecuencias fiscales y monetarias. Mientras que el sector privado provee las divisas, a través del superávit de la cuenta comercial, es el sector público quien debe comprarlas para pagar el servicio de la deuda.

Déficit fiscal. En lo que respecta al déficit fiscal, ha sido estimado por FIEL (17) en el 9% del producto bruto para los años 1980 a 1988. Por su parte, el BCRA ha estimado el déficit cuasifiscal de los años 1987 y 1988 en 0.6% y 0.4% respectivamente. La financiación del déficit se hizo a través de distintos instrumentos. Frecuentemente, se recurrió a financiamiento mediante la emisión monetaria. Para moderar su efecto sobre la tasa de inflación, se recurrió a la absorción monetaria mediante encajes obligatorios sobre los depósitos (remunerados y no remunerados) en el sistema financiero. En algunas circunstancias, se apeló a la demora por algún tiempo en el pago a los proveedores del Estado. Se acumuló asimismo al financiamiento externo; también se apeló al financiamiento interno del déficit mediante la emisión de bonos con cláusulas de rendimiento atractivas. La solución real pasa por la reducción profunda o la eliminación del déficit fiscal y cuasi fiscal para lo cual debe acortarse el gasto público a las funciones que el Estado debe necesariamente cumplir, mejorar la administración tributaria y proceder a la transferencia de bienes y emprendimientos del Estado que el sector privado puede tomar a su cargo.
Principales planes de política económica (7)

En esta sección se presentan en apretada síntesis los principales planes de estabilización económica aplicados entre 1978 y 1989. Los estudios realizados sobre ellos son muchos y es imposible entrar, por razones de espacio, en todos sus aspectos importantes y menos en cuestiones de detalle.

El programa de diciembre de 1978

En marzo de 1976, un nuevo equipo económico tuvo la responsabilidad de enfrentar una situación que siguiendo una terminología convencional podría denominarse de hiperinflación con una tasa de inflación del 50% mensual; además, existía un déficit fiscal que en 1975 había alcanzado al 14.4% del producto bruto (17) y también se daba una grave crisis de balance de pagos.

Cerca de tres años más tarde, a fines de 1978, podría decirse que los dos últimos problemas estaban bajo control. Las reservas internacionales superaban largamente un nivel equivalente a un año de importaciones y el déficit fiscal se había reducido al 3.6% del producto bruto. En cambio, la tasa de inflación no era inferior al 150% anual (Dagnino Pastore, op. cit. pág. 78 a quien seguimos en la caracterización de la situación macroeconómica).

El gobierno consideró prioritario la eliminación del proceso inflacionario y se aplicó un nuevo programa económico. Tanto los precios y salarios públicos como el crédito interno crecerían al 4% mensual durante los primeros meses del año siguiente (1979). Se dio a conocer una primera tabla de devaluaciones preanunciadas del 5.2% en enero de 1979 y con una disminución del 0.2% mensual que llegaba hasta el 31 de agosto de 1979. Posteriormente, se anunciaron cinco nuevas tablas continuadoras de la primera. En abril de 1979 se anunció la segunda con vigencia hasta diciembre de 1979 y la tercera en octubre de 1979: estableció una devaluación del 2.8% para enero de 1980 y continuaba con la misma disminución del 0.2% mensual. En septiembre de 1980, se notificó que la tasa de devaluación de octubre (1%) se mantendría en noviembre y diciembre. Posteriormente, en diciembre de 1980, otra tabla para enero, febrero y marzo de 1981 anunció una devaluación del 2% mensual y finalmente en febrero, se anunció una nueva tabla con salto devaluatorio del 10% para el primer día de febrero. Debe señalarse que se había incluido también en el programa inicial una reducción de los aranceles de importación, teniendo como meta su unificación en el 30%, en el plazo de un período de cinco años.

El sistema de tablas de devaluaciones preanunciadas ("tablita cambiaria" como fue denominada popularmente) se abandonó en marzo de 1981. La tasa
de devaluación preanunciada resultó ser inferior a la tasa de inflación efectiva. El aumento de los precios de importación y exportación no se constituyó en el límite superior para la tasa de crecimiento de los precios internos en la medida esperada. Por su parte, la tasa de interés de los mercados financieros internacionales más la tasa de devaluación fue el límite de la tasa de interés del mercado financiero local en los últimos meses de 1978 y principios de 1979, pero después surgió una brecha. La convergencia de tasas de aumento de precios no se logró hasta los últimos meses de 1979. El crecimiento del índice de precios al por mayor y del índice de precios al consumidor, excedió la tasa de aumento de los precios de los bienes del comercio exterior, acumulándose una brecha significativa (Dagnino Pastore, op. cit., pág. 95 y 96). La demora en la convergencia se debió a las siguientes causas (Dagnino Pastore, op. cit., pág. 81):

1) Redundancia en los aranceles,
2) Demoras en las importaciones debidas al tiempo requerido para constituir nuevos vínculos comerciales internacionales,
3) Tiempo necesario por las importaciones para afectar los precios internos,
4) Existencia de una protección natural mayor que la esperada,
5) Expectativas negativas sobre la sostenibilidad de la política económica adoptada.

En el segundo semestre de 1980, después de la crisis bancaria que afectó varios importantes bancos privados y que será vista con más detalle en el capítulo 3, se registró una huida de capitales, mientras que la cuenta corriente continuó con resultados negativos que habían comenzado en el primer trimestre de 1979 (Dagnino Pastore, op. cit. pág. 97). Diversas medidas tomadas para reforzar la confianza en la moneda nacional y la competitividad de los bienes locales no tuvieron efectos significativos. Por otra parte, el conocido fin próximo en marzo de 1981 de la administración existente, influyó en la formación de expectativas muy negativas y se arraigó la creencia de que el programa económico no podría perdurar más allá de marzo de 1981, como de hecho sucedió.

El Plan Austral

A principios de junio de 1985, el país se acercaba a la hiperinflación. Las políticas económicas aplicadas con anterioridad no habían tenido los resultados esperados, por lo que las autoridades económicas decidieron enfrentar la inflación, diseñando una política que diese resultados rápidamente. Se consideró que las experiencias anteriores, no exitosas, mostraban la necesidad de utilizar
un ataque múltiple y simultáneo a la inflación. Por un lado, reducir el gasto, para disminuir la presión de la demanda agregada sobre el nivel de precios, lo que constituía el usual elemento ortodoxo de la lucha antinflacionaria; pero se consideró que también era necesario proceder, a fin de eliminar el llamado componente inercial de la inflación, a controlar directamente, de un modo heterodoxo, algunos precios de significativa importancia en la economía. Como expresa la Memoria Anual del BCRA de 1985, (pág. 9), “se trató así de evitar por un lado la recisión prolongada que se produciría ante una lenta respuesta de los precios al control del gasto y, por el otro, la aparición de desabastecimientos que podrían resultar de un control de precios sin un ajuste fiscal y monetario”. El programa económico a aplicar debía además, evitar redistribuciones patrimoniales buscando entre deudores y acreedores, como resultado de un éxito inmediato de la política de estabilización. Consecuentemente con este enfoque se adoptaron tres conjuntos de medidas (Memoria Anual de BCRA de 1985): a) se congelaron tarifas, precios, salarios y tipos de cambio; b) se procuró reducir fuertemente el déficit fiscal, poniendo el énfasis en el aumento de los ingresos fiscales más que en la reducción del gasto para no afectar significativamente programas de interés social y el empleo en el sector público. Para reforzar la credibilidad del programa, se anunció que el déficit fiscal no sería financiado con préstamos del BCRA; c) se efectuó una original reforma monetaria reemplazando el peso argentino con una nueva moneda, el austral. “Las deudas en la vieja moneda habrían de cancelarse en australes utilizando una escala de conversión que fijaba una equivalencia diaria entre las dos monedas. Este sistema buscaba corregir todos los contratos sin entrar en un tratamiento individual de éstos. El objetivo era mantener los contratos en la misma situación real que la existente al momento de la reforma. Inicialmente, la escala contenía una depreciación del peso respecto del austral del 29% mensual, tasa similar a la diferencia entre la inflación anterior y posterior a la reforma. Esto no implicaba introducir cambios en las condiciones pactadas antes de ella, sino por el contrario, evitar potenciales efectos redistributivos debido a acontecimientos exteriores a los contratos.” (Memoria Anual del BCRA, 1985, pág. 11).

Las tasas de interés nominales reguladas de depósitos y préstamos fueron fijadas en el 4% y el 6% mensual, valores que pueden considerarse un poco elevados, a pesar de que significaron una reducción de 24 puntos porcentuales, respecto a las vigentes antes del Plan Austral. En términos reales, las tasas de interés habrían sido negativas en el primer semestre de 1985 mientras que en el segundo semestre fueron positivas, como consecuencia del fuerte descenso de la tasa de inflación (en los nueve primeros meses del Plan Austral, las precios al consumidor aumentaron a razón del 3% mensual, mientras que en los nueve
meses anteriores lo habían hecho a razón del 25%, (Fanelli y Frenkel, op. cit. pág. 195). Tanto el descenso de la tasa de inflación como el aumento de las tasas reales de interés produjeron una remonetización significativa de la economía, que en las primeras semanas del plan fue muy elevada.

Las cuentas fiscales evolucionaron favorablemente sin alcanzar totalmente las metas trazadas. En lo que respecta al nivel de actividad económica, ésta registró un descenso en el tercer trimestre del año recuperándose significativamente en el cuarto trimestre. Si bien este hecho era favorable en sí, la mayor demanda estaba induciendo en algunos precios presiones hacia arriba y se registraban aumentos salariales.

"A comienzos de 1986 la sociedad enfrentaba el doble desafío de preservar la estabilidad de precios y facilitar, al mismo tiempo, las necesarias modificaciones de precios relativos que debían acompañar al proceso de crecimiento iniciado.” (Memoria del BCRA de 1986, pág. 3). Los resultados de la Tesorería General de la Nación habían comenzado a deteriorarse. Se plantaba la necesidad de elegir entre la estabilidad en un nuevo nivel superior de precios o aplicar una política de pautas graduales, esperando que la inflación no superara niveles razonables en términos de la experiencia histórica argentina (Dagnino Pastore, op. cit. 214). El mantenimiento de los precios congelados no era una opción porque habría inducido atrasos en los precios en los que era posible un control estricto, con el consiguiente desequilibrio de sus respectivos mercados (Memoria Anual del BCRA de 1986, pág. 6). El gobierno, a principios de abril de 1986, eligió la opción gradualista y trató de controlar la situación a través de ajustes pequeños y frecuentes de las principales variables macroeconómicas y evitar el deterioro de los salarios reales, del tipo de cambio real y de las cuentas fiscales (Dagnino Pastore, op. cit. pág. 217). Durante el segundo trimestre de 1986, los precios al consumidor aumentaron a una tasa del 4.4% mensual, mientras que el primer trimestre había alcanzado al 3.1%. Los precios al por mayor también crecieron más rápidamente. La aceleración de la inflación reflejó los cambios inducidos por la política de flexibilización. "Por su parte, la política monetaria no puso un límite a esta aceleración inflacionaria.” (Memoria Anual del BCRA, 1986, pág. 7). En el tercer trimestre de 1986, el incremento estacional del precio de la carne provocó presiones salariales. "El rebrote inflacionario del tercer trimestre determinó un nuevo punto de inflexión en el diseño de la política económica. Los criterios de administración de precios se tornaron más severos, las guías de política salarial del cuarto trimestre no absorbieron los altos índices inflacionarios del tercero -evitando así contribuir a la reindexación de la economía- y la política monetaria fue menos expansiva. El Banco Central adoptó medidas para lograr un control más firme de la base
monetaria y desacelerar el crecimiento de la oferta monetaria de origen interno.”
(Memoria Anual de BCRA 1986, pág. 8)

El Plan Primavera y la hiperinflación de 1989

Fanelli y Frenkel, (op. cit. 195-196), hacen notar que durante 1986 y 1987, la Argentina experimentó un shock externo desfavorable producido por una caída de los precios internacionales y una reducción de los volúmenes exportados a lo que se agregó el mayor volumen de importaciones, inducido por el aumento de actividad económica que acompañó al Plan Austral. Por otra parte, las autoridades económicas no tuvieron el éxito necesario en poner límites estrictos a las demandas de los diferentes sectores. Se deterioraron las cuentas fiscales y al mismo tiempo aumentaron las peticiones sobre el BCRA para la obtención de redescuentos, especialmente para el Banco Hipotecario Nacional y los bancos públicos provinciales, lo que provocó un aumento de la oferta monetaria. La inflación tendió a acelerarse y en 1987 llegó al 178% anual, de acuerdo con el índice de precios combinados, y en 1988 se aceleró nuevamente, llegando al 410% según el mismo índice.

En agosto de 1988 se anunció un nuevo plan económico que popularmente fue conocido con el nombre de Plan Primavera. Se trató de mejorar la situación fiscal suspendiendo aportes del Tesoro a obras públicas y disminuyendo otros gastos. Además, el BCRA cobraría una suerte de impuesto cambiario que resultaba del desdoblamiento del mercado cambiario en un mercado comercial y otro libre; el BCRA compraba las divisas en el mercado comercial correspondiente al 100% de las exportaciones agropecuarias y el 50% de las exportaciones industriales, mientras que el otro 50% de las exportaciones industriales las adquiría al tipo libre. Las ventas de divisas se hacían en el mercado libre cuyo tipo de cambio se determinaba por un sistema de licitaciones, a un tipo de cambio superior al comercial. El plan contenía también acuerdos de precios con el sector empresarial y en materia de tarifas de las empresas públicas para moderar el alza de precios. En lo que respecta a la política monetaria, se aplicó una fuerte restricción monetaria recurriendo para su aplicación a encajes remunerados y operaciones de mercado abierto. La consecuencia fue niveles pronunciadamente altos de las tasas de interés que entre septiembre de 1988 y enero de 1989 alcanzaron niveles positivos reales de alrededor del 18% (Memoria de ADEBA de 1989, pág. 47).

El Plan Primavera finalizó en los primeros días de febrero de 1989 cuando el BCRA abandonó, frente a un nivel reducido en sus tenencias de divisas, el esquema cambiario precedente. Si bien se había logrado disminuir la tasa de
inflación de un modo apreciable entre julio y diciembre, se registró también un atraso cambiario que había sido hecho posible por las mencionadas altas tasas de interés en términos reales, las que indujeron, junto con la caída de la tasa de inflación, una remonetización de la economía. Los resultados fiscales se deterioraron por una caída de la recaudación debida en parte al receso económico y en parte a las expectativas de un blanqueo impositivo que dispondría el nuevo gobierno a elegir en 1989 (Fracelli y Frenkel, op. cit. pág. 202/203).

La especulación en el mercado libre se trasladó a los precios de bienes y servicios comenzando un proceso hiperinflacionario. Sin embargo, en el sistema financiero la tasa pasiva de interés real fue positiva entre febrero de 1989 y junio de 1989, con una única excepción menor que ocurrió en el mes de abril de 1989. En cambio, fue muy negativa en julio, cuando la tasa de inflación llegó a un máximo. En lo que respecta al dinero (M1), cayó en todos los meses entre febrero y julio inclusives, (Memoria de ADEBA de 1989, pág. 48).

En junio de 1989, se tomaron medidas extremas frente al retiro masivo de depósitos ya que se limitó el monto de las extracciones de fondos. Se estableció así una suerte de inconvertibilidad entre los depósitos y los australes. Con ello se buscaba moderar la presión de los australes sobre la cotización del dólar, además de atender a una escasez transitoria de billetes (australes) que tuvo lugar debido al incremento excepcional del nivel de precios. Como medida de absorción monetaria se colocaron letras ajustables.

El cambio de autoridades políticas, ocurrido en julio de 1989, permitió un nuevo intento para estabilizar la economía. Se estableció un nuevo tipo de cambio fijo en un nivel igual al que tenía el mercado paralelo. También se estableció un fuerte aumento de precios y tarifas del sector público. Se refinanció además una buena parte de la deuda pública interna, lo que afectó la confianza en la misma. Se estableció un impuesto del 4% sobre las tenencias de activos financieros. En el campo de las reformas estructurales, el Poder Ejecutivo envió al Parlamento los proyectos de ley de emergencia económica y de reforma del Estado, los que fueron aprobados.

La demanda de dinero aumentó a partir de agosto. Sin embargo, la economía comenzó después a mostrar signos de dificultades. El tipo de cambio paralelo se alejó del tipo de cambio oficial, aun cuando las tasas reales de interés subieron entre septiembre y noviembre de 1989. Para noviembre la brecha cambiaria superaba el 50%. El 18 de diciembre de 1989 se anunció un nuevo plan liberándose el tipo de cambio, precios y salarios. Dado la incredibilidad del plan por la ausencia de medidas fiscales suficientes, para fines de año la economía se acercaba a una nueva situación de hiperinflación a pesar de las medidas de absorción monetaria. En los primeros días de 1990 se aplicó el llamado Plan
BONEX para eliminar el déficit cuasi-fiscal del BCRA: se canjeó la deuda remunerada del BCRA, de corto plazo, por Bonos Externos 1989 a diez años de plazo. Se eliminaron, solamente por algunos meses, los depósitos a plazo fijo y se devolvieron en BONEX 1989 los depósitos por encima de 1 000 000 de australes (aproximadamente, 500 dólares). El sistema financiero se quedó transitoriamente sin una parte importante de la materia prima de su operatoria normal y debió enfrentar un ajuste de sus actividades para continuar subsistiendo (González y Sorensen, op. cit. pág. 17/18).
CUADRO 1-1. Producto e inversión bruta interna

<table>
<thead>
<tr>
<th>Año</th>
<th>Producto bruto interno (en australes de 1970)</th>
<th>Inversión bruta interna fija (en australes de 1970)</th>
<th>Inversión bruta/Producto bruto</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1960</td>
<td>5.746,3</td>
<td>1.161,4</td>
<td>0,202</td>
</tr>
<tr>
<td>1970</td>
<td>8.774,5</td>
<td>1.861,2</td>
<td>0,212</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>11.291,9</td>
<td>2.575,6</td>
<td>0,228</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>10.547,1</td>
<td>2.121,8</td>
<td>0,201</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>10.026,0</td>
<td>1.538,1</td>
<td>0,153</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>10.327,9</td>
<td>1.457,0</td>
<td>0,141</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>10.601,5</td>
<td>1.326,4</td>
<td>0,125</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>10.140,5</td>
<td>1.171,8</td>
<td>0,116</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>10.706,4</td>
<td>1.276,0</td>
<td>0,119</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>10.939,0</td>
<td>1.454,2</td>
<td>0,133</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>10.642,7</td>
<td>1.223,1</td>
<td>0,115</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>10.171,3</td>
<td>887,8</td>
<td>0,087</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: HCRA. Datos estimados sujetos a revisión.
CUADRO 1-2. Evolución de los precios.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Periodo</th>
<th>Nivel general</th>
<th>Al por mayor</th>
<th>No agropecuarios</th>
<th>Al consumidor</th>
<th>Nivel general</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>Nacionales</td>
<td>Importados</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>(Variación porcentual respecto al año anterior)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>75,4</td>
<td>80,4</td>
<td>74,5</td>
<td>100,8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>109,6</td>
<td>112,2</td>
<td>157,7</td>
<td>104,5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>256,2</td>
<td>234,8</td>
<td>377,1</td>
<td>164,8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>360,9</td>
<td>358,8</td>
<td>335,7</td>
<td>343,8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>575,1</td>
<td>588,6</td>
<td>568,9</td>
<td>626,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>662,9</td>
<td>686,3</td>
<td>766,6</td>
<td>672,2</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>63,9</td>
<td>57,9</td>
<td>60,2</td>
<td>90,1</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>122,9</td>
<td>123,1</td>
<td>130,7</td>
<td>131,3</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>412,5</td>
<td>415,2</td>
<td>438,8</td>
<td>343,6</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>3,432,6</td>
<td>3,382,7</td>
<td>3,748,3</td>
<td>3,059,5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>(Variación porcentual respecto a diciembre del año anterior)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1979</td>
<td>128,9</td>
<td>135,9</td>
<td>105,7</td>
<td>139,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>57,5</td>
<td>65,4</td>
<td>59,6</td>
<td>87,6</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>180,2</td>
<td>166,6</td>
<td>237,5</td>
<td>131,3</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>311,3</td>
<td>295,9</td>
<td>497,3</td>
<td>269,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>411,5</td>
<td>426,6</td>
<td>342,2</td>
<td>433,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>625,7</td>
<td>624,4</td>
<td>661,5</td>
<td>683,6</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>363,9</td>
<td>363,9</td>
<td>405,7</td>
<td>385,4</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>57,9</td>
<td>55,8</td>
<td>53,5</td>
<td>81,5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>181,8</td>
<td>182,8</td>
<td>215,8</td>
<td>174,8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>431,6</td>
<td>420,3</td>
<td>412,8</td>
<td>387,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>5,386,4</td>
<td>5,289,1</td>
<td>5,961,0</td>
<td>4,923,6</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC)
CUADRO 1-2b. Evolución de los precios (continuación)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Periodo</th>
<th>Nivel general</th>
<th>Al por mayor</th>
<th>No agropecuarios</th>
<th>Importados</th>
<th>Nivel general</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1988</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Enero</td>
<td>12.1</td>
<td>11.3</td>
<td></td>
<td>15.0</td>
<td>9.1</td>
</tr>
<tr>
<td>Febrero</td>
<td>13.4</td>
<td>14.0</td>
<td></td>
<td>12.8</td>
<td>10.4</td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>16.3</td>
<td>17.2</td>
<td></td>
<td>15.3</td>
<td>14.7</td>
</tr>
<tr>
<td>Abril</td>
<td>16.8</td>
<td>17.5</td>
<td></td>
<td>18.1</td>
<td>17.2</td>
</tr>
<tr>
<td>Mayo</td>
<td>23.3</td>
<td>24.4</td>
<td></td>
<td>21.5</td>
<td>15.7</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>24.0</td>
<td>22.5</td>
<td></td>
<td>22.9</td>
<td>18.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Julio</td>
<td>25.0</td>
<td>24.5</td>
<td></td>
<td>20.6</td>
<td>25.6</td>
</tr>
<tr>
<td>Agosto</td>
<td>31.9</td>
<td>31.8</td>
<td></td>
<td>37.7</td>
<td>27.6</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>6.4</td>
<td>5.1</td>
<td></td>
<td>-0.3</td>
<td>11.7</td>
</tr>
<tr>
<td>Octubre</td>
<td>4.6</td>
<td>5.1</td>
<td></td>
<td>5.9</td>
<td>9.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Noviembre</td>
<td>3.9</td>
<td>4.9</td>
<td></td>
<td>5.5</td>
<td>5.7</td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>5.7</td>
<td>5.9</td>
<td></td>
<td>5.0</td>
<td>6.8</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Enero</td>
<td>6.9</td>
<td>6.4</td>
<td></td>
<td>7.3</td>
<td>8.9</td>
</tr>
<tr>
<td>Febrero</td>
<td>8.4</td>
<td>7.4</td>
<td></td>
<td>9.4</td>
<td>9.6</td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>18.9</td>
<td>16.7</td>
<td></td>
<td>26.3</td>
<td>17.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Abril</td>
<td>58.0</td>
<td>52.9</td>
<td></td>
<td>114.1</td>
<td>33.4</td>
</tr>
<tr>
<td>Mayo</td>
<td>104.5</td>
<td>99.4</td>
<td></td>
<td>131.0</td>
<td>78.5</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>133.5</td>
<td>138.8</td>
<td></td>
<td>98.8</td>
<td>114.5</td>
</tr>
<tr>
<td>Julio</td>
<td>209.1</td>
<td>236.4</td>
<td></td>
<td>165.1</td>
<td>195.6</td>
</tr>
<tr>
<td>Agosto</td>
<td>8.5</td>
<td>8.7</td>
<td></td>
<td>-1.9</td>
<td>37.9</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>2.5</td>
<td>1.7</td>
<td></td>
<td>-1.2</td>
<td>9.4</td>
</tr>
<tr>
<td>Mes</td>
<td>1990</td>
<td>(Variación porcentual respecto al mes inmediato anterior)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>----------</td>
<td>------</td>
<td>----------------------------------------------------------</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Octubre</td>
<td>1,5</td>
<td>1,2</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Noviembre</td>
<td>1,8</td>
<td>-0,1</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>48,6</td>
<td>60,7</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Enero</td>
<td>61,7</td>
<td>63,9</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Febrero</td>
<td>87,7</td>
<td>85,1</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>71,3</td>
<td>74,8</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Abril</td>
<td>7,4</td>
<td>7,6</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Mayo</td>
<td>7,9</td>
<td>8,6</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>8,3</td>
<td>8,6</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Julio</td>
<td>2,9</td>
<td>4,3</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Agosto</td>
<td>17,2</td>
<td>17,4</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>9,1</td>
<td>9,9</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Octubre</td>
<td>2,4</td>
<td>-2,7</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: (INDIC)
CUADRO I-3. Coeficientes de liquidez (en %)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fecha</th>
<th>Relación entre agregados monetarios del sector privado y el producto bruto interno</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>7,6</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>7,6</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>7,2</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>7,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>7,7</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>5,8</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>5,2</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>5,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>5,0</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>5,6</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>4,5</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>3,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>3,9</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>4,0</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>3,5</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>3,5</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>4,2</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>3,8</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>3,4</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>3,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>3,0</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>2,6</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>4,2</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>4,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>5,7</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>5,7</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>5,4</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>5,3</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>5,8</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>5,6</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>4,4</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>4,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>3,8</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>2,7</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>3,4</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>3,5</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>2,0</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>2,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1990</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Elaborado con datos del BCRA e INDEC. Datos estimados sujetos a revisión.
CUADRO 1.4. Valor real de los agregados monetarios del sector privado

<table>
<thead>
<tr>
<th>Promedio de año</th>
<th>M1</th>
<th>M3</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td>971.3</td>
<td>3201.0</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>759.6</td>
<td>2823.5</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>557.1</td>
<td>1953.9</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>420.7</td>
<td>1368.9</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>391.3</td>
<td>1200.8</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>362.2</td>
<td>1113.5</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>597.3</td>
<td>1763.6</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>664.2</td>
<td>1911.4</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>348.8</td>
<td>1531.3</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>231.5</td>
<td>983.0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

CUADRO 1-5. Deuda externa

<table>
<thead>
<tr>
<th>Año del año</th>
<th>Sector público</th>
<th>Sector privado</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1979</td>
<td>9.980</td>
<td>9.074</td>
<td>18.981</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>14.455</td>
<td>12.703</td>
<td>27.158</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>20.024</td>
<td>15.647</td>
<td>35.671</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>28.626</td>
<td>15.018</td>
<td>43.644</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>31.709</td>
<td>13.360</td>
<td>45.069</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>35.527</td>
<td>10.644</td>
<td>46.171</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>40.868</td>
<td>8.458</td>
<td>49.326</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>44.726</td>
<td>6.696</td>
<td>51.422</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>51.793</td>
<td>6.531</td>
<td>58.324</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>53.265</td>
<td>5.035</td>
<td>58.300</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>58.397</td>
<td>4.917</td>
<td>63.314</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Nota: A partir de 1983, se realizó un nuevo relevamiento de deuda sobre la base de las nuevas declaraciones efectuadas por los deudores.

Fuente: BCRA
CUADRO I-6. Balance de pagos

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Cuenta corriente</td>
<td>-4.714</td>
<td>-2.238</td>
<td>-2.461</td>
<td>-2.391</td>
<td>-0.953</td>
</tr>
<tr>
<td>- Servicios reales</td>
<td>-705</td>
<td>43</td>
<td>-400</td>
<td>-205</td>
<td>-231</td>
</tr>
<tr>
<td>- Serv. financieros</td>
<td>-3.703</td>
<td>-4.719</td>
<td>-5.408</td>
<td>-5.712</td>
<td>-5.304</td>
</tr>
<tr>
<td>- Transferencias</td>
<td>-22</td>
<td>31</td>
<td>16</td>
<td>3</td>
<td>—</td>
</tr>
<tr>
<td>Cuenta capital</td>
<td>1.155</td>
<td>-3.808</td>
<td>-111</td>
<td>647</td>
<td>397</td>
</tr>
<tr>
<td>Variación de reservas internacionales</td>
<td>-3.559</td>
<td>-6.166</td>
<td>-2.572</td>
<td>-1.744</td>
<td>556</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Cuenta corriente</td>
<td>-2.859</td>
<td>-4.238</td>
<td>-1.572</td>
<td>-1.291</td>
<td>1.500</td>
</tr>
<tr>
<td>- Mercancías</td>
<td>2.128</td>
<td>540</td>
<td>3.810</td>
<td>5.374</td>
<td>8.000</td>
</tr>
<tr>
<td>- Servicios reales</td>
<td>-573</td>
<td>-285</td>
<td>-255</td>
<td>-251</td>
<td>-300</td>
</tr>
<tr>
<td>- Transferencias</td>
<td>2</td>
<td>8</td>
<td>—</td>
<td>8</td>
<td>—</td>
</tr>
<tr>
<td>Cuenta capital</td>
<td>-784</td>
<td>138</td>
<td>191</td>
<td>5.567</td>
<td>—</td>
</tr>
<tr>
<td>Variación de reservas internacionales</td>
<td>-2.075</td>
<td>-4.100</td>
<td>-1.381</td>
<td>6.858</td>
<td>—</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Año</th>
<th>Millones de dólares</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1981</td>
<td>927</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>257</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>183</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>269</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>919</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>574</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>-19</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>1147</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>1028</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA.
Adecuación de la estructura institucional del sistema financiero
Situación a principio y final de la década

*Sistema financiero institucionalizado*

Una profunda liberalización del sistema bancario y de otros intermediarios financieros se llevó a cabo a mediados de 1977 por lo que resulta interesante remontarse, a ese momento para hacer una reseña de la evolución del sistema bancario, sin perjuicio de proporcionar algunas estadísticas que muestran la evolución de la década.

El Cuadro II-1 denota que al 31 de mayo de 1977 existían en el sistema financiero 725 entidades, el 58% de las cuales eran cajas de crédito, que son pequeños intermediarios financieros. La cantidad de bancos alcanzaba 110, lo que se seguían en importancia numérica las compañías financieras y las sociedades de crédito para consumo, que desaparecieron posteriormente como consecuencia de las modificaciones legales. El cuadro citado muestra que para fines de 1989 habían desaparecido virtualmente las cajas de crédito (quedaban solamente 20), y los bancos comerciales constituían el tipo de entidad financiera predominantemente (72% del total de entidades financieras, mientras que en 1977 eran el 15% de las entidades financieras). Estas cifras no deben interpretarse como indicadoras de la importancia económica de los distintos tipos de entidad, ya que siempre los bancos constituyeron la principal entidad financiera, medida por la magnitud
de los depósitos y de los préstamos, como se puede observar en el Cuadro II-9. El Cuadro II-1 muestra que se registraron 741 bajas y 252 altas entre 1977 y 1989, por lo que a fines de 1989 el número de entidades financieras era de 236. La principal explicación de las bajas, según muestra el Cuadro II-2, está dada por las fusiones y transformaciones en bancos comerciales. La segunda causa de tales bajas está dada por la revocación de la autorización para operar y consecuente liquidación, que en el período 1977-1989 fueron del orden de 205 entidades; esta causal de baja se constituyó en un serio problema para el BCRA, que tuvo que enfrentar una tarea llena de dificultades administrativas y también de tipo legal. La tercera razón de las bajas fueron las transformaciones individuales, en las cuales predominaron las transformaciones en bancos, en primer lugar, y las transformaciones en compañías financieras, en segundo lugar. Por último, dentro de los motivos de bajas importantes cuantitativamente, debe señalarse las absorciones, entre las que predominaron las efectuadas por bancos comerciales. En lo que respecta a la causa de las altas, en su mayoría fueron transformaciones individuales en primer lugar, en segundo lugar la autorización de nuevas entidades y en tercer lugar las fusiones y transformaciones.

El Cuadro II-3 muestra la evolución del número de entidades financieras durante la década de los años 80 y primeros meses de 1990. A fines de 1980 había 469 entidades financieras mientras que cifras recientes denotan (agosto de 1990) la existencia de 225 entidades financieras. La cantidad de bancos públicos ha mostrado una variación mínima. A principios de la década había 179 bancos privados y diez años después esta cifra se había reducido a 138. Por su parte, las entidades no bancarias reflejan una caída muy significativa: las 255 entidades de principios de la década se han reducido a la quinta parte diez años después.

La reducción de la cantidad de entidades financieras no significó un descenso de la cantidad de sucursales de las mismas. Por el contrario, éstas aumentaron alrededor de un 10% como se puede observar en el Cuadro II-7. Es interesante señalar que la reducción de la cantidad de entidades financieras no ha significado tampoco en una caída importante en la cantidad del personal ocupado. Entre fines de 1980 y fines de 1989 el personal del sistema financiero se redujo en un 5%. En los seis primeros meses de 1990 disminuyó en un 4% adicional y mostró un cambio significativo en la velocidad del ajuste frente a la crisis (ver Cuadro II-4).

En lo que respecta a la evolución del capital y reservas de las entidades financieras, en la década de los años 80 se duplicó de acuerdo con los datos
contables que publica el BCRA (ver Cuadro II-5). Cabe aclarar que el aumento que registra el capital a fines de 1984 podría deberse al efecto de las normas que emitió el BCRA en materia de ajuste por inflación, en tanto que la caída que se observa en 1985 podría deberse, al menos en parte, al alto número de entidades liquidadas ese año. Por otra parte, la relación entre pasivos de los bancos privados y del total de bancos respecto a su capital y reservas se expresa en el Cuadro II-6. A través de la década esta relación ha venido cayendo y en la actualidad, llega a valores insustancialmente bajos. Las normas vigentes del BCRA en materia de liquidez y solvencia establecen una relación máxima de depósitos y otras obligaciones respecto al capital de 15 veces, mientras que normas anteriores fijaban valores máximos de 20 y 25 veces. Las cifras del Cuadro II-6 no son estrictamente comparables a las normas mencionadas porque éstas incluyen, entre las obligaciones, a las garantías que otorgan los bancos mientras que el Cuadro II-6 se refiere exclusivamente a datos del balance de los bancos.

**Principales reformas institucionales y de regulación**

**Reformas institucionales**

- *Carta orgánica del Banco Central de la República Argentina*

La Ley 20539, que data de septiembre de 1973, rige al BCRA. Esta carta orgánica se reformó en distintas oportunidades por varias leyes. El propósito de estas reformas fue el siguiente: la Ley 21364 formuló la redacción actual del artículo 4o, que establece que "La actuación del Banco se ajustará a las directivas generales en materia de política económica, monetaria, cambiaria y financiera que el Gobierno nacional dicte por intermedio del Ministerio de Economía", es decir, este artículo coloca al BCRA en las antípodas del proyecto de nueva carta orgánica del BCRA preparado por el Poder Ejecutivo que preconiza la independencia del Banco Central frente al Ministerio de Economía. Esta Ley 21364 modificó otros aspectos de la Carta orgánica que no son importantes en relación al tema de este trabajo. La Ley 21547 tuvo por propósito armonizar la Carta orgánica con las modificaciones introducidas al régimen de captación de depósitos que devolvió a las entidades financieras la facultad de recibir depósitos por cuenta propia. La Ley 21571 tuvo por propósito agilizar la
operación del BCRA con las entidades financieras ya que elimina la exigencia de caución de títulos públicos u otros valores para ciertas operaciones de crédito. Se introdujeron otras reformas en la Carta orgánica que no son importantes para los propósitos de este trabajo.

- **Entidades financieras**

La Ley 21526 rige las entidades financieras y data de febrero de 1977. Se modificó en distintas oportunidades por diversas leyes.

a) La Ley 22051 cambió el régimen de garantía de depósitos. El breve artículo 56 de la Ley 21526 fue remplazado por un extenso artículo que caracterizó al régimen de garantía de depósitos del siguiente modo: a) un régimen de carácter voluntario al que podían adherirse o no las entidades financieras; b) un régimen oneroso por el cual las entidades financieras adheridas deben efectuar un aporte que el BCRA ha fijado en el tres por diez mil mensual de los depósitos sujetos a efectivo mínimo; c) de garantía total hasta el monto que determine el Banco Central y de garantía parcial para los montos superiores; d) un régimen que administra el BCRA sin participación de las entidades financieras; e) un régimen que no constituye un instituto separado del BCRA sino que es una función del BCRA; f) amplias facultades de reglamentación para el BCRA. Estas facultades discrecionales han quedado reflejadas en decisiones del BCRA sobre la magnitud real de los montos asegurados de los depósitos, que ha variado de un modo notable. (2)

Debido a las medidas que se tomaron en materia de liquidaciones e intervenciones, se puede hacer la hipótesis que esta variabilidad de los montos asegurados no habría tenido un efecto muy importante en las decisiones del público sobre colocación de sus excedentes financieros. En efecto, durante varios años la mayor parte de las liquidaciones fueron precedidas de periodos de intervención durante los cuales el público podía retirar sus depósitos sin quitas, por lo que se podría sostener la hipótesis de que los depositantes creían contar con una garantía más amplia. Si esto es así, se podría pensar que los depositantes no necesitaban seleccionar adecuadamente las entidades a las que llevaban sus depósitos, de modo que se incurrió en un riesgo moral.

Por otra parte, la adhesión optativa de las entidades financieras al régimen de garantía de los depósitos ha traído una suerte de "selección adversa": se han adherido las entidades de capitales privados locales, entre las cuales hay una
mayor proporción de entidades económicamente débiles, mientras que los bancos extranjeros, seguramente con mayor fuerza económica, en general no lo han hecho.

En lo que respecta a los aportes fijados por el BCRA, que no son bajos en términos de una comparación internacional, y que representan una pequeña proporción de los costos de las liquidaciones, el BCRA se ha visto obligado a hacer frente a una alta proporción de los costos.

Este régimen de garantía de depósitos ha sido criticado como un importante factor causal de las pérdidas que afrontó el BCRA por la liquidación de bancos y otras entidades financieras, las que se han estimado para la década de los años ochenta en alrededor de diez mil millones de dólares. (30) Otro factor que se ha señalado como explicatorio del nivel de pérdidas del BCRA ha sido la ausencia de una adecuada supervisión de las entidades financieras que pudiese prevenir las quiebras bancarias, que al menos en parte se debe a la falta de independencia en materia laboral y salarial que ha afectado el BCRA.

b) La Ley 22.267 data de agosto de 1980 y ratifica diversas medidas del BCRA que se tomaron durante la crisis bancaria de 1980, cuando intervinieron varias entidades financieras sin que la figura de la intervención estuviese expresamente prevista en la legislación.

c) La Ley 22.529 de enero de 1982 derogó el artículo 34 de la ley 21.526, referido a la regularización y saneamiento de las entidades financieras. El artículo 34 fue remplazado por un extenso articulado que fijó normas para la regularización de las entidades financieras y su consolidación, al tiempo que dictó normas para las intervenciones cautelares de las mismas. Además, estableció nuevas normas para la liquidación de las entidades financieras. Esta Ley 22.529 representa la más importante que se emitió en la década de los años ochenta en materia de entidades financieras y recoge la experiencia de la crisis bancaria de 1980.

Regulación del sistema financiero

- Funciones y facultades legales del BCRA.

La Carta orgánica del BCRA (Ley No. 20.539 y sus modificatorias) determina las atribuciones de la institución para regular el sistema financiero institucional. También la Ley de Entidades Financieras (Ley 21.526 y sus modificatorias) determina las atribuciones del BCRA para regular a las entidades financieras.
En lo que respecta a la Carta orgánica del BCRA, se han presentado al Congreso varios proyectos para modificarla, incluyendo un proyecto del Poder Ejecutivo. La reseña en este trabajo se referirá al texto legal vigente a principios de 1991.

En general, la presente Carta orgánica ha sido objeto de críticas por la discrecionalidad que otorga al BCRA en diversos temas y la ausencia de independencia en materia de política económica. El artículo 4 establece, como ya se comentó antes, la dependencia del BCRA respecto del Ministerio de Economía en materia de política económica. Por lo tanto, las atribuciones del gobierno del BCRA, que está a cargo de un directorio compuesto por un presidente, un vicepresidente y ocho directores (art. 6), son limitadas. El presidente es la primera autoridad ejecutiva del Banco (art. 10).

Entre las facultades del directorio, enumeradas en el art. 14, son de interés mencionar: "Determinar los montos, las tasas y demás condiciones de los redescuentos, adelantos y otros créditos que acuerde y de las obligaciones que emita" (inc. h); "Autorizar la apertura de nuevas entidades financieras y de filiales, y los proyectos de fusión de entidades financieras" (inc. i); "Considerar las transferencias accionariales que alteren la estructura de los grupos de accionistas de las entidades financieras" (inc. k); "Aprobar los planes de regularización y saneamiento de las entidades financieras que tengan afectada la solvencia o liquidez" (inc. l); "Establecer las tasas de interés y comisiones que las entidades financieras aplicarán a los préstamos y depósitos y las comisiones por servicios" (inc. m). Sobre este último inciso es oportuno aclarar que se ha entendido como una facultad del directorio del BCRA y no una obligación, la fijación de lastas de interés; así, dentro del marco de esta Ley han regido, como se comentará más adelante, periodos de tasas de interés reguladas, periodos de tasas de interés no reguladas y periodos mixtos, con operaciones reguladas y operaciones no reguladas. También es importante citar el inciso n) que otorga al directorio la facultad de "Revocar la autorización para funcionar a las entidades financieras cuando así corresponda". Como ya se vio antes, durante los años 1977-1989, esta facultad fue utilizada para liquidar 205 entidades (Cuadro II-2).

El art. 17 determina las operaciones que el BCRA puede realizar y que son:
a) emisión de billetes y monedas; b) redescuentos a las entidades financieras de documentos provenientes de sus operaciones de crédito; c) otorgar adelantos a las entidades financieras con caución de títulos públicos u otros valores o con garantía o afectación especial o general sobre activos determinados; d) otorgar otros préstamos a las entidades financieras, que podrán por excepción ser sin garantía, pero ponderando la solvencia patrimonial de la entidad y adoptando las
medidas tendientes a asegurar la debida aplicación de los recursos asignados. El art. 18 establece que BCRA podrá: 1) comprar y vender oro y divisas, 2) obtener créditos del exterior, 3) acordar adelantos con garantía de oro, 4) emitir títulos o bonos, así como certificados de participación en los valores públicos que posea y 5) comprar y vender en el mercado de valores públicos con fines de regulación monetaria. El BCRA podrá invertir en estas operaciones de valores públicos hasta el 15% del monto en circulación de los valores públicos con negociación corriente en el mercado, pero tal límite podrá ampliarse mediante la acotación de reservas especiales o bien, en caso de emergencia, con el voto unánime de los miembros del directorio.

El art. 19 establece que el BCRA no puede, entre otras normas: 1) conceder préstamos al Gobierno nacional, sin perjuicio de las operaciones autorizadas por los artículos 18, ya visto, y por los artículos 29 y 51. En la práctica, estos límites han sido muy amplios, de modo que siempre ha existido la posibilidad, usualmente concretada, de un muy amplio financiamiento del BCRA al Gobierno nacional; 2) conceder préstamos a las provincias, municipalidades o reparticiones autárquicas dependientes de ellas; 3) garantizar o endosar letras u otras obligaciones del gobierno nacional, de las provincias, municipalidades, reparticiones autárquicas o instituciones similares.

El BCRA tiene el monopolio exclusivo de la emisión de billetes y monedas de la Nación argentina (art 20). Por su parte, el art. 24, transitoriamente suspendido desde hace décadas, obliga al Banco a asumir el sistema del patrón oro, mejor dicho, una de sus versiones, cuando establece: "El banco mantendrá en todo momento una reserva de oro y divisas y otros activos externos considerados como tales... equivalente al 25%, como mínimo, de sus billetes en circulación y obligaciones a la vista". Es interesante señalar el retorno a los criterios del artículo 24: La Ley 23928 de convertibilidad del austral, de marzo de 1991, establece el respaldo del 100%.

El art. 29, ya citado, establece que el banco podrá hacer adelantos transitorios al gobierno nacional hasta una cantidad que no exceda del 30% de los recursos en efectivo que éste haya obtenido en los doce últimos meses, estos adelantos deben reembolsarse dentro de los doce meses de efectuados. Por su parte, el art. 51 establece que el Banco podrá tener en su cartera valores públicos, cuyo monto no exceda del 35% del total de los depósitos recibidos por los bancos.

Los anteriores artículos de la Carta orgánica del BCRA están entre aquéllos que más importancia tienen desde el punto de vista del funcionamiento del sistema monetario y del sistema financiero.
- Ley de entidades financieras

Esta Ley comprende expresamente las siguientes clases de entidades (art. 2): a) bancos comerciales; b) bancos de inversión; c) bancos hipotecarios; d) compañías financieras; e) sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles; f) cajas de crédito. Esta enumeración no es excluyente de otras clases de entidades que queden comprendidas en esta Ley por realizar intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros. Además, el art 3 establece que las disposiciones de la Ley podrán aplicarse a personas y entidades, públicas y privadas, no comprendidas expresamente en ella, cuando a juicio del BCRA el volumen de sus operaciones y razones de política monetaria y crediticia, lo recomiende. El art. 4 establece que BCRA tiene a su cargo la aplicación de la Ley y dicta las correspondientes normas reglamentarias y ejerce la fiscalización de las entidades en ella comprendidas.

El capítulo III de la Ley, que incluye los artículos 7 al 18, se refiere a la autorización y condiciones para funcionar de las entidades financieras. Las entidades comprendidas en la Ley no pueden funcionar sin previa autorización del BCRA. Esta autorización evaluará la conveniencia de la iniciativa, las características del proyecto, la situación del mercado y los antecedentes, responsabilidad y experiencia de los solicitantes de la autorización.

La forma usual de constitución de una entidad financiera es la sociedad anónima, las excepciones son: las entidades públicas se establecerán en la forma que determinen sus cartas orgánicas; las sucursales de entidades extranjeras, deben tener en el país una representación con poderes suficientes de acuerdo con la legislación argentina; los bancos comerciales, que además de la forma ya mencionada de sociedad anónima pueden adoptar la forma cooperativa y las cajas de crédito que también se pueden constituir como cooperativas o asociaciones civiles.

El art. 11 determina que una entidad financiera es local de capital extranjero cuando personas físicas o jurídicas con domicilio fuera del país sean propietarias de más del 30% del capital o cuenten directa o indirectamente con la cantidad de votos necesarios para prevalecer en las asambleas de accionistas. El Cuadro II-8 muestra la participación de los bancos locales de capital extranjero y de las sucursales de bancos extranjeros en el total de préstamos y depósitos a fin de cada año. Como se observa, esta participación ha descendido significativamente.
en 1990, como resultado de la caída de los depósitos a plazo que causara el Plan BONEX.

El art. 15 determina que la autorización para funcionar podrá revocarse cuando en las entidades se hayan producido cambios fundamentales en las condiciones básicas que se tuvieron en cuenta para acordarla. Por su parte, el art. 16 determina que la apertura de filiales en el territorio nacional por las entidades financieras nacionales, queda sujeta a la autorización previa del BCRA. Para las entidades extranjeras, se requiere, además de los requisitos generales, cumplir con las exigencias de reciprocidad y fortalecimiento de las relaciones financieras y comerciales entre el país y el país de origen de la entidad. Según el art. 17, la apertura de filiales o representaciones en el exterior, debe contar con la autorización del BCRA.

La ley es ampliamente permissiva en cuanto a las operaciones que pueden llevar a cabo los bancos comerciales; según el art. 21 "los bancos comerciales podrán realizar todas las operaciones activas, pasivas y de servicios que no les sean prohibidas por la presente Ley o por las normas que con seno objetivo dicte el BCRA en ejercicio de sus funciones." En cambio, para los bancos de inversión, los bancos hipotecarios, las compañías financieras, las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y las cajas de crédito, la Ley establece y enumera las operaciones que pueden llevar a cabo.

Las entidades financieras, en general, no pueden (art. 28) explotar por cuenta propia empresas comerciales, industriales, agropecuarias, o de otra clase; constituir gravámenes sobre sus bienes sin previa autorización del BCRA; aceptar en garantía sus propias acciones; operar con sus directivos o empresas vinculadas a ellos en condiciones más favorables que las acordadas de ordinario a su clientela y emitir giros o efectuar transferencias entre distintas localidades, con excepción de los bancos comerciales.

Los artículos 30 a 33 establecen las regulaciones de liquidez y solvencia a las que estarán sujetas las entidades financieras. De acuerdo con estos artículos el BCRA puede normar un amplio espectro de temas, sin que exista en la ley limitaciones a la acción del Banco Central. La Ley refleja así la opinión prevaleciente en su momento de que la autoridad regulatoria podía moverse dentro de un margen de discrecionalidad, sin estar sujeta a reglas de política estrictas. De acuerdo con sus facultades legales, el BCRA puede establecer normas sobre los siguientes aspectos:
- límites a la expansión del crédito, tanto en forma global como para los distintos tipos de préstamos y de otras operaciones de inversión;
- otorgamiento de fianzas, avales, aceptaciones y cualquier tipo de garantía;
- plazos, tasas de interés, comisiones y cargos de cualquier naturaleza;
- inmovilización de activos;
- relaciones técnicas a mantener entre recursos propios y distintas clases de activos, los depósitos y todo tipo de obligaciones e intermediaciones directas o indirectas; de las diversas partidas de activos y pasivos y para graduar los créditos, garantías e inversiones;
- las reservas de efectivo que se establezcan con relación a depósitos y a otras obligaciones y pasivos financieros;
- los capitales mínimos que observarán las entidades financieras, debiendo destinarse a sus reservas, la proporción de sus utilidades que establezca el BCRA, la que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 20 por ciento.

Es interesante destacar los artículos 39 y 40, sobre la confidencialidad de las entidades financieras. El artículo 39 establece que las entidades comprendidas en la Ley no podrán revelar las operaciones que realicen, ni las informaciones que reciban de sus clientes. Las excepciones a esta norma son los informes que requieran los jueces, el mismo BCRA, los organismos recaudadores de impuestos, las entidades entre sí, conforme a las normas que se dicten. El personal de las entidades debe guardar absoluta reserva sobre las informaciones que lleguen a su conocimiento. Por su parte, el art 40 establece que las informaciones que el BCRA reciba en el ejercicio de sus funciones, tiene carácter estrictamente confidencial; el personal del BCRA debe guardar absoluta reserva sobre los informes que son de su conocimiento. "Las informaciones que publique el BCRA sobre las entidades comprendidas en esta Ley sólo mostrarán los totales de los diferentes rubros, que como máximo podrán contener la discriminación del balance general y cuenta de resultados mencionados en el artículo 36". (Este artículo citado en último término establece que el balance de las entidades financieras se ajustará a las normas que el BCRA dicte al respecto).

Un tema normativo que es de interés tratar está dado por lo que puede denominarse la transparencia de las operaciones del sistema financiero. A través del artículo 40 de la Ley de Entidades Financieras, el Banco Central da a conocer con carácter mensual, un cuadro denominado "Estados de las Entidades Financieras" que presenta un balance general sintético de cada entidad financiera con el siguiente formato (2):
DEBE:

*En moneda nacional*
- Disponibilidades
- Títulos públicos
- Préstamos
- Otros créditos
- Bienes de uso y bienes diversos

*En moneda extranjera*
- Disponibilidades
- Títulos públicos
- Préstamos y otros créditos

*Otras cuentas*
- Total del Debe y del Haber

HABER:

*En moneda nacional*
- Depósitos
- Otras obligaciones

*En moneda extranjera*
- Depósitos
- Otras obligaciones

*Otras cuentas*

**Capital y reservas**

El análisis que se puede hacer con los datos precedentes, por parte de los inversionistas, es necesariamente limitado, dada la escasa información publicada. Parece razonable sostener que se deberían publicar datos del Cuadro de resultados o de ganancias y pérdidas y el cumplimiento por cada entidad financiera de las distintas normas prudenciales fijadas por el BCRA.

- **Mercado de valores**

La oferta pública de valores, La Comisión Nacional de Valores.

La Ley 17811 regula la oferta pública de valores y establece la Comisión Nacional de Valores (CNV) y reglamenta sus atribuciones y funciones. La CNV, que depende del Ministerio de Economía, tiene entre otras las siguientes funciones (art. 6):

- autorizar la oferta pública de títulos valores;
...asesorar al Poder Ejecutivo sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las bolsas de comercio, cuyos estatutos proveyan la cotización de títulos valores, y los mercados de valores;

• aprobar los reglamentos de las bolsas de comercio relacionados con la oferta pública de títulos valores y los de los mercados de valores.

• fiscalizar el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias correspondientes a la ley de oferta pública;

• solicitar al Poder Ejecutivo el retiro de la autorización para funcionar, acordada a las bolsas de comercio y mercados de valores, cuando no cumplan las funciones que tienen asignadas.

El artículo 7 da facultades a la CNV para dictar las normas que deben cumplir las personas físicas o jurídicas que intervengan en la oferta pública de títulos valores y puede requerir informes, realizar investigaciones e inspecciones y también iniciar acciones judiciales.

Es interesante señalar que de acuerdo con el artículo 11 de la ley, cuando la CNV verifica que un agente de bolsa transgrede disposiciones legales o reglamentarias, debe ponerlo en conocimiento del respectivo mercado de valores, a quien compete aplicar las medidas disciplinarias correspondientes.

El capítulo II de esta Ley trata de la oferta pública de títulos valores. Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, que efectúan los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocaciones de afiches, letreros y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión (art. 16). Pueden ser objeto de oferta pública únicamente los títulos valores emitidos en masa, que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo (art. 17).

La CNV está sujeta a plazos breves para expedirse sobre las soluciones de autorización de oferta pública. La resolución denegatoria es recurrible ante la Justicia de segunda instancia (art. 19). Es importante destacar que la denegatoria no puede fundarse en razones de oportunidad o conveniencia, es decir, la CNV no tiene la facultad de apreciar la oportunidad o conveniencia de la emisión. El art. 20 otorga al BCRA una facultad excepcional: "en ejercicio de sus funciones de regulador de la moneda y del crédito, puede limitar, con carácter general y temporal, la oferta pública de nuevas emisiones de títulos valores."
Esta facultad podrá ejercerla indistintamente respecto a los títulos públicos o privados”. El fundamento técnico de esta facultad es débil ya que los bancos centrales pueden regular la moneda, el crédito y también, vía tasas de interés, afectar la emisión de acciones a través del control de la base monetaria, sin necesidad de apelar a los controles del art. 20. La norma dice que la resolución del BCRA debe ser comunicada a la CNV, para que suspenda la autorización de nuevas ofertas públicas y a las bolsas de comercio para que suspendan la autorización de nuevas cotizaciones. En la práctica, la facultad del art. 20 no se ha aplicado ya que la escasa emisión de títulos privados, no llega a plantear la hipotética necesidad de su limitación.

El capítulo III de la Ley trata de las bolsas o mercado de comercio en general, mientras que el capítulo IV trata específicamente de las bolsas de comercio que tienen autorización para cotizar títulos, valores y mercados de valores. Las bolsas de comercio, cuyos estatutos provean la cotización de títulos valores, y los mercados de valores, que deseen constituirse en el futuro, deben requerir autorización al Poder Ejecutivo por intermedio de la CNV para desarrollar las funciones que esta ley asigna a esas entidades (art. 28). Para que una bolsa de comercio pueda autorizar la cotización de un título valor privado, es requisito previo que este tenga autorización de la CNV para ser ofrecido públicamente (art. 32). Los mercados de valores deben constituirse como sociedades anónimas con acciones nominativas endosables o no (art. 35). Los mercados de valores sólo pueden permitir la negociación de títulos valores cuya cotización hubiese sido autorizada por la bolsa de comercio que integren y las que deban realizarse por orden judicial.

El capítulo V de la Ley regula la actividad de los agentes de bolsa. Para ser agente de bolsa se debe ser accionista del mercado de valores correspondiente y haber constituido una garantía a la orden del mismo, así como cumplir algunos otros requisitos. Varios artículos de la ley (44, 45, 47 y 48) contienen diversas facultades de los mercados de valores respecto del ejercicio de la actividad de los agentes de bolsa.

Un comentario general que debe hacerse, al comparar esta Ley sobre las bolsas de la CNV, con la Carta Orgánica del BCRA y la Ley de Entidades Financieras, es que la Ley 17811 otorga limitadas facultades a la CNV sobre bolsas y mercados de valores, mientras que el BCRA se lo han otorgado muy amplias facultades para regular el sistema financiero. Parecería que el legislador ha considerado que el sistema financiero (bancos y otros intermediarios financieros no bancarios) y el mercado de valores son básicamente diferentes, cuando en realidad ambos tipos de instituciones tienen en común acercar la
oferta y la demanda de fondos. Si bien se diferencian en otros aspectos (el sistema financiero administra el sistema de pagos de la economía e intermedia entre la oferta y demanda de fondos emitiendo sus propios pasivos), cabe preguntarse si esas diferenciaciones justifican tan amplia diversidad en las facultades otorgadas a los respectivos organismos de superintendencia.

Las Normas de la CNV están ordenadas en un texto que data de marzo de 1987. Comprenden un conjunto de normas que reglamentan temas, tales como la oferta pública de acciones y obligaciones, el régimen contable e informativo que deben cumplir las sociedades, dividendos y retribuciones al Directorio y Consejo de Vigilancia de las sociedades, fusión de sociedades, asamblea de accionistas, mercado bursátil y agentes del mercado abierto.

La ley de sociedades

La ley de sociedades del año 1972 lleva el número 19550 y regula las distintas formas de sociedad, entre ellas, la sociedad anónima. En relación a esta sociedad, legisla sobre su naturaleza y constitución, la suscripción del capital, los distintos tipos de acciones, los bonos que pueden emitir las sociedades y también sobre su gobierno, vigilancia y fiscalización.

De la amplia temática de esta ley, en esta sección nos referimos brevemente a algunas disposiciones sobre las acciones, que es una de las fuentes de financiación de las sociedades. Dejamos de lado aquí el tema de los bonos, por estar considerado más adelante en la sección sobre obligaciones negociables.

El art. 186 establece que el capital debe suscribirse totalmente al tiempo de la celebración del contrato constitutivo. El art. 194 otorga al titular de acciones ordinarias el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones, en proporción a las que posea. Las acciones serán siempre de igual valor, expresado en moneda nacional (art. 207). Cada acción ordinaria da derecho a un voto y el estatuto de la sociedad puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria, pero no pueden tener preferencias patrimoniales (art. 216). La sociedad puede emitir acciones preferidas (art. 217) que pueden tener preferencia en los dividendos o en la distribución de los bienes de la sociedad (Villegas (18)). La ley 22903 que modificó la ley 19550, admitió las acciones escriturales que son anotaciones llevadas en registros especiales de la sociedad emisora, la Caja de Valores o bancos (18).

Las acciones emitidas a partir de mayo de 1986 debían ser amininativas no endosables (Ley 23299); sin embargo, la Ley de Emergencia Económica de
1989 ha permitido que las empresas puedan emitir acciones al portador. Con ello se elimina una suerte de discriminación a favor de los títulos públicos, que se pueden emitir al portador.

El art. 245 consagra el derecho de recesso que permite a los accionistas disconformes, en ciertos casos, a desvincularse de la sociedad y recibir el valor de libro de sus acciones, correspondiente al balance más cercano, ajustándose el valor a la fecha de pago. Villegas (18) examina diez situaciones que dan lugar al recesso; una de ellas es el retiro voluntario de la sociedad de la Bolsa en la que se haya inscrito.

Otros artículos consagran diversos derechos de los accionistas a estar informados sobre las sociedades. La CNV también ha dictado normas sobre este tema, lo que asimismo ha hecho la Bolsa de Comercio (19).

Bolsa de comercio

Existen en la Argentina varias Bolsas de comercio, siendo la de Buenos Aires la más importante. Fue fundada en el año 1854, en la época del asentamiento del orden constitucional en el país. Está organizada como una sociedad civil sin fines de lucro. Hacia finales de la década de los ochenta, tenía más de 10 000 socios, relacionados con 27 cámaras de comercio, industria y otras actividades. El artículo 30 de la ley de oferta pública establece que las bolsas de comercio cuyos estatutos prevean la cotización de títulos valores deben: a) autorizar, suspender y cancelar la cotización de títulos valores en la forma que dispongan sus reglamentos; b) establecer los requisitos que deben cumplir para cotizar títulos valores y mientras subsista la autorización; c) controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos títulos valores se coticen; d) dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y demás documentos que deban presentarse o publicar las sociedades cuyos títulos valores tienen cotización asegurada; e) dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas y los precios corrientes.

La Bolsa mantuvo una posición crítica respecto del desarrollo del Mercado abierto (examinado más adelante), considerando que la CNV no podía dictar normas (Resolución No. 110 del 10 de Marzo de 1987) que impulsen el reconocimiento de un mercado paralelo de títulos valores. (31) El artículo 41 de la Ley de Emergencia Económica (Ley 23697 de 1989) ha clarificado la situación ya que faculta al Poder Ejecutivo a dictar las normas para afianzar el
mercado de capitales “preservando las modalidades de las operatorias propias de las bolsas y mercados de valores y las del mercado abierto, promoviendo su integración, sin afectar individualidades ni la eficacia de los deberes y responsabilidades que establece de ley 17811, mediante sistemas eficientes de comunicaciones e informática para llevar transparencia e igualdad de oportunidades de inversión a todas las plazas del país, asegurando la realidad, publicidad y registro fehaciente de las operaciones, así como el pago de los gravámenes correspondientes, dentro de los principios de equidad y proporcionalidad establecidos en nuestra Constitución Nacional”. Con este texto, la ley autoriza a reglamentar el funcionamiento de los mercados abiertos.

Mercado de valores

Es una sociedad anónima cuyo capital social está compuesto por 250 acciones nominativas, no endosables. Cada accionista podría tener una sola acción y la tenencia de una acción es necesaria para actuar como agente de Bolsa. La nueva redacción del Reglamento Interno del Mercado de Valores de Buenos Aires ha introducido varias modificaciones. Los agentes de Bolsa pueden actuar en forma individual o integrando sociedades entre agentes de Bolsa y entre éstos y terceros, pero la titularidad de las acciones de la Sociedad Anónima Mercado de Valores de Buenos Aires debía corresponder a una persona física. En 1990, se regularon las “Sociedades de Bolsa” o “Casas de Bolsa”, las que pueden ser titulares de las acciones del Mercado de valores. Con respecto al límite anterior de una acción por accionista ha sido remplazado por 5 acciones. En cambio, se ha mantenido la norma que no permite compartir la propiedad de una acción del Mercado de valores (13). En junio de 1991 las sociedades de Bolsa alcanzaban aproximadamente 35, entre las que ya se habían constituido y las que estaban en vías de hacerlo.

De acuerdo con el artículo 37 de la ley de oferta pública, los mercados de valores deben dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la realidad de las operaciones que efectúen los agentes de bolsa.

Caja de valores

La Caja de valores es una sociedad creada por la ley 20643 cuyas acciones son poseídas en su casi totalidad por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado de Valores de Buenos Aires. La función de la caja es recibir
depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados que tengan oferta pública autorizada, evitando así el movimiento físico de los títulos valores. Sólo pueden ser depositantes en ella los agentes de bolsa y de mercado abierto, los mercados de valores, los bancos y compañías financieras y las sociedades depositarias de los fondos comunes de inversión. Las cuentas de depósito se subdividen en subcuentas una para cada comitente, acreditándose y debitándose en ellas las operaciones que efectúen los comitentes a través de los depositantes. La Caja de Valores registra todas las operaciones que se hagan con los valores depositados (compras, ventas, etc.) y presta servicios como acreditar dividendos, rentas y amortizaciones (4).

Mercado abierto

Para actuar en el mercado extrabursátil (mercado abierto), los intermediarios deben inscribirse en la CNV. Las personas físicas tienen la facultad de actuar en ambos mercados (abierto y de valores) simultáneamente (Resolución de la CNV 11-87). La situación es distinta para las firmas de agentes; aquellas que actúan en el Mercado de valores, deben especializarse en este mercado y no pueden actuar en el mercado extrabursátil.

La CNV ha reglamentado la actividad de los agentes del Mercado abierto. Para inscribirse ante la CNV no pueden estar incursos en diversas incompatibilidades establecidas. Deben además cumplir con los requisitos patrimoniales mínimos que ha fijado la CNV. Esta ha establecido también las normas sobre registro contable y balances que deben cumplir los agentes del Mercado.

La CNV ha reglamentado también las operaciones en títulos valores que pueden llevar a cabo los agentes (contado inmediato, contado diferido, plazo firme, operación de pase).

Es obligación de los agentes, conectarse a un sistema informático electrónico que permita poner al mismo tiempo en conocimiento de todos los agentes, las ofertas y las operaciones concertadas. Este sistema es en la actualidad operado por Mercado Abierto Electrónico S.A., abreviado usualmente “MAE”, que también efectúa el relevamiento estadístico de las transacciones y publica un boletín estadístico.

Los agentes del Mercado abierto tienen normalmente posiciones propias y ello les permite concretar de inmediato las operaciones ordenadas por sus clientes. Otra característica es que los aranceles de las comisiones que perciben
son fijados libremente, no existiendo comisiones fijas como es la norma en el Mercado de valores, según se detallan en la sección respectiva de este trabajo.

A principios de 1991 había aproximadamente 180 agentes de Mercado abierto efectuando activamente transacciones en el mercado. Es interesante señalar la creciente participación que los bancos han tenido en el volumen de operaciones. En 1984, de los 22 agentes de Mercado abierto más importante en términos de las transacciones con BONEX, 2 eran bancos. En el período octubre 1989 a septiembre 1990, de los 22 agentes principales, 19 eran bancos y uno era una compañía financiera. Las transacciones en el Mercado abierto no muestran niveles altos de concentración por agente. El más importante efectúa cerca del 5% de las transacciones del Mercado y los cinco principales efectúan el 19% de las transacciones (10).

Fondos comunes de inversión

La ley 15885 de 1961 y su decreto reglamentario 11146 de 1962 regulan los fondos comunes de inversión que desde 1973 son supervisados por la CNV (Ley 20190). Los fondos comunes de inversión están definidos en el art. 1 de esta ley, como patrimonios integrados por valores mobiliarios y dinero, pertenecientes a diversas personas a las cuales se les reconoce derechos de copropiedad indivisa, representados por certificados. Los fondos comunes de inversión no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica (art. 2 de la ley); su dirección y administración es ejercida por sociedades administradoras (“sociedad gerente” en la terminología de la ley) autorizadas por la CNV (art. 4), previendo las normas la intervención de un banco o sociedad financiera (‘depositario’ en la terminología legal).

Incumbe al depositario: a) la percepción de las suscripciones y pagos de rescates; b) vigilar el cumplimiento por la sociedad gerente de las disposiciones sobre transacciones con títulos valores c) guarda y depósito de valores y del producido de las transacciones y el pago y cobro de los beneficios devengados (art. 6 de la ley). Los titulares de las inversiones tienen el derecho a exigir en cualquier tiempo el rescate de inversión que deberá verificarse obligatoriamente dentro de un plazo de siete días (art. 20). En la práctica, el plazo usual es de tres días.

Los directivos de las sociedades gerentes tienen prohibido ser directivos de las sociedades depositarias correspondientes; con ello se mantiene una separación entre los intereses de la sociedad gerente y los de la depositaria (art. 38 de la ley).
La sociedad gerente y sus directores son responsables solidariamente de los perjuicios que ocasionen a los inversionistas por incumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias (art. 5 de la ley). La sociedad gerente puede administrar varios fondos comunes (art. 7 de la ley) debiendo mantener la independencia de ellos.

Entre otros aspectos, el reglamento de gestión debe especificar a) los planes para la inversión de los bienes del fondo común; b) las normas, plazos y procedimientos para las suscripciones y rescates; c) límites de los gastos de gestión y de las comisiones que percibirán la sociedad gerente y la entidad depositaria; d) las condiciones de liquidación y distribución de bienes entre los propietarios (art. 12 de la Ley).

En lo que hace a las relaciones económicas entre la sociedad gerente, el depositario y el fondo común de inversión, se ha establecido que éste no puede comprar acciones emitidas por la sociedad gerente ni por la sociedad depositaria (art. 9 del decreto). Por su parte, la sociedad gerente puede efectuar inversiones en el fondo que está bajo su administración (art. 2 del decreto).

Los artículos 22 y 23 de la ley establecen varias normas sobre el funcionamiento de los fondos comunes, que son en general de tipo prudencial. Así, las inversiones de los fondos comunes deben ser hechas en títulos cotizados en bolsas o mercados de valores. El 90% de las inversiones deben ser efectuadas en títulos valores correspondientes a emisoras con por lo menos tres balances anuales aprobados por la Asamblea de Accionistas. Como mínimo, el 75% debe ser invertido en títulos que cotizan en bolsas o mercados de valores del país (art. 22).

También estas normas establecen que no más del 10% del patrimonio neto o haber total del fondo puede ser invertido en títulos de un mismo emisor. El fondo no podrá ejercer más del 5% del derecho de voto de una misma emisora ni podrá constituir la cartera con acciones que representen más del 10% del valor nominal total de las emitidas por una misma sociedad (art. 23).

Las normas (art. 25) también establecen que los fondos no invertidos deben ser depositados en cuentas corrientes en bancos públicos. La CNV ha autorizado su inversión en depósitos a plazo por periodos no mayores de quince días hasta un 10% de la cartera (21).

En lo que respecta a información pública, los fondos comunes de inversión deben informar diariamente el valor de la cartera, trimestralmente el balance de resultados, el estado patrimonial del fondo y la nómina de los valores y otros bienes (art. 33).
Fondos de pensión o previsión (27)

La resolución 19106 de la Superintendencia de Seguros, de marzo de 1987, autorizó los fondos privados de pensión ("seguro de retiro" en la terminología legal). El seguro de retiro está definido (art. 1) como toda cobertura que prevea en caso de sobrevivencia, el pago periódico de una renta vitalicia o el pago del capital asegurado liquidado, en forma de rentas vitalicias. Las entidades que operan en seguros de retiro solamente pueden actuar adicionalmente, y con carácter complementario, en seguros de vida (art. 2). La mención de la expresión "Seguro de Retiro" en el nombre de la sociedad aseguradora es obligatoria (art. 8).

Los fondos de pensión deben observar requisitos de capitales mínimos (art. 9); en caso de déficit de capital mínimo, el plazo para regularizar la situación es de 60 días (art. 10). Por otra parte, deben mantener una relación de inversiones e inmuebles (excluyendo los de uso propio) a pasivo igual o superior a la unidad (art. 12). Además, deben retribuir una tasa mínima de interés capitalizable a los aportantes, de acuerdo con el rendimiento de un conjunto testigo de inversiones cuyos componentes son fijados por la Superintendencia (art. 13).

Los fondos de pensión gozan de cierta independencia sobre las inversiones que pueden efectuar con los aportes de los adherentes dada la flexibilidad de la ley 20091 aplicable en esta materia; debe señalarse, sin embargo, la limitación existente del 50% para las inversiones en activos fijos e hipotecas (art. 12). En la práctica, la mayor parte de las inversiones son efectuadas en el mercado de valores y, en segundo término, en el sistema financiero. Los fondos tienen bastante iniciativa para diseñar los distintos planes de retiro que pueden ofrecer a sus adherentes, sujeta a las pautas fijadas en la resolución 19106 y en la resolución 19620 de 1988.

Para el desarrollo de los fondos privados, se necesita que el sistema oficial de aportes obligatorios que recibe importantes contribuciones, comparta con ellos el sistema de retiro. Se han presentado diversos proyectos en ese sentido.

La ley de obligaciones negociables (5)

En julio de 1988 fue promulgada la Ley 23576 de Obligaciones Negociables, que ha sido considerada una innovación importante en el mercado de capitales argentino. Hasta esa fecha, las limitaciones de la legislación existente sobre deudores y bonos nominativos convertibles, y el dispar tratamiento impositivo
de los bonos públicos y privados, habían causado una falta de emisiones de estos instrumentos de deuda.

Algunas características principales de la Ley 23576 son las siguientes:

a) Las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones negociables que a opción del obligacionista, es decir, el inversor, pueden convertirse en acciones de la sociedad emisora. El artículo 5 de la ley determina además, que el valor de conversión y su reajuste no pueden establecerse o determinarse de modo que la conversión afecte la integridad del valor nominal del capital social. Debe señalarse, sin embargo, que todas las obligaciones negociables emitidas hasta ahora han sido no convertibles.

b) Las obligaciones pueden emitirse en moneda extranjera; los correspondientes servicios de renta y amortización quedarían sujetos a las normas cambiarias. Las obligaciones pueden contener también cláusulas de reajuste del capital (art. 4).

c) El artículo 8 de la ley establece que los títulos deben ser nominativos no endosables, pudiendo los copones ser al portador. Sin embargo, el artículo permite que se emitan obligaciones al portador para su cotización en las Bolsas de comercio.

d) El artículo 26 de la ley permite que se efectúen distribución en efectivo de reservas determinando que las mismas requieren la conformidad de la asamblea de los tenedores de obligaciones convertibles y otorga derecho a la conversión anticipada.

e) El artículo 22 de la ley admite que las sociedades cotizan en la Bolsa solamente sus obligaciones negociables. En el caso de que éstas fueran convertibles en acciones, deberá inscribirse el capital antes del comienzo del período de conversión. Si no se hiciere así o la respectiva solicitud fuese denegada, los titulares de obligaciones convertibles tendrán la opción de pedir el rembolso anticipado, o la conversión y el ejercicio simultáneo del derecho de rescate.

f) El artículo 31 establece que en las condiciones de emisión de las obligaciones negociables, se puede prever que las mismas no se representen en títulos. En tal caso, se deben inscribir en cuentas llevadas a nombre de sus titulares, en un registro de obligaciones negociables escriturales por la emisora, por bancos comerciales o de inversión o por cajas de valores.

g) El artículo 36 establece que el plazo mínimo de amortización total de las obligaciones no puede ser inferior a tres años. En el caso de amortización parcial, el primer pago no podrá ser superior al 25% de la emisión ni efectuarse antes de un año de la integración de la emisión.
h) Las obligaciones emitidas hasta fines de 1990 fueron eximidas del impuesto a las ganancias (art 40).

Obligaciones negociables de las entidades financieras

La comunicación "A" 1362 de fecha 2 de marzo de 1989 del BCRA autorizó a las entidades financieras a emitir sus propias obligaciones negociables. La norma citada determinó que las obligaciones no podían ser convertibles, no podían tener garantías especiales o avales y quedaban excluidas del régimen de garantía de depósitos. El plazo de la obligación no puede ser inferior a 3 años con amortización en cuotas iguales cada 6 meses como mínimo, la primera amortización debe efectuarse no antes de un año y por un monto no superior al 25% de la emisión. Las obligaciones pueden ser emitidas en moneda nacional y con ajuste de capital por índices de precios, índices financieros, o tipo de cambio o bien en dólares estadounidenses, sin ajuste de capital. La tasa de interés será la que se determine en la emisión. Las obligaciones negociables de las entidades financieras deben incluirse en los efectos del cálculo, en la relación de depósitos y otras obligaciones/patrimonio neto. Las entidades financieras pueden comprar obligaciones negociables propias, hasta el 20% del valor de la emisión, u obligaciones emitidas por otras entidades. Los fondos obtenidos pueden dedicarse al financiamiento de inversiones en activos físicos, integración de capital de trabajo o refinanciamiento de pasivos de empresas. Otra disposición de la Comunicación del BCRA es que las obligaciones negociables no deben observar exigencias de efectivo mínimo.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Clase de entidad</th>
<th>Existentes al 31/5/77</th>
<th>Bajas</th>
<th>Altas</th>
<th>Existentes al 31/12/89</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bancos comerciales</td>
<td>116</td>
<td>91</td>
<td>152</td>
<td>171</td>
</tr>
<tr>
<td>Bancos de inversión</td>
<td>5</td>
<td>4</td>
<td>1</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>Bancos hipotecarios</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>Cajas de ahorro</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>Bancos de desarrollo</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>Compañías financieras</td>
<td>79</td>
<td>142</td>
<td>96</td>
<td>33</td>
</tr>
<tr>
<td>Sociedades de crédito para consumo</td>
<td>69</td>
<td>69</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Cajas de crédito</td>
<td>423</td>
<td>406</td>
<td>3</td>
<td>20</td>
</tr>
<tr>
<td>Sociedades de ahorro y préstamos para la vivienda u otros inmuebles</td>
<td>35</td>
<td>29</td>
<td>6</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Total</td>
<td>725</td>
<td>741</td>
<td>252</td>
<td>236</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
<table>
<thead>
<tr>
<th>Concepto</th>
<th>Número de entidades</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1. Entidades existentes al 31.5.77</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2. Bajas</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>• por revocatoria y liquidación</td>
<td>205</td>
</tr>
<tr>
<td>• por cancelación a su pedido</td>
<td>15</td>
</tr>
<tr>
<td>• por transformación individual</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-- en banco comercial</td>
<td>85</td>
</tr>
<tr>
<td>-- en compañía financiera</td>
<td>62</td>
</tr>
<tr>
<td>-- en caja de crédito</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>• por fusión y transformación</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-- en banco comercial</td>
<td>235</td>
</tr>
<tr>
<td>-- en compañía financiera</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>• por absorción</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-- por banco comercial</td>
<td>84</td>
</tr>
<tr>
<td>-- por sociedad de crédito para consumo</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>-- por compañía financiera</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>-- por caja de crédito</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>• por cambio de calificación</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>• por transferencia de activo y pasivo a banco comercial</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>• por transferencia de fondo de comercio a compañía financiera</td>
<td>21</td>
</tr>
<tr>
<td>• por transferencia de fondo de comercio a banco comercial</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>3. Altas</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>• por autorización de nueva entidad</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>• por transformación individual</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-- de banco de inversión</td>
<td>53</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de compañía financiera</td>
<td>149</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de sociedad de crédito para consumo</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de caja de crédito</td>
<td>38</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de sociedad de ahorro y préstamo</td>
<td>60</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de sociedad de ahorro y préstamo</td>
<td>42</td>
</tr>
<tr>
<td>• por fusión y transformación</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-- de sociedad de crédito para consumo</td>
<td>7</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de caja de crédito</td>
<td>40</td>
</tr>
<tr>
<td>-- de sociedad de ahorro y préstamo</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>• por cambio de calificación</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>4. Entidades existentes al 31.12.89</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
CUADRO II-3. Evolución del número de entidades del sistema financiero

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de año</th>
<th>Bancos públicos</th>
<th>Bancos privados</th>
<th>Entidades no bancarias</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td>35</td>
<td>179</td>
<td>245</td>
<td>469</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>35</td>
<td>171</td>
<td>243</td>
<td>449</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>36</td>
<td>168</td>
<td>192</td>
<td>413</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>36</td>
<td>174</td>
<td>192</td>
<td>402</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>36</td>
<td>174</td>
<td>192</td>
<td>360</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>37</td>
<td>161</td>
<td>192</td>
<td>315</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>37</td>
<td>154</td>
<td>192</td>
<td>296</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>36</td>
<td>142</td>
<td>192</td>
<td>267</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>36</td>
<td>139</td>
<td>192</td>
<td>245</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>36</td>
<td>141</td>
<td>192</td>
<td>236</td>
</tr>
<tr>
<td>1990 (agosto)</td>
<td>36</td>
<td>138</td>
<td>192</td>
<td>225</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
CUADRO II-4. Evolución del personal ocupado en el sistema financiero

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de año</th>
<th>Bancos públicos</th>
<th>Bancos privados</th>
<th>Entidades no bancarias</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td>79,714</td>
<td>66,426</td>
<td>10,833</td>
<td>156,973</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>78,793</td>
<td>63,106</td>
<td>10,714</td>
<td>152,793</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>78,346</td>
<td>62,543</td>
<td>8,798</td>
<td>149,687</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>79,409</td>
<td>65,496</td>
<td>7,457</td>
<td>152,362</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>80,710</td>
<td>67,877</td>
<td>5,521</td>
<td>154,108</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>81,200</td>
<td>63,788</td>
<td>4,288</td>
<td>149,276</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>80,380</td>
<td>60,741</td>
<td>3,768</td>
<td>144,889</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>80,581</td>
<td>57,880</td>
<td>3,413</td>
<td>141,874</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>81,680</td>
<td>61,171</td>
<td>3,119</td>
<td>145,970</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>82,564</td>
<td>64,486</td>
<td>2,344</td>
<td>149,394</td>
</tr>
<tr>
<td>1990 (junio)</td>
<td>80,973</td>
<td>60,344</td>
<td>1,744</td>
<td>143,091</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA (Memorias e Indicadores del Sistema Financiero)
CUADRO II-5. Capital y reservas de las entidades financieras

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de año</th>
<th>Capital y reservas valores corrientes (miles de australes)</th>
<th>Índice de precios mayoristas (base diciembre 1980 = 100)</th>
<th>Capital y reservas valores constantes a precios diciembre 1980</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td>1.108</td>
<td>100,0</td>
<td>1.108</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>3.432</td>
<td>280,2</td>
<td>1.368</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>15.518</td>
<td>1.152,5</td>
<td>1.346</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>78.793</td>
<td>5.892,1</td>
<td>1.337</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>882.525</td>
<td>42.772,7</td>
<td>2.063</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>3.209.485</td>
<td>198.431,9</td>
<td>1.617</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>5.675.520</td>
<td>313.319,8</td>
<td>1.811</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>17.489.232</td>
<td>883.087,2</td>
<td>1.980</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>98.129.418</td>
<td>4.694.345,8</td>
<td>2.090</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>5.367.270.000</td>
<td>257.548.876,1</td>
<td>2.084</td>
</tr>
<tr>
<td>1990 (agosto)</td>
<td>45.438.572.000</td>
<td>2.044.759.872,0</td>
<td>2.222</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA e INDEC
CUADRO II-6. Relación entre depósitos y obligaciones y patrimonio de los bancos privados y del total de bancos

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de año</th>
<th>Depósitos y otras obligaciones</th>
<th>Bancos privados</th>
<th>Total bancos</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>(1)</td>
<td>Capital y reservas (2)</td>
<td>Relación entre pasivos y capital (1)/(2)</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>202.022</td>
<td>11.066</td>
<td>18.26</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>1.111.891</td>
<td>66.889</td>
<td>16.62</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>462.258</td>
<td>32.404</td>
<td>14.26</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>3.056.952</td>
<td>351.178</td>
<td>8.76</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>9.426</td>
<td>1.369</td>
<td>6.89</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>14.935</td>
<td>2.294</td>
<td>6.51</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>42.372</td>
<td>6.476</td>
<td>6.54</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>209.765</td>
<td>39.528</td>
<td>5.31</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>12.704.265</td>
<td>2.250.544</td>
<td>5.64</td>
</tr>
<tr>
<td>1990</td>
<td>49.388.515</td>
<td>17.891.157</td>
<td>2.76</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA

Años 1983 a 1984 cifras en millones de pesos argentinos.
Años 1985 a 1990, cifras en millones de australes.
CUADRO II-7. Evolución del número de sucursales de las entidades financieras

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de</th>
<th>Bancos públicos</th>
<th>Bancos privados</th>
<th>Entidades no bancarias</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1979</td>
<td>1813</td>
<td>2032</td>
<td>261</td>
<td>4106</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>1840</td>
<td>1999</td>
<td>280</td>
<td>4119</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>1876</td>
<td>2046</td>
<td>277</td>
<td>4199</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>1877</td>
<td>2215</td>
<td>272</td>
<td>4364</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>1892</td>
<td>2481</td>
<td>268</td>
<td>4641</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>1914</td>
<td>2645</td>
<td>231</td>
<td>4790</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>1935</td>
<td>2568</td>
<td>193</td>
<td>4696</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>1953</td>
<td>2540</td>
<td>164</td>
<td>4657</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>1969</td>
<td>2411</td>
<td>138</td>
<td>4518</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>1990</td>
<td>2458</td>
<td>92</td>
<td>4539</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>2003</td>
<td>2480</td>
<td>48</td>
<td>4531</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA. Memorias e Indicadores del Sistema Financiero
CUADRO II-8. Participación de los bancos extranjeros en el sistema bancario

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de</th>
<th>Bancos locales</th>
<th>Capital extranjero</th>
<th>Sucesores de</th>
<th>Bancos extranjos</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Préstamos</td>
<td>depósitos</td>
<td>Préstamos</td>
<td>depósitos</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>3,6</td>
<td>3,1</td>
<td>10,4</td>
<td>8,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>3,4</td>
<td>4,6</td>
<td>9,2</td>
<td>10,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>3,2</td>
<td>5,3</td>
<td>9,3</td>
<td>10,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>3,1</td>
<td>3,9</td>
<td>6,9</td>
<td>8,4</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>2,7</td>
<td>4,1</td>
<td>6,3</td>
<td>8,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>2,5</td>
<td>4,4</td>
<td>8,1</td>
<td>11,1</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>2,5</td>
<td>3,9</td>
<td>8,3</td>
<td>11,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>3,1</td>
<td>3,0</td>
<td>10,5</td>
<td>10,1</td>
</tr>
<tr>
<td>1990 (octubre)</td>
<td>1,2</td>
<td>2,5</td>
<td>4,9</td>
<td>7,3</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
<table>
<thead>
<tr>
<th>Año</th>
<th>Bancos públicos</th>
<th>Bancos privados</th>
<th>Entidades no bancarias</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Depósitos</td>
<td>Préstamo</td>
<td>Depósitos</td>
</tr>
<tr>
<td>1979</td>
<td>34,3</td>
<td>35,2</td>
<td>53,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>43,3</td>
<td>45,1</td>
<td>44,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>39,0</td>
<td>46,2</td>
<td>45,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>49,1</td>
<td>59,8</td>
<td>44,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>45,6</td>
<td>49,5</td>
<td>49,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>45,7</td>
<td>50,2</td>
<td>51,4</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>57,4</td>
<td>61,6</td>
<td>40,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>52,7</td>
<td>60,8</td>
<td>45,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>45,7</td>
<td>69,2</td>
<td>52,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>40,6</td>
<td>63,0</td>
<td>56,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>55,0</td>
<td>62,0</td>
<td>43,6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
Anexo del Capítulo 2

Regulaciones impositivas de los mercados financieros y de capitales
En esta sección se examinarán, solamente algunas regulaciones impositivas sobre el sistema financiero y el mercado de capitales. Un examen detallado de esas regulaciones está fuera del propósito de este trabajo. Una apreciación general que debe hacerse es que se han registrado frecuentes cambios en materia impositiva; la inestabilidad así generada no ha contribuido al desarrollo del mercado de capitales (6).

a) Sistema financiero

Impuesto a los débitos sobre depósitos a la vista

En 1983 fue creado un impuesto del uno por mil a aplicar sobre los débitos en cuenta corriente de las entidades financieras. Las operaciones del Estado fueron exentas lo mismo que las operaciones realizadas entre el BCRA y las entidades financieras. En 1988 se introdujo un nuevo texto legal sobre este impuesto con un articulado más extenso. La tasa general del impuesto se elevó al siete por mil.

Una ley de 1989 estableció la tasa en el 3 por mil, la que en febrero de 1991 fue aumentada tres veces fijándose en el 12 por mil.

Préstamos de entidades financieras

Estos préstamos están sujetos a un impuesto de sellos proporcional del 3% anual sobre el valor nominal de la operación. Los préstamos documentados con letras de cambio, pagarés, contratos de mutuo, reconocimientos de deuda u obligaciones
de dar sumas de dinero están alcanzados por un impuesto de sellos del 1%. Las operaciones de adelantos entre entidades financieras (call money) están exentas de este impuesto.

b) Operaciones con el exterior

Préstamos tomados en el exterior

Los intereses de los préstamos recibidos del exterior tienen una retención única y definitiva del 40% sobre la ganancia neta presunta estimada del 36%; la retención sobre los intereses es, por lo tanto, del 14.4%. Hay distintas exenciones.

Impuesto sobre la compra, cambio y permuta de divisas

A partir de febrero de 1991, la tasa del impuesto se fijó en el 6 por mil, reduciéndose al 4 por mil para las operaciones de comercio exterior.

c) Mercado de capitales

Impuesto a la transferencia de títulos valores

Este impuesto fue establecido originariamente por un decreto ley de 1962 y tuvo vigencia a partir de 1964. A principios de 1991, las tasas que se aplicaban eran las siguientes:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Títulos valores</th>
<th>Operaciones efectuadas</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Mercados autorizados por la ley 17811 de oferta pública</td>
</tr>
<tr>
<td>Acciones y obligaciones</td>
<td>0,5%</td>
</tr>
<tr>
<td>Títulos públicos</td>
<td>1,0%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Impuesto a las ganancias

1) El análisis de las detalladas normas existentes muestra que hay diferenciación en el tratamiento impositivo a los inversores locales y a los inversores del
exterior. Si se comparan las sociedades anónimas residentes en el país con las sociedades del exterior con sucursal en el país hay un tratamiento diferenciado en distintos casos (dividendos en efectivo de sociedades anónimas nacionales, venta de acciones, depósitos de títulos públicos en entidades financieras).

Si se comparan las personas físicas residentes en el país con las personas físicas residentes en el exterior y las sociedades sin sucursales, hay también tratamientos diferentes (dividendos en efectivo de sociedades anónimas nacionales, venta de acciones, venta de Bonos Externos, préstamos de títulos, caución con intervención de entidad financiera o de agente del mercado abierto).

2) Hay un tratamiento impositivo diferencial para operaciones efectuadas en el sistema financiero y en el mercado de capitales, que desde el punto de vista económico tienen una cierta similitud.

3) Hay diferencias en el tratamiento impositivo para títulos similares, según que el deudor sea el gobierno o el sector privado.

En resumen, hay diferenciaciones por el tipo de inversionista (nacional o extranjero), por el ámbito en que se hace la operación (sistema financiero o mercado de valores) y por el emisor del título (sector público o sector privado).
Desenvolvimiento del sistema financiero.
La crisis bancaria de 1980 (14)

En marzo de 1980 se produjo una crisis bancaria que comenzó con la liquidación de Promosur, que era la compañía financiera más importante e hizo eclosión con la quiebra del Banco de Intercambio Regional hacia fines de ese mes, que era uno de los bancos privados más importantes. Este banco tenía un comportamiento caracterizado en los años inmediatos anteriores a su liquidación por un fuerte crecimiento en la cantidad de depósitos y sucraples. Para los depositantes en dólares, la pérdida de sus inversiones fue total porque estos depósitos no tenían garantía alguna; los depositantes en moneda nacional perdieron una proporción del 10% o más que no estaba garantizada, de acuerdo con las normas en vigor, y los intereses no cobrados por el período de espera para obtener la devolución de los depósitos por parte del BCRA. Luego, se agravó la situación en abril de 1980 con la intervención de otros bancos importantes.

En breve plazo, las autoridades monetarias tomaron medidas especiales para evitar una corrida bancaria generalizada, frente a los retiros de depósitos que se registraron en entidades que podían quedar sujetas a igual suerte. Se creó una nueva línea de redes de liquididad a las entidades financieras, que no implicaba un subsidio por su costo financiero (Circular RF 1051 del 3 de abril de 1980). Esta línea permitía a las entidades financieras obtener fondos en proporción a la caída en el nivel de los depósitos recibidos. El monto de préstamos efectuados mediante esta red de seguridad, como lo denomina la Memoria Anual del BCRA de 1980 (22), alcanzó un elevado porcentaje de la base monetaria y facilitó la salida de capitales al exterior, a pesar de que sus
efectos monetarios fueron atenuados por el aumento del efectivo mínimo y por la colocación neta de Letras de Tesorería hasta septiembre de 1980. También se aumentó la garantía bancaria del 90% al 100%, ampliando significativamente el monto máximo de los depósitos garantizados (se pasó de un monto máximo garantizado de 600 dólares a 60 000 dólares aproximadamente). En la tercer semana de mayo de 1980, los fondos prestados por el BCRA llegaron a su valor máximo y en junio, según la Memoria Anual del BCRA de 1980, la crisis de conversión de depósitos estaba superada “ya que fue insignificante el número de entidades que perdieron depósitos.” Se había producido un desplazamiento de los depósitos a los bancos estatales y extranjeros, por la mayor seguridad que representaban para los depositantes. La mayor pérdida proporcional de depósitos la experimentaron los bancos privados del interior del país. El sistema bancario privado pagó de una participación del 45% en el total de depósitos a fines de 1979 al 34% en un plazo de cinco meses (Memoria de ADEBA de 1980).

Una vez que se superó la situación de emergencia inicial y se evitó el peligro de una corrida bancaria, las autoridades monetarias dedicaron su atención al problema de la deuda privada que tenía plazos breves de vencimiento (Baliño, op. cit.). En diciembre de 1980 se estableció un régimen de redescuentos con el cual los intermediarios financieros podían cubrir desajustes entre los plazos de préstamo y depósitos. En abril de 1981, se instrumentaron préstamos del BCRA a las instituciones financieras con el propósito de facilitar el desarrollo de una acción crediticia de refinanciación. Para compensar los efectos monetarios expansivos, se apeló principalmente al aumento del encare (Memoria del BCRA de 1981).

Un nuevo esfuerzo más ambicioso de refinanciación que insumió varios meses de análisis y discusión, surgió en noviembre de 1981 mediante el dictado de la Ley 22510 cuyas características principales eran (Baliño, op. cit.):

a) Las entidades financieras que adhiriesen al sistema que se creaba debían refinanciar el 50% de los pasivos del sector manufacturero y el 40% de la deuda de algunos otros sectores industriales, a un plazo de siete años con un período de gracia de tres años. El interés a pagar por los deudores se fijó en el 3% sobre el capital indexado, por un índice calculado sobre la tasa de interés de los depósitos a treinta días.

b) Los bancos recibirían préstamos del BCRA, indexados por el mismo índice de tasas de interés, pero sin incorporar interés alguno. Estos fondos debían ser invertidos en el Bono Nacional de Consolidación Económico-Financiera (24) que reconocía un interés del 6% sobre los capitales indexados. Este margen de seis puntos constituía el elemento de subsidio del sistema que se creaba en la Ley 22510.

c) Los intermediarios financieros eran libres de decidir su participación en el sistema, pero si lo hacían debían refinanciar la deuda de todos sus clientes que
así lo solicitan, salvo que la falencia de la empresa deudora fuese inminente e irreversible.

d) Se constituyó un Fondo de Garantía de los préstamos al que los intermediarios financieros podían opcionalmente adherirse, mediante una contribución anual del 1.5% del monto refinanciado. El Fondo tenía por finalidad la cobertura del 75% de los quebrantos de los intermediarios financieros adheridos al Fondo. La existencia de este Fondo era especialmente beneficiosa para las entidades financieras con carteras incobrables.

La Memoria Anual de ADEBA de 1982 señala que, debido al hecho de que las empresas que no estaban al día en materia impositiva y previsional, y también a otros problemas, no podían participar de esta refinanciación, la aplicación de la Ley 22510 fue bastante limitada. A fines de mayo de 1982 sólo un 7% de los préstamos en pesos del sector privado habían sido refinanciados.

En julio de 1982 nuevas autoridades económicas estimaron que las medidas anteriores no eran suficientes para resolver el problema de la deuda en pesos y en dólares, cuyo valor superaba el de los activos productivos adquiridos con los fondos obtenidos mediante la asunción de esa deuda. Se diseñó un mercado financiero compuesto de tres partes: (a) un sector con tasas de interés reguladas y garantía oficial de depósitos, de gran importancia cuantitativa inicial y con una duración temporal limitada, (b) un sector de tasas de interés libres y sin garantía oficial de depósitos, de poca importancia cuantitativa inicial y que crecería en el tiempo, (c) un sector indexado con garantía oficial de depósitos.

En el sector regulado estaba inicialmente la totalidad de los depósitos a menos de 90 días de plazo incluyendo cuentas corrientes y ahorro, los que quedaron sujetos a un encaje del 100%. Estos depósitos a corto plazo percibirían en los hechos una tasa de interés negativa.

Dentro de este esquema, el BCRA otorgó una línea de crédito denominada inicialmente "Préstamo básico", a 60 meses de plazo, para ser asignado a la refinanciación de los créditos dados por los intermediarios financieros. A este préstamo se agregó posteriormente un "Préstamo adicional" que tenía por propósito permitir la refinanciación de los intereses de las deudas bancarias y otros destinos y posteriormente ambas líneas de crédito se unificaron en el llamado "Préstamo consolidado".

En el sector libre, las tasas eran determinadas por el mercado y estaba limitado a depósitos de 90 días o más. Se buscaba estimular los depósitos a más largo plazo a través de tasas libres, no reguladas y ausencia de encajes. El sector libre tenía un límite en la cuantía de los depósitos que podía recibir. Para julio de 1982 se determinó que los depósitos libres no podrían superar el 6% del total de depósitos al 30 de junio de 1982, incrementándose en agosto al 12% y al 20% en septiembre de 1982.

73
En el sector indexado los depósitos tenían inicialmente un plazo mínimo de un año y se contrataban a una tasa libremente pactada. Tenían una limitación: podían ser constituidos solamente por personas físicas, instituciones sin fines de lucro y compañías de seguros. Si bien estaban sujetos a un encaje del 100%, el BCRA devolvía los fondos captados por los bancos a través de una línea automática de redescuento.

Como señala Baliño (op. cit. pág. 25), la reforma de julio de 1982 y las políticas subsiguientes, redujeron significativamente el valor de la deuda financiera del sector privado con el sistema financiero, que cayó un 15% entre fines de junio de 1982 y fines de año y un 37% para fines de 1984 (Baliño, op. cit. Cuadro 23). Por su parte, los ahorradores reaccionaron adversamente a las tasas de interés reales negativas; el total del dinero y cuasi-dinero disminuyó entre el segundo y cuarto trimestre de 1982 el 27%, en términos reales, y entre el segundo trimestre de 1982 y cuarto trimestre de 1984 disminuyó el 46%, siempre en términos reales (Baliño, op. cit. Cuadro 24). Debe mencionarse también que se tomaron medidas para aliviar el valor de la deuda en divisas. Con la disminución de la importancia del sistema financiero institucionalizado los agentes económicos buscaron fuentes y usos alternativos de fondos, dando así un impulso al desarrollo del sistema financiero no institucionalizado, al que nos referiremos más adelante.

La crisis bancaria que comenzó en 1980, persistió a lo largo de la década a través de nuevos episodios. Entre 1984 y 1989, las entidades liquidadas alcanzaron a un centenar. A fines de la década el número de liquidaciones se redujo. Entre los bancos que fueron liquidados se encontraban entidades que en otros períodos habían figurado entre las más prestigiosas del sistema financiero (Montanaro, op. cit.). El análisis de este complejo proceso está más allá de los propósitos de este estudio.

**Las causas de la crisis de 1986**

Examinaremos brevemente las causas de la crisis de 1980; el siguiente análisis está basado principalmente sobre el trabajo de Baliño, que contiene un análisis muy completo. Este autor examina varias posibles causas de la crisis.

1) Una primera explicación es de tipo macroeconómico. Las caídas profundas en el nivel de actividad económica tratan como consecuencia la quiebra de los deudores bancarios y las instituciones financieras se ven imposibilitadas de cobrar sus créditos entrando en problemas de liquidez inicialmente y de solvencia después. Las estadísticas macroeconómicas previas a la crisis de 1980 no apoyan esta hipótesis ya que si bien el producto bruto cayó en 1978, previamente, en 1977 había aumentado y también lo hizo en 1979.
(2) Otra hipótesis atribuye las crisis a las políticas monetarias demasiado restrictivas. Tampoco en este caso los datos apoyan esta hipótesis. El dinero aumentó rápidamente en los años previos a 1980 y lo mismo aconteció con el crédito al sector privado.

(3) Otra explicación está basada en el comportamiento de las tasas de interés. El promedio anual de las tasas activas en términos reales creció con la liberalización del sistema bancario de 1977, alcanzando un máximo en 1980, por lo que contribuyó a hacer más costoso el servicio de la deuda. El margen de intermediación bancaria contribuyó significativamente a la elevación de las tasas activas. Los costos administrativos explicaban una buena parte del elevado margen de intermediación. Con respecto al significativo componente residual del margen, su origen sería la liberación de las tasas de interés que habría permitido a los bancos explotar elementos de monopolio que pudieron conservar, según sugiere Baliño. Una mayor prima de riesgo debida a la incertidumbre de la nueva política económica podría también explicar los mayores márgenes de intermediación. Baliño plantea también la cuestión de por qué las firmas no se endeudaron en el exterior para evitar pagar las altas tasas que regían en el mercado interno. Una posible respuesta es que solamente las grandes firmas tenían acceso a ese crédito externo. También que la tabla de devaluaciones, mencionadas en el capítulo 1, no eliminó totalmente el riesgo cambiario.

(4) Otra probable explicación de la crisis, de tipo macroeconómico, es la política cambiaria llevada a cabo y que produjo, inicialmente mediante la introducción de la tabla preanunciada de devaluaciones y luego con el abandono de esta política cambiaria, fuertes modificaciones en importantes precios relativos de la economía y en el valor del endeudamiento de las empresas. También la política salarial produjo fuertes cambios en precios relativos de la economía. Entre diciembre de 1977 y diciembre de 1980, los salarios medidos en dólares aumentaron alrededor del 175% y en términos reales, de acuerdo con el índice de precios al consumidor, el 23% (Baliño, op. cit., pág. 12).

(5) Una explicación de un carácter distinto a las anteriores está referida a la efectividad de la superintendencia para detectar políticas bancarias equivocadas que llevaron a la quiebra de los bancos y para detectar también otras situaciones irregulares. Un indicador de que el BCRA ha estado durante varios años en deficiencia en materia de superintendencia, lo constituye la frecuencia con que, en promedio, los bancos eran inspeccionados. Una regla empírica, que no tiene más valor que su base práctica, propone que los bancos sean inspeccionados una vez al año y que los bancos con problemas lo sean con mayor frecuencia. De los datos publicados por el BCRA en sus Memorias Anuales, surge que en algunos períodos se ha estado lejos del cumplimiento de esta regla empírica. Otro indicador de la deficiencia en materia de superintendencia del BCRA fue la profunda reorganización de que fueron objeto las oficinas encargadas de la
superintendencia, a principios de la década de los años ochenta y que comenzó a ser operativa al comienzo de 1981, después de la crisis de 1980. Esta insuficiencia de la superintendencia del BCRA coincidió en el tiempo con un régimen bastante liberal de garantía de depósitos y con un sistema de tasas libres de interés. Guillermo Rozenwurcel, en el Comentario al trabajo de Baliño ya citado, considera que la combinación de estos tres factores constituyó un mecanismo propagador de la crisis. En cuanto a su profundización, este autor la ubica en el segundo semestre de 1980, después de la quiebra del Banco Intercambio Regional, cuando se dió un proceso de fuga de capitales, fruto de la incertidumbre cambiaria.

**Regulaciones sobre el efectivo mínimo y la tasa de interés**

Una reseña de las regulaciones sobre tasas de interés y efectivo mínimo durante la década de los años ochenta, es muy útil para comprender el funcionamiento del sistema financiero, principalmente en sus aspectos monetarios; denota además la variedad de políticas aplicadas en Argentina, que en parte refleja la falta de consenso existente sobre la función que el sistema financiero puede cumplir en la economía en materia monetaria y crediticia. Las Memorias Anuales del BCRA, que constituyen en general valiosos documentos históricos, han registrado estas modificaciones regulatorias con bastante detalle y en ellas nos hemos apoyado principalmente para esta sección (3). Hay que aclarar, sin embargo, que solamente se refiere a algunas pero no a todas las regulaciones del período.

A principios de la década, y como consecuencia de la reforma financiera de 1977, las tasas de interés en el sistema financiero se determinaban libremente por el mercado, de acuerdo con la oferta y demanda de fondos prestables. Durante 1979, las tasas de interés de los certificados de depósitos nominativos transferibles a plazos entre 30 y 180 días, estuvieron en valores superiores al 100%, con excepción de diciembre de 1979, cuando aproximadamente estuvieron en el 100%. Regía entonces una única tasa de efectivo mínimo, igual para todo tipo de depósitos que, en diciembre de 1977, alcanzaba el 44%, porcentaje levemente inferior al 45% con que había comenzado la reforma de 1977. El BCRA, a través de la cuenta de regulación monetaria, abonaba intereses por las reservas de los depósitos a interés de las entidades financieras y cobraba un cargo por la capacidad prestable de los depósitos en cuenta corriente. Con elevados encajes, como los señalados, la cuenta de regulación monetaria era deficitaria.
A fines de 1980, el efectivo mínimo sobre los depósitos se había reducido a un nivel que se consideraba equivalente a las necesidades técnicas de las entidades, 10%, por lo que puede decirse que el mercado, en este aspecto, estaba desregulado. Los tipos de interés en ese año fueron inferiores a los vigentes en 1978 y en 1979. La tasa de interés de los certificados de depósito se ubicaba a fines de 1980 entre el 96% anual (plazos menores) y el 82% (plazos mayores).

El nivel de efectivo mínimo del 10% resultó ser el mínimo. En 1981, el BCRA fue elevando, a partir de marzo, el efectivo mínimo, el que llegó en el mes de agosto al 18%, para descender en diciembre al 15.5%. Las tasas de interés, que continuaban desreguladas, terminaron ese año con niveles que oscilaban entre el 131% y el 117% para los depósitos a plazo fijo.

Durante el año siguiente, en julio de 1982, se registraron cambios significativos en el sistema de efectivo mínimo. Como se ha explicado con anterioridad, en este capítulo, se estableció una reserva legal del 100% para los depósitos a corto plazo, los que quedaron sujetos a la regulación de sus tipos de interés; asimismo, no se reguló la tasa de interés de los depósitos a más de 90 días de plazo ni quedaron sujetos a efectivo mínimo. Se ha estimado que el multiplicador de la base monetaria pasó de un nivel de 4.36 en junio de 1982 a 1.05 el mes siguiente (Memoria Anual del BCRA de 1982 pág. 17), para luego crecer, como resultado en parte del crecimiento de la participación de los depósitos a tasa libre en el total de los depósitos. Para el mes de julio, las tasas reguladas se fijaron en el 5% mensual para los depósitos a 30 días y para el mes de diciembre alcanzaron un nivel de 8.5%. También subieron las tasas de los depósitos a plazos de 90 días y más; registraron valores de 6.3% y 10.2% para los meses de agosto y noviembre, respectivamente.

En 1983, comenzó un lento proceso de desregulación en materia de efectivos mínimos, y concluyó el año con una tasa única de efectivo mínimo del 86%. La baja más importante se registró en el primer trimestre, con un descenso de 9 puntos. La posterior desaceleración en la reducción del efectivo mínimo se debió a las necesidades crecientes del fisco que apeló, como en otras oportunidades, al crédito del BCRA. En lo que respecta a las tasas de interés, el mercado financiero estuvo dividido en dos sectores hasta julio de 1983; uno con tasas reguladas por el BCRA y otro, apreciablemente más reducido, con tasas libremente determinadas. Esta coexistencia finalizó en agosto de 1983 cuando se suprimió el mercado libre; sin embargo, poco después, a fines de octubre las autoridades económicas impulsaron un mercado de aceptaciones con tasas libres; adoptando las medidas correspondientes. El BCRA fijó las tasas reguladas con una suave tendencia decreciente durante la primera mitad del año dentro del
sistema. Luego, la tendencia se modificó y desde septiembre hasta diciembre estuvo en un nivel superior. Las tasas libres para depósitos a 90 días de plazo, llegaron a niveles superiores a las tasas reguladas, pero fueron negativas en términos reales. Las tasas de aceptaciones para el inversionista alcanzaron al 19% mensual y fueron positivas en términos reales.

Desde comienzos de 1984, el sistema de efectivo mínimo se tornó más complejo, ya que se establecieron encajes diferenciales para el crecimiento de los depósitos, según tres zonas geográficas en que quedó dividido el país y según dos tipos de depósitos (vista y plazo). Se fijó el 86% de efectivo mínimo para el monto de depósitos existente a diciembre de 1983 y encajes para los aumentos de depósitos que, a fines de 1984, oscilaban entre el 100% a la vista, de la llamada Zona A, y 66% a plazos, de la llamada Zona C. En materia de tasas de interés, existieron tasas reguladas por el BCRA y tasas libres en los mercados de aceptaciones, de pases con garantía de bonos externos y de cauciones bursátiles. A fines de 1984, las tasas que fijó el BCRA para depósitos a 30 días alcanzaban un nivel del 17% mensual. Las tasas libres estuvieron por encima de este nivel; por su parte, el mercado de aceptaciones registró tasas para el inversionista que alcanzaron el nivel del 28% mensual en diciembre de 1984.

En el segundo trimestre de 1985, se aplicó otra modificación en los encajes mínimos: a) un sistema clásico de efectivo mínimo promedio sustituyó a la combinación de un encaje único para el saldo de depósitos a una fecha dada y coeficientes de encaje adicionales para la variación de los depósitos; b) un nuevo criterio basado sobre dos grupos institucionales de entidades financieras, reemplazó el criterio de diferenciación por zonas geográficas; c) una mayor diferenciación en el encaje en razón del plazo de los depósitos fue introducida. Otra modificación fue la creación de un sistema de depósitos con tasa no regulada, que inicialmente no estuvieron sujetas a efectivo mínimo alguno, pero que posteriormente alcanzaron a tener un efectivo mínimo de 8,5%. Al mismo tiempo, se dispuso la interrupción de las operaciones de aceptaciones, de pases con títulos públicos y de cauciones bursátiles. Con fines de política monetaria, en 1985 se instrumentaron tres tipos de "Activos financieros del BCRA": i) a tasa regulada, vinculados a los depósitos a igual tasa; ii) a tasa no regulada, vinculados a los depósitos a igual tasa; iii) sobre redescuentos, destinados a absorber monetariamente los efectos expansivos del otorgamiento de fondos para financiar exportaciones y también por el incremento insuficiente de los depósitos ajustables. Estos activos financieros constituyeron, de hecho, encajes y su remuneración por el BCRA tuvo efectos monetarios similares al pago de intereses por un bono o a los pagos que se habían hecho a través de la cuenta de regulación monetaria.

En abril de 1986, se estableció un nuevo esquema de encajes y depósitos para la banca oficial de provincia y mixta, motivado por el carácter de banca de
fomento que se le asignó. Se dispuso: (a) una reducción del encaje mínimo que debía observar estos bancos; (b) la prohibición de captar fondos a tasas no reguladas, junto con el otorgamiento de líneas de redescuento para financiar la devolución de los depósitos captados previamente a tasa no regulada. En octubre de 1986, otra reforma autorizó a las restantes entidades financieras (es decir, excluyendo la banca oficial de provincia y mixta), a realizar operaciones de aceptaciones y a otorgar garantías sobre operaciones de préstamo de títulos valores públicos nacionales, entre terceros residentes en el país. Se amplió asimismo el límite de captación de las operaciones a tasa no regulada. Se trató así de incorporar al sistema financiero institucional, las operaciones que hasta ese momento se realizaban en el mercado informal o extra-institucional, temiendo de la próxima sección y de ampliar la captación de fondos a tasa no regulada. También se redujo a niveles pequeños el efectivo mínimo para los depósitos a tasa no regulada. Se estableció asimismo la obligación para las entidades financieras de constituir en el BCRA un depósito no disponible y no computable para la integración del efectivo mínimo. La remuneración de este depósito estaba relacionada con las tasas pasivas no reguladas. Este depósito indispares no ataba, como en el sistema clásico de efectivo mínimo, la evolución de las reservas obligatorias a la evolución de los depósitos. Difiería del pasivo del BCRA, al que remplazó en que sólo cancelaba una parte de los intereses que generaba, por lo que su importancia monetaria se redujo, pero su influencia en el crecimiento del endeudamiento público aumentó. En lo que respecta a los encajes, a fines de 1986 alcanzaban el 88.5% y 89.5% para las cuentas corrientes, el 11% y 12% para los depósitos en caja de ahorro. Para los depósitos a plazo fijo oscilaban alrededor del 15% para los plazos menores y alrededor del 6.5%-8% para los plazos de 30 días o más. Durante el primer semestre de 1986, las tasas del sector no regulado alcanzaron un rendimiento posiático en términos reales del 1.6% mensual, disminuyendo al 0.6% en el segundo semestre.

En octubre de 1987 se modificó nuevamente el esquema regulatorio del sistema financiero. Se eliminó el sector de tasas de interés reguladas. En lo que respecta a la política monetaria, se introdujeron distintos y complejos mecanismos de absorción monetaria cuya descripción detenida está más allá del propósito de este trabajo. La magnitud económica de los encajes (remunerados y no remunerados) se puede apreciar en el Cuadro III-6, que proporciona las cifras por tres años a partir de 1985. Como se puede observar en este cuadro, el encaje promedio ha sido elevado pero se reduce significativamente cuando se le deducen los redescuentos del BCRA.

El alto nivel de los efectivos mínimos (remunerados y no remunerados) estuvo inducido, en parte, por la necesidad de esterilizar monetariamente los créditos del Banco Central al sistema financiero. La mayor proporción de estos créditos se otorgaron a los bancos públicos de modo que éstos tuvieron en
algunos periodos un efectivo mínimo neto de créditos del BCRA negativo; es decir, los créditos del BCRA superaban el efectivo mínimo que debían observar de acuerdo con las normas en vigor. El Cuadro II-9 proporciona información sobre la participación de los bancos públicos y privados en los préstamos y depósitos; se puede observar directamente que la participación de los bancos públicos en los depósitos ha perdido relación con los préstamos hasta 1988, lo que refleja la creciente participación de los créditos del BCRA en las fuentes de fondos de los bancos públicos.

Como consecuencia de la reforma de fines de 1989, desaparecieron los encajes remunerados. El proyecto de Cura orgánica del BCRA propuesto al Congreso por el Poder Ejecutivo, no permite establecer efectivos mínimos con remuneración.

**Mercados no institucionalizados**

Debemos considerar ahora los mercados informales de crédito, sin cuyo análisis tendríamos una descripción claramente incompleta de las transacciones financieras en la Argentina. En esta sección nos basaremos en una parte en el muy completo trabajo *Mercados Informales de Crédito* de Ricardo H. Arriazu, (1).

El BCRA fue fundado en 1935 con las características propias de los bancos centrales de la época, con una buena dosis de libertad de acción en materia de política monetaria y sin un apego estricto a las reglas del patrón oro. Sin embargo, la política monetaria fue llevada a cabo, en términos generales, con prudencia y no provocó incompatibilidades serias en el manejo del sector financiero (23).

A partir de la segunda década de vida del BCRA, se aplicaron políticas monetarias y financieras desacertadas que dieron lugar, entre otros aspectos negativos, a un proceso de desintermediación financiera y el consiguiente desarrollo de los mercados informales de crédito. Al respecto, puede ser suficiente destacar que los depósitos en el sistema financiero y el crédito al sector privado, ambos medidas en proporción del producto bruto, disminuyeron aproximadamente la tercera parte y la cuarta parte respectivamente, entre 1940 y 1985 (Arriazu, Cuadros 4 y 5).

Arriazu estima que a fines de 1983, las tenencias privadas de divisas alcanzaban los 17 300 millones de dólares y que a fines de 1986, esas tenencias superarían los 20 000 millones de dólares. Por su parte, los depósitos totales en el sistema financiero institucionalizado apenas superaban los 10 000 millones.
de dólares. La totalidad de los mercados informales de crédito en moneda nacional representaban, de acuerdo con las estimaciones de Arriazu, aproximadamente 3 500 millones de dólares, equivalente a cerca de un tercio del mercado institucionalizado de crédito.

Volviendo al BCRA, en su segunda década de vida se produjo la mal llamada "nacionalización de los depósitos", ya que era en realidad un sistema de "centralización de los depósitos", equivalente a un sistema de encaje obligatorio del 100%. Los depósitos y créditos eran recibidos y otorgados, respectivamente, por cuenta del Banco Central, así que su participación en la intermediación financiera llevada a cabo en el sistema institucionalizado, era abrumadoramente alta. Como dice Arriazu, el Banco Central establecía las tasas de interés activas y pasivas, las actividades a las que se debía dirigir el crédito, etc. Los redescuentos eran otorgados a los bancos de una forma discrecional.

Para un mayor desacuerdo de la política monetaria y crediticia, las tasas de interés reguladas eran negativas en términos reales. Las instituciones financieras se acostumbraron a dar crédito sin consideración al riesgo, ya que con tasas negativas la cartera en mora y con dificultades de pago, era mínima. Cuando se liberalizó en 1977 el sistema financiero, los bancos carecían de la experiencia necesaria para administrar el crédito con tasas reales de interés positivas.

Señala Arriazu, que cuando el primer sistema de "nacionalización de depósitos" fue reemplazado después de aproximadamente una década, no se suprimieron los controles sobre la tasa de interés lo mismo que otras regulaciones. En un ir y venir más de los que han caracterizado la historia monetaria y financiera argentina, en 1973 se volvieron a "nacionalizar" los depósitos, en una clara demostración de la falta de consenso existente en la Argentina sobre la función del sistema financiero. Se plantearon, como podía esperarse, los mismos problemas que surgieron inicialmente, con el agravante, señala de Arriazu, de que los mercados informales estaban desarrollados y con el Estado ofreciendo pagar por su endeudamiento tasas reales positivas, mientras que otorgaba redescuentos a tasas reales negativas. La reforma financiera de 1977 buscó la desregulación de la actividad financiera, incluyendo dentro de ella la libertad de tasas de interés. En la década de los 80 hubieron diversos intentos de volver a tasa regulada que eran negativas en términos reales, pero no tuvieron estabilidad (como se ha comentado extensamente en la sección anterior).

De acuerdo con Arriazu, en los últimos años el mercado informal de crédito en moneda nacional ha actuado bajo distintas formas operativas. Las enumeramos parcialmente del siguiente modo:
a) intermediación financiera pura no autorizada de depósitos y créditos.
b) mercado entre grandes empresas financieramente superavitarias y deficitarias.
c) mercado entre empresas con operaciones garantizadas con cheques.
d) mercado entre empresas con operaciones garantizadas con BONEX.
e) operaciones de pase con divisas o BONEX.
f) operaciones de alquiler y venta de BONEX.
g) ahorro previo para la compra de bienes durables de consumo.

Costos de intermediación financiera y rentabilidad bancaria

Las Memorias Anuales de ADEBA han examinado, en distintas oportunidades, el tema de la rentabilidad bancaria. La Memoria de 1984, ha puntualizado la caída experimentada en la misma en los años 1983 y 1984, atribuyéndola a varios factores, entre los cuales debe mencionarse el desarrollo del mercado financiero no institucionalizado, al que hemos hecho referencia en la sección anterior, y que surge de diversas limitaciones impuestas en el mercado institucionalizado en materia de operaciones de corto plazo, en materia de tasas negativas reales de interés y también por restricciones cuantitativas.

La Memoria Anual de ADEBA de 1986, por su parte, señala que las restricciones regulatorias han operado sobre la tasa de interés, sobre el diferencial entre la tasa de préstamos y la tasa de depósitos y en las modalidades de captación de fondos. "También han existido limitaciones cuantitativas para las entidades institucionales, mediante cupos para la captación o límites en cuanto al total de préstamos, etc. En muchos casos se han prohibido modalidades que requería el mercado y que han sido cubiertos por ese mercado extra institucional, constituyendo fuentes de ingresos vedadas a los bancos. Ello, además, ha producido un aumento adicional en la velocidad de rotación de las cuentas corrientes, operatoria atendida por los bancos, con el consiguiente incremento de sus costos." (pág. 47).

Sobre el diferencial de tasas influyen principalmente la contribución para el Instituto de Servicios Sociales Bancarios, el impuesto a los ingresos brutos y la contribución al Fondo de Garantía de los depósitos. También influyen los costos derivados de una remuneración reducida, inferior al costo de captación, de encajes mínimos que los bancos obligatoriamente deben mantener. Las estimaciones de ADEBA señalan que a una tasa pasiva de 5.5% mensual había que agregar 1.8% de costos originados en el esquema regulatorio, establecido por el BCRA (Memoria de ADEBA de 1986, pág. 49).

La Memoria de ADEBA de 1984 también señala como un factor deteriorante de la rentabilidad bancaria, el aumento de la cantidad de operaciones producto de la tendencia al corto plazo en las operaciones bancarias; este "cortoplacismo",
como ha sido denominado, es a su vez el resultado de altos niveles de inflación que hacen preferir a los agentes económicos las operaciones de corto plazo y evitan comprometer sus inversiones por períodos largos.

Por su parte, las estadísticas del BCRA proporcionan otros datos sobre los costos bancarios. El Cuadro III-4 muestra la evolución reciente del costo operativo medio mensual, definido como los gastos de administración mensuales, en relación a los depósitos totales. Entre diciembre de 1988 y noviembre de 1989, el promedio mensual fue del 2%. Los datos del mes de febrero de 1990 muestran los efectos del Plan BONEX que, por disminución del denominador de la relación (depósitos) elevó el costo operativo mensual al 5% (siendo bastante mayor el costo operativo de los bancos oficiales de provincia y municipales que alcanzó al 8.8% mensual). Los datos de junio y agosto de 1990 muestran una tendencia decreciente, aunque manteniendo niveles muy altos, como resultado principal de un proceso de remonetización de la economía y una reducción del personal. De todos modos, antes del Plan BONEX el costo operativo aparece en niveles muy altos, incompatibles con un proceso normal de intermediación financiera, aun cuando las entidades financieras tengan ingresos por otras operaciones que contribuyan a absorber este costo operativo.

**Operaciones del sistema financiero**

El Cuadro III-1 contiene los datos referentes a la estructura de los principales activos financieros en moneda nacional del sector privado, que conforman la operatoria pasiva tradicional de los intermediarios financieros. Como alfé se puede observar, los depósitos a plazo fijo han tenido la mayor participación de los principales activos financieros en el sistema financiero institucionalizado. En general, estos depósitos en toda la década han sido de muy corto plazo (30 días o menos). La alta participación que tienen los billetes y monedas a fines de 1989, a pesar de la elevada inflación, se debe a la reforma de fines de 1989 (Plan BONEX).

El Cuadro III-2 contiene datos referentes a los depósitos en moneda extranjera. Estos depósitos han crecido considerablemente entre principios y fines de la década. Tanto este cuadro como la importancia de los Bonos Externos en las transacciones en el mercado de valores, a las que se hace referencia en el próximo capítulo, son indicadores del alto grado de dolarización de la economía argentina, con la aclaración de que las transacciones se efectúan principalmente por residentes argentinos y no por inversores del exterior.

En cuanto a la distribución del crédito bancario (incluyendo al BCRA) entre el sector privado y el sector público, las cifras aparecen en el Cuadro III-3. La mayor relación entre crédito al sector privado y crédito al sector público se dio
en 1980, con un valor de 3.46. Posteriormente, la relación fue cayendo hasta el año 1988, cuando se dio la menor relación con un valor de 1.21.

Además de la operatoria tradicional, se ha desarrollado en el mercado institucional una operatoria no tradicional basada en operaciones hechas con títulos públicos, especialmente BONEX. La Comunicación A-1465 del BCRA (julio de 1989) establece normas para estas operaciones:

a) Pases pasivos: consiste en la venta al contado de títulos a un inversor y la simultánea compra a término de los títulos;

b) Pases activos: consiste en la compra al contado de títulos a un tomador y la simultánea venta a término de los títulos;

c) Depósitos de títulos: se efectúan ante las entidades financieras las que extienden los correspondientes certificados. La tasa de interés se determina libremente;

d) Préstamos de títulos: los efectúan las entidades financieras a tasas de interés libremente determinadas;
e) Garantías otorgadas por las entidades financieras por operaciones de préstamos entre terceras partes.
CUADRO III-1. Principales activos financieros del sector privado, estructura

<table>
<thead>
<tr>
<th>Período Dic. de</th>
<th>Billetes y mon.</th>
<th>Ctas. ctes.</th>
<th>Caja ahorro</th>
<th>Plazo fijo</th>
<th>Aceptaciones</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1979</td>
<td>18,3</td>
<td>1,8</td>
<td>5,9</td>
<td>61,8</td>
<td>0,2</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>20,5</td>
<td>13,6</td>
<td>7,8</td>
<td>58,0</td>
<td>0,1</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>18,9</td>
<td>9,8</td>
<td>7,5</td>
<td>63,6</td>
<td>0,1</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>22,8</td>
<td>16,0</td>
<td>7,8</td>
<td>53,4</td>
<td>—</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>23,7</td>
<td>12,0</td>
<td>15,8</td>
<td>47,1</td>
<td>1,1</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>24,3</td>
<td>9,4</td>
<td>18,6</td>
<td>40,2</td>
<td>7,5</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>26,5</td>
<td>13,0</td>
<td>19,4</td>
<td>41,1</td>
<td>—</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>24,2</td>
<td>9,7</td>
<td>15,5</td>
<td>49,6</td>
<td>1,6</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>22,0</td>
<td>7,8</td>
<td>14,5</td>
<td>54,5</td>
<td>1,2</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>18,7</td>
<td>5,2</td>
<td>10,3</td>
<td>64,6</td>
<td>1,8</td>
<td>100,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>60,5</td>
<td>17,8</td>
<td>15,7</td>
<td>—</td>
<td>—</td>
<td>100,0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA. Las cifras de depósitos de ahorro y plazo fijo no comprenden entidades no bancarias, en tanto las cifras de aceptaciones incluyen las compañías financieras.
<table>
<thead>
<tr>
<th>Fecha</th>
<th>Depósitos/PBH (trimestral)</th>
<th>Depósitos/PBH (anual)</th>
<th>Depósitos/M3</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>0,2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>0,2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>0,3</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>0,3</td>
<td>0,3</td>
<td>1,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>0,6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>0,9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>1,2</td>
<td>0,9</td>
<td>3,4</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,3</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>0,6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,0</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>0,9</td>
<td>0,9</td>
<td>5,3</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>0,9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>0,4</td>
<td>0,8</td>
<td>7,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>0,7</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>0,7</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>0,8</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>1,1</td>
<td>0,8</td>
<td>7,4</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,3</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,1</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>0,9</td>
<td>1,2</td>
<td>11,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,2</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,1</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,1</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>1,1</td>
<td>1,1</td>
<td>6,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,4</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,4</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,4</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>1,7</td>
<td>1,5</td>
<td>8,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>2,1</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,8</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>1,9</td>
<td>1,9</td>
<td>13,3</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>2,8</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>1,4</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>1,7</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>2,6</td>
<td>2,0</td>
<td>20,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1990</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I</td>
<td>1,7</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Elaborado con datos del BCRA e INDEC. Datos estimados sujetos a revisión.
CUADRO III-3. Evolución del crédito bancario en términos reales

<table>
<thead>
<tr>
<th>Promedio del periodo</th>
<th>Total</th>
<th>Sector Privado</th>
<th>Sector Oficial (en australes de 1970)</th>
<th>Privado/Oficial</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1975</td>
<td>2692,8</td>
<td>1593,6</td>
<td>1099,8</td>
<td>1,45</td>
</tr>
<tr>
<td>1976</td>
<td>1583,1</td>
<td>869,1</td>
<td>713,9</td>
<td>1,22</td>
</tr>
<tr>
<td>1977</td>
<td>2118,6</td>
<td>1384,6</td>
<td>733,2</td>
<td>1,89</td>
</tr>
<tr>
<td>1978</td>
<td>2558,3</td>
<td>1745,3</td>
<td>812,8</td>
<td>2,15</td>
</tr>
<tr>
<td>1979</td>
<td>2812,6</td>
<td>2097,7</td>
<td>715,2</td>
<td>2,93</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>4235,8</td>
<td>3285,8</td>
<td>949,9</td>
<td>3,46</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>5156,5</td>
<td>3754,1</td>
<td>1401,9</td>
<td>2,68</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>4065,3</td>
<td>2665,2</td>
<td>1399,5</td>
<td>1,90</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>3212,2</td>
<td>2020,1</td>
<td>1191,5</td>
<td>1,70</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>2713,7</td>
<td>1675,8</td>
<td>1037,8</td>
<td>1,61</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>2519,9</td>
<td>1624,6</td>
<td>894,3</td>
<td>1,82</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>3456,2</td>
<td>1899,7</td>
<td>1556,5</td>
<td>1,22</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>3534,2</td>
<td>2017,8</td>
<td>1514,4</td>
<td>1,33</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>3187,3</td>
<td>1742,3</td>
<td>1444,7</td>
<td>1,21</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
<table>
<thead>
<tr>
<th>Período</th>
<th>Costo medio operativo (en %)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Diciembre 1988</td>
<td>2,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Enero 1989</td>
<td>1,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Febrero 1989</td>
<td>1,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo 1989</td>
<td>1,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Abril 1989</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Mayo 1985</td>
<td>1,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio 1989</td>
<td>2,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Julio 1989</td>
<td>2,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Agosto 1989</td>
<td>2,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre 1989</td>
<td>2,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Noviembre 1989</td>
<td>2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Febrero 1990</td>
<td>5,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Abril 1990</td>
<td>5,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio 1990</td>
<td>4,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Agosto 1990</td>
<td>4,1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

CUADRO III-5. Tasas de interés de depósitos a plazo (no nominales, tasas efectivas).

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de</th>
<th>50 años</th>
<th>60 años</th>
<th>80 años</th>
<th>180 años</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1979</td>
<td>102,68%</td>
<td>98,68%</td>
<td>98,4%</td>
<td>83,0%</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>95,72%</td>
<td>91,84%</td>
<td>86,90%</td>
<td>83,20%</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>131,13%</td>
<td>127,30%</td>
<td>123,78%</td>
<td>110,7%</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>169,57%</td>
<td>154,46%</td>
<td>137,89%</td>
<td>111,5%</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>439,26%</td>
<td>419,34%</td>
<td>419,11%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1984 (tasas reguladas)</td>
<td>575,45%</td>
<td>575,45%</td>
<td>578,34%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1985 (tasas reguladas)</td>
<td>3,10%</td>
<td>1,10%</td>
<td>3,10%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de</th>
<th>Tasas reguladas</th>
<th>Tasas no reguladas</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Pasiva</td>
<td>Pasiva</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>(tasas mensuales en %)</td>
<td>(tasas mensuales en %)</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>5,5%</td>
<td>8,1%</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td></td>
<td>12,4%</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td></td>
<td>12,7%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA
CUADRO III-6. Evolución de los encajes

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Depósitos</td>
<td>4257</td>
<td>12384</td>
<td>15877</td>
<td>22418</td>
<td>36750</td>
<td>82884</td>
</tr>
<tr>
<td>Redescuentos</td>
<td>2219</td>
<td>5803</td>
<td>7633</td>
<td>11251</td>
<td>21698</td>
<td>46000(*)</td>
</tr>
<tr>
<td>Encajes</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· No remunerados</td>
<td>1323</td>
<td>3179</td>
<td>3186</td>
<td>4017</td>
<td>6970</td>
<td>12421</td>
</tr>
<tr>
<td>· Remunerados</td>
<td>2100</td>
<td>6277</td>
<td>7353</td>
<td>10093</td>
<td>17987</td>
<td>46000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

(en millones de australes)

<p>| | | | | | | |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>No remun./depós.</td>
<td>31.1</td>
<td>25.7</td>
<td>20.1</td>
<td>17.9</td>
<td>19.0</td>
<td>15.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Enc. tot./depós.</td>
<td>80.4</td>
<td>76.4</td>
<td>66.4</td>
<td>62.9</td>
<td>67.9</td>
<td>70.5</td>
</tr>
<tr>
<td>(Enc.-Red)/depós.</td>
<td>28.3</td>
<td>29.5</td>
<td>18.3</td>
<td>12.8</td>
<td>8.9</td>
<td>15.0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

(en %)

Fuente: Memorias Anuales de ADEBA (1986, 1987 y 1988)
(*) estimado
El papel del mercado de valores en los ochenta
Magnitud del Mercado de Valores. Estructura relativa de los valores negociados. (12)

La magnitud de los mercados de valores se puede medir a través de tres indicadores básicos, a saber: 1) el volumen operado en distintos períodos dados, expresado en moneda constante o en proporción del producto bruto; 2) el valor de las nuevas emisiones autorizadas a negociar y colocadas en cada período expresado también en moneda constante o en proporción del producto bruto o de la inversión bruta; 3) el valor acumulado de todas las emisiones netas autorizadas a negociar y colocadas. Este último indicador es, desde luego, la sumatoria del indicador 2) para todo el período de vida del mercado de valores. Por otra parte, el cociente entre el indicador 1) y el indicador 3) denota la liquidez de los títulos, ya que cuantifica la cantidad de veces que en un período dado, los valores pasan de la cartera de unos inversionistas a la de otros.

El Cuadro IV-1 que se incluye en este capítulo denota un modo de medir la magnitud del Mercado de Valores: presenta la relación entre los montos operados y el producto bruto, que ha oscilado en un porcentaje entre el 1,4% a principios de la década de los ochenta y el 5,6% en 1989, último año de la década. De la comparación de estas dos cifras, sin embargo, no debe inferirse que hubiera una tendencia positiva al crecimiento de las transacciones en el Mercado de Valores. Basta una rápida mirada al cuadro para ver que el total de montos operados ha oscilado bastante. Los valores públicos tienen la mayor proporción de los montos negociados, aun que en el año inicial de la década los montos negociados en papeles públicos y privados fueron muy similares y algo
parecido ocurrió en el año final de la década. En los ocho años restantes los títulos públicos fueron, por amplia diferencia, los que alcanzaron la mayor participación en las negociaciones.

El Cuadro IV-2 muestra los montos que se negociaron medidos en australes a precios constantes de diciembre de 1989. Se incorpora también una evaluación en dólares corrientes. Sobre estos últimos datos debe aclararse que se tomó como indicador del tipo de cambio la cotización de la moneda argentina en los mercados internacionales; se debe tener en cuenta que durante la década de los ochenta tuvieron vigencia diferentes esquemas cambiarios (mercados únicos, dobles mercados de cambio, con controles de cambio y sin controles de cambio) por lo que no hay un único modo de transformar a dólares el valor de las transacciones efectuadas en moneda argentina. Por ello, los datos en dólares de este cuadro deben tomarse con un sentido meramente indicativo y de aproximación. El promedio de las transacciones durante la década de los ochenta alcanza a Dls. 1940 millones; esta cifra seguramente representa una subvaluación dado que se ha tomado un tipo de cambio que en algunas coyunturas ha estado por encima del tipo de cambio "promedio" representativo de todas las transacciones efectuadas en la economía.

Hay que destacar, por otra parte, el importante volumen de operaciones llevado a cabo en el Mercado Abierto. De acuerdo con publicaciones de Mercado Abierto Electrónico S.A. (16), en 1990 el Mercado Abierto operó en títulos públicos por un total de dólares 5012 millones, mientras que la Bolsa de comercio lo hizo por un monto bastante inferior de dólares 942 millones. En cambio, las sumas operadas en acciones privadas en el Mercado Abierto son de significación casi nula: alcanzaron en 1990 a dólares 11 millones. Por su parte, las obligaciones negociables se trataron por un reducido monto de 14 millones de dólares.

La estructura de los montos operados se muestran en el Cuadro IV-3. En 1980 la proporción mayor en los montos operados la tuvieron los Valores Nacionales Ajustables, títulos que se rescataron en la reforma de 1982 y que se ajustaban por el índice de precios. A partir de 1981, comenzaron a predominar los Bonos Externos, denominados en dólares. Estos bonos constituían el único papel público que se negoció en la Bolsa en los años 1983 y 1984 y registraron una alta proporción de las transacciones en 1985. En los años siguientes mantuvieron su predominio en las negociaciones efectuadas en la Bolsa, pero compartieron las operaciones con montos significativos de otros papeles públicos. En el cuadro IV-3 se proporcionan las participaciones en el monto negociado de otros papeles cuyas características se dan en los Cuadros IV-4, IV-5 y IV-7. La experiencia inflacionaria argentina ha hecho desaparecer los títulos sin ajuste de capital; han sido indizados a distintas variables: el dólar, tasas de interés, precios e inclusive el oro.
Otro modo de medir la dimensión del mercado de capitales es a través de la valuación de las acciones que resulta de sus cotizaciones en el Mercado de Valores. El Cuadro IV-8 muestra la valuación en australes, a precios constantes, y en dólares corrientes tanto para la totalidad de las acciones. Las series en australes oscilan marcadamente a través del tiempo como resultado de las fluctuaciones de las cotizaciones bursátiles; las series en dólares tienen además las alteraciones propias de la moneda extranjera respecto de la moneda nacional.

En lo que respecta al segundo indicador, la suscripción de nuevas acciones, su monto ha sido muy reducido (cerca de Dls. 20 millones por año en el período 1984/89) y refleja la escasa magnitud del Mercado de Valores.

Insatisfactorio desenvolvimiento del Mercado de Valores privado (25)

Es conocido que un sistema financiero debe proveer dos funciones básicas: atender el mecanismo de pagos de la economía y facilitar la transferencia de fondos entre ahorradores y demandantes. También se sabe que el mercado de valores debe proporcionar dos funciones básicas: constituir el mecanismo para la obtención de capital adicional necesario para financiar nuevas inversiones (mercado primario) y conformar un mercado (secundario) que otorgue amplia liquidez a los bonos y a las acciones. Estas últimas deberían establecer una fuente importante de financiación directa de las empresas, pero en la Argentina no ha ocurrido así. La explicación a esta situación está dada tanto por el desinterés de los ahorradores para invertir en los mercados de valores, como de las empresas en financiarse por medio de acciones, a lo que se agrega el alto costo de las transacciones bursátiles.

El retramiento de los inversores que se origina en un bajo rendimiento y alto riesgo de la inversión en acciones, principalmente por la volatilidad de las cotizaciones, se refleja obviamente en la baja relación promedio existente entre el valor de mercado o cotización de las acciones y el valor de libros de las acciones y que en el período 1985-1989, alcanzó alrededor de 0.4 (40%) (Estrany y Genfre, (25), pág. 2, menciona el 40% para la relación valor de mercado/valor de libros para el año 1989, para las empresas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires). El Cuadro V-1 muestra estadísticas para esta relación de 24 empresas económicamente importantes, que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires. Obsérvese que el promedio de la relación Cotización/Valor de libros no llega al 100%, en ninguna de las empresas incorporadas en el cuadro.

La baja tasa de ganancia, que ha registrado una proporción significativa de empresas y la baja relación valor de mercado/valor de libros, han dificultado la emisión y colocación de acciones. Una pregunta que surge es ¿por qué pierden las empresas o por qué tienen una tasa baja de ganancia? La respuesta simple es,
que las políticas económicas han fracasado en producir una evolución económica favorable. Los datos al respecto se han incluido en el primer capítulo de este trabajo. El Cuadro V-4, por su parte, con cifras de cinco años (1985-1989), señala que de un total de once sectores de actividad económica, tuvieron utilidades negativas promedio en el quinquenio cinco de ellos.

La inestabilidad económica, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico, ha sido también un factor especialmente negativo para el desenvolvimiento del mercado de valores privados. Además de la alta tasa de inflación puntuizada en el primer capítulo, los cambios registrados en los precios relativos que acompañaron la inflación y que también fueron provocados en varios períodos por las políticas económicas adoptadas, han dificultado los cálculos económicos ex-ante de rentabilidad de la inversión en activos físicos. Los cambios en precios relativos muy significativos en la economía, como el tipo de cambio real, la tasa de interés real y los salarios reales se transmiten rápidamente a los restantes precios de bienes y servicios en la economía (26). La incertidumbre a nivel macroeconómico se reflejó en los mercados de valores y llevó, tanto a inversores como a empresas demandantes de fondos, a decisiones de coro y no de largo plazo. No ha habido un marco de referencia macroeconómico apropiado para inversiones de largo plazo. Por otra parte, la reducida actividad de "underwriting" ha sido inducida por la variabilidad de los precios de las acciones (Estrany y Gendre (25), pág. 6, quien asimismo ha destacado la búsqueda de ganancias de corto plazo).

Con respecto a los inversionistas institucionales, su participación en el Mercado de Valores no ha tenido mayor significación. Este conjunto de inversionistas está formado por (1) los fondos comunes de inversión (Cuadro IV-12), (2) los intermediarios financieros, (3) las compañías de seguro y (4) los fondos de retiro (Cuadro IV-13). Los fondos comunes de inversión administran una cartera aproximadamente igual al 1.5% de la capitalización bursátil (promedio de los años 1984 a 1989). Estos fondos existen desde hace cerca de 30 años. Con respecto a la inversión de los bancos y otros intermediarios financieros en acciones, alcanza montos modestos. Las compañías de seguros han mostrado una mayor participación en las inversiones en inmuebles que en las financieras. En lo que respecta a los fondos de retiro, un desarrollo todavía reducido, surgen a partir de 1987. A fines de 1989, estos fondos administraban alrededor de 15 millones de dólares con 23 compañías de las cuales, las siete primeras tenían el 48% de los patrimonios netos, como se puede observar en el Cuadro IV-14.

Durante varios años los títulos públicos han presentado altos rendimientos como consecuencia de los intereses que el gobierno ha estado dispuesto a pagar para financiar el déficit fiscal y también ventajas impositivas. El sector público ha competido fuertemente por fondos financieros, especialmente en los años
1987, 1988 y también en 1989, a través de colocaciones de bonos públicos con las más variadas características, lo que ha dado origen a que esa política se califique, peyorativamente, con la denominación de "festival de bonos". En realidad, más que la diversidad de cláusulas sobre interés, ajuste de capital y plazos, lo que sí solamente significa un nutrido conjunto de títulos públicos, han sido preocupantes sus altas tasas internas de retorno frente a los papeles privados. Debe comentarse, que las elevadas tasas internas de retorno de los títulos públicos, han reflejado la necesidad de fondos por parte del sector público para atender su déficit y que llevó al BCRA a establecer altos encajes a los bancos con lo que se redujo la capacidad de financiamiento de los bancos al sector privado, en especial, la de los bancos privados ya que los bancos públicos recibieron importantes redescuentos del BCRA (ver Memoria Anual del BCRA, 1988, pág. 245). Se produjo así una forma de desplazamiento del sector privado, que no fue suficiente para atender las necesidades del Gobierno sino que éste emitió títulos públicos con una alta tasa interna de retorno para hacerlos atractivos. Así, el desplazamiento del sector privado del crédito bancario se complementó con otro del sector privado en el Mercado de Valores. Debe señalarse que la Ley de Obligaciones Negociables significa un paso positivo en la equiparación de los bonos privados con los bonos públicos y permite a los primeros, competir mejor con los segundos, como ha sido ampliamente reconocido.

La demanda de valores privados por parte de los ahorraores va a depender del rendimiento de otros activos competitivos. Acabamos de ver la competencia que ha significado los títulos públicos. Corresponde agregar otras inversiones competitivas de los valores privados: a) las inversiones financieras en el exterior, incluyendo la mera acumulación de billetes de moneda extranjera, fundamentalmente dólares estadounidenses; b) las inversiones financieras en el sistema bancario. Dentro de estas alternativas han ocupado un lugar importante los BONEX (Cuadro IV-6) que en sus distintas series han ofrecido gran liquidez y sustituyen en parte de la demanda de moneda extranjera un público inversionista que mantiene una actitud conservadora con respecto a las inversiones en moneda nacional. Dadas las experiencias frecuentes de devaluación ocurridas en el período bajo estudio y también, con anterioridad.

El número de empresas que cotizan sus acciones en la Bolsa ha disminuido notablemente y señala que las empresas no encuentran razones suficientemente importantes como para participar masivamente en los mercados de valores. Esta evolución se aprecia en los cuadros IV-9 y IV-10. La estadística muestra que la cantidad máxima de empresas cotizantes en la Bolsa de Buenos Aires alcanzó en 1962, 669 empresas. Desde entonces, la declinación ha sido ininterrumpida. A fin del segundo trimestre de 1990, el total de empresas que cotizaban sus acciones en la Bolsa se habían reducido a solamente 181 empresas.
Habrá empresas con una actitud, en general negativa, respecto a la información que se debe publicar por requerimiento de la Bolsa. El aparente desinterés en hacer transparente la evolución de las empresas puede ser debido, tanto al alto desarrollo de la economía informal, como también al repero de proporcionar información que se estime valiosa a competidores (Estrany y Gendre, op. cit., 25).

Además, un buen número de negocios son controlados por grupos de accionistas que quieren mantener el control empresario por lo que no admiten nuevos inversores; una característica negativa del mercado de acciones es la concentración que se manifiesta a través del reducido número de empresas cuyas acciones se negocian activamente. Aproximadamente, el 95% del total del valor negociado corresponde a solamente 20 empresas (Anuario de la Bolsa de Comercio de 1989).

La inversión extranjera y el Mercado de Valores (15)

Durante un largo período no ha existido un consenso sobre los beneficios que puede traer a la economía del país las inversiones extranjeras. También se ha discutido si el ahorro interno alcanza para financiar las inversiones físicas que el país requiere para un crecimiento sostenido. La experiencia del Mercado de Valores, cuya emisión de acciones y de obligaciones del sector privado ha sido muy insuficiente, no podría estar señalando necesariamente una escasez de ahorro interno, porque otros factores, ya examinados, explican más satisfactoriamente esa evolución tan pobre de este mercado (29).

En distintos ámbitos se ha insistido en la conveniencia de desregular las inversiones extranjeras, habiéndose hecho énfasis también en la necesidad de equiparar el tratamiento impositivo aplicable a los inversores nacionales y a los extranjeros.

Hay otros factores que influyen sobre la magnitud de los flujos de las inversiones extranjeras y que son factores similares a los que afectan las inversiones con capitales nacionales. El primero, es la rentabilidad que obtienen las inversiones extranjeras que se efectúan en el país; necesariamente debe superar, o al menos igualar, a la rentabilidad que esas inversiones pueden obtener en su país o en otros receptores de inversiones, ya que de no ocurrir así tratarán de desplazarse del mismo modo que un inversionista argentino buscará desplazar sus inversiones a otros países, si en ellos obtiene una mayor rentabilidad. El segundo factor, es el riesgo de las inversiones que influye en las decisiones de invertir. Las políticas macroeconómicas que no ofrecen perspectivas razonablemente ciertas de estabilidad monetaria, representan un factor de riesgo para todo inversionista, nacional o extranjero. Un caso particular de
políticas macroeconómicas es la política cambiaria; la inestabilidad de los tipos de cambio provoca variabilidad en las utilidades cuando éstas se miden en moneda extranjera. En el caso de las inversiones bursátiles, la volatilidad del precio de las acciones, que se considera en el capítulo siguiente, ha sido suficientemente alta como para convertirse en un desincentivo, tanto a la inversión nacional como a la extranjera. Otro factor que ya ha sido visto antes, es el limitado monto de acciones autorizadas a cotizar, que se ve más reducido por la existencia de acciones que no se transan en la bolsa.

La Ley de Emergencia Económica 23697 y el decreto 1225, ambos del año 1989, introdujeron modificaciones importantes en el régimen regulatorio de las inversiones extranjeras. El principio general, es que no se requiere aprobación previa para las inversiones extranjeras. De acuerdo con el art. 6 del Decreto, el inversionista extranjero puede optativamente inscribir su inversión en el Registro de Inversiones de Capitales Extranjeros (RICE), mediante la presentación de una nota en la que deben constar ciertos datos. Cuando el BCRA mediante disposiciones cambiarias limite el acceso al mercado de cambios, el inversionista que opta por la inscripción mencionada podrá, según el art. 11 del Decreto, adquirir divisas para su transferencia al exterior, en concepto de utilidades y repatriación de capital, ajustándose a los requisitos que establezca el BCRA. Sin perjuicio de ello, las empresas receptoras de inversiones extranjeras pueden distribuir utilidades a los inversionistas extranjeros registrados con las divisas provenientes de sus exportaciones. Cuando en adición a la limitación cambiaria, el Poder Ejecutivo declare la existencia de una situación de dificultad en los pagos externos, el BCRA instrumentará mecanismos para la entrega de títulos de la deuda pública externa, nominados en moneda extranjera a fin de facilitar la remisión de utilidades a los inversionistas registrados. (art. 12) Existe, por otra parte, la alternativa dada por el hecho de que los Bonos Externos tienen libre entrada y salida del país y se negocian en plazas extranjeras lo que permite efectuar diversas transacciones, incluyendo pago de utilidades y repatriación de capitales, como lo ha señalado Bomchil (15).

La Ley de Inversiones Extranjeras No. 21382 de 1976, (modificada por la Ley No. 22208 de 1980, con texto ordenado por el decreto 1062/80 establecía un impuesto a los beneficios adicionales que gravaba las utilidades, después del impuesto a las ganancias, que superasen el 12% del capital registrado, con una tasa adicional entre el 15% y el 25% (art. 16). La Ley de Emergencia Económica de 1989 equiparó a los inversionistas extranjeros con los locales (art. 15). Consecuentemente, el Poder Ejecutivo eximió por seis años a los extranjeros del pago de este impuesto adicional (art. 14).

La Ley 21382 determinaba en su artículo 7, que las inversiones extranjeras en títulos valores con cotización en Bolsa, no requerían cumplir un trámite de registro y aprobación. Sin embargo, eran nulas a todos los efectos si: a) las
compras de títulos modificaban la situación de las empresas y las convertía en empresas locales de capital extranjero; b) la tenencia de títulos por cada inversor extranjero sobrepasaba los dos millones de dólares o superaba el 2% del capital; c) la totalidad de las inversiones extranjeras superaba el 20% del capital de la empresa. El art. 9 del decreto 1225/89 ha establecido que las inversiones extranjeras no estarán sujetas a las prescripciones del artículo 7 de la ley 21382, descritas precedentemente.

Regulación y supervisión (28)

La Ley 23697 del año 1989 contiene importantes normas respecto de los mercados de valores que han sido complementadas por algunos decretos reglamentarios. Una de las normas de la Ley deroga el régimen de nominatividad obligatoria, restringiendo la posibilidad de emitir títulos privados al portador. "Las personas jurídicas en cuyos estatutos, cartas orgánicas, contratos constitutivos o instrumentos por los que rijan su actividad, se haya limitado la emisión de títulos privados emitidos en serie y certificados provisionales a los concebidos como normativos no endosables o escriturales, podrán emitirlos en el futuro o convertir los ya emitidos en títulos de cualquiera de las formas que según su ley de circulación sean admitidos por las leyes generales, sin necesidad de reformas de los precitados instrumentos." (art. 39). La excepción a esta norma está dada por "aquellas categorías de personas jurídicas cuyo objeto o actividad afecte, a criterio del Poder Ejecutivo nacional, el interés, la defensa o la seguridad del Estado."

Por su parte, el artículo 40 de la Ley establece que "Las sociedades de capital y cooperativas tendrán libertad para emitir títulos valores en serie, ofertables públicamente, en los tipos y con las condiciones que ellas mismas elijan. Se comprende en este facultad a la denominación del tipo o clase de títulos, su forma de circulación, garantías, rescates, plazos, convertibilidad o no, derechos de los terceros portadores y cuantas más regulaciones hayan a la configuración de los derechos de las partes interesadas." Las amplias facultades de este artículo deben aplicarse de acuerdo con la ley de oferta pública, ya vista anteriormente en el capítulo 2.

El decreto 289 de 1990 establece de acuerdo con el artículo 40 de la Ley de Emergencia Económica que "las sociedades de capital y cooperativas tendrán libertad para crear nuevos tipos de títulos valores, en la medida en que sean emitidos en serie, tengan las mismas características, otorguen los mismos derechos dentro de su clase y puedan ser ofrecidos en forma genérica..." El artículo 2 del decreto 289 se aparta de una concepción desregulatoria cuando establece que "Los emisores, en el caso de emisión de acciones o de títulos
valores convertibles en acciones autorizadas a la oferta pública por la CNV, deberán optar entre el mercado abierto o bursátil como ámbito de negociación de los títulos valores que emitan. Efectuada la elección, todas las emisiones sucesivas de títulos valores de la misma clase, o de valores convertibles en la misma clase, o que otorguen derechos de voto si las clases anteriores los otorgaren, deberán ser inscritas en el mismo régimen por el que hayan optado inicialmente y ser negociadas únicamente en el ámbito elegido.

Correctamente, el decreto 1541 de 1990 estableció que "los títulos valores privados, autorizados a la oferta pública por la CNV, así como los títulos valores públicos, podrán ser negociados, tanto en su colocación primaria como en la negociación secundaria, en el mercado abierto, en el bursátil o simultáneamente en ambos mercados."

La ley 23697 (art. 41), facultó expresamente al Poder Ejecutivo "a dictar las normas tendientes a eliminar las restricciones vigentes para la existencia de más de un ente, cuya función sea la de recibir depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados, garantizando un régimen de competencia..." El Decreto 290 de 1990 estableció que "la CNV debe reglamentar los requisitos mínimos que en materia de responsabilidad patrimonial, garantías, organización y seguridad deben reunir las sociedades anónimas que quieran cumplir las funciones de cajas de valores..."; determinó asimismo que "las acciones que representan el capital de una caja de valores deben ser nominativas no endosables, y escriturales."

Las desregulaciones vistas más arriba para cuya descripción hemos seguido a Sabino (28), operaron sobre un mercado bursátil que ya estaba relativamente desregulado, al menos en comparación con el sistema financiero, tal como se hizo notar en el capítulo 2 de este trabajo. Con respecto a las facultades de supervisión, recordaremos que de acuerdo con la ley de oferta pública, la CNV tiene funciones de supervisión sobre las bolsas y mercados de valores y sobre las personas físicas o jurídicas que participan en oferta pública de títulos valores. En cambio, las facultades disciplinarias sobre los agentes de bolsa, corresponden al mercado de valores. En lo que respecta al mercado abierto, la CNV tiene ampliamente autoridad de supervisión sobre el mismo. Por último, debe señalarse que a principios de 1991, no se habían dictado normas sobre empresas calificadoras de riesgos, de modo que éstas no actuaban en el mercado de capitales argentino.

Costos de intermediación por operaciones de bolsa

Los altos costos de transacciones en el mercado de Valores de Buenos Aires fueron parcialmente reducidos en 1986. En ese entonces, el costo total de
compra y venta para los títulos públicos era de 1,87% (0,56% para la compra y 1,31% para la venta) y para los títulos privados llegaba al 4,95% (costo de compra 2,1% y de venta 2,85%). Desde luego, estos costos dificultan los movimientos de cartera de los inversionistas.

A pesar de la reducción de 1986, todavía tiene un alto costo una transacción completa de compra y venta de valores privados (3,7%)- Los cuadros siguientes muestran los costos que rigen para diversas transacciones a principios de 1991.

**Operaciones de compra y venta contado (11)**

Operaciones por cuenta de terceros:

-Total compra y venta (arancel, impuesto, derechos de mercado y derechos de bolsa):

<table>
<thead>
<tr>
<th>Valores públicos:</th>
<th>Compra</th>
<th>Venta</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bonos externos, cupones y otros títulos nacionales:</td>
<td>0.41</td>
<td>0.91</td>
<td>1.32%</td>
</tr>
<tr>
<td>Títulos provinciales:</td>
<td>0.61</td>
<td>1.11</td>
<td>1.72%</td>
</tr>
<tr>
<td>Valores privados:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Títulos (acciones y obligaciones negociables) y cupones:</td>
<td>1.60</td>
<td>2.10</td>
<td>3.70%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Operaciones del BCRA**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Valores públicos:</th>
<th>Compra</th>
<th>Venta</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>BONEX, cupones y otros títulos nacionales:</td>
<td>0.235</td>
<td>0.235</td>
<td>0.47%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Operaciones con los Fondos Comunes de Inversión:**

El público abona un gasto total del 2% a la entrada (compra de cuotas partes) no tiene costos de salida.

**Operaciones de caución**

El arancel del agente de bolsa es 0,4% para operaciones de 30 días o más; por plazos menores se prorrata el 0,4% de acuerdo al plazo. Los derechos de Bolsa y de Mercado son iguales 0,03% cada uno y el impuesto de sellos alcanza al 0,2%.
**Operación de opción o a prima**

El costo del ejercicio es igual al costo de la compra-venta. La operación de negociación del derecho tiene los siguientes costos:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Títulos públicos nacionales:</th>
<th>Titular</th>
<th>Lanzador</th>
<th>Total</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Compra-venta (premio)</td>
<td>0,56</td>
<td>0,56</td>
<td>1,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Títulos públicos provinciales:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Compra-venta (premio)</td>
<td>0,76</td>
<td>0,76</td>
<td>1,52</td>
</tr>
<tr>
<td>Títulos privados:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Compra (premio)</td>
<td>2,10</td>
<td>2,10</td>
<td>4,20</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Operaciones que se efectúan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (8)**

El siguiente cuadro resume las operaciones reglamentadas por el art. 26 del Reglamento Operativo del Mercado de Valores de Buenos Aires.

- a) Al contado
- b) A plazo firme
- c) De pase
- d) Cautión bursátil
- e) Operaciones a prima u opción
- f) De opción adicional
- g) Operaciones de índice

A continuación se explica brevemente cada una de estas operaciones; nos basamos principalmente en el Reglamento Operativo del Mercado de Valores.

**Contado:** se conciertan y liquidan en la misma fecha o en los plazos determinados por el Mercado de Valores dentro de los tres días de la concentración.

**Operaciones a plazo firme:** la operación es concertada para un plazo firme por el comprador y el vendedor, que quedan definitivamente obligados y se fija un plazo para su liquidación.

**Pase bursátil:** está definido como un solo contrato instrumentando en una o más liquidaciones, que consiste en la compra o venta de contado o para un plazo determinado de una especie y la operación inversa simultánea de venta o compra, para un mismo comitente y un vencimiento posterior. Las operaciones de pase comprenden también el caso de un solo contrato instrumentado en una liquidación, que consiste en diferir la liquidación de una compra o venta a plazo firme. Incluyen también la compra o venta a plazo que sea consecuencia de una compra o venta al contado efectuada en la misma sesión.
Caución bursátil: es un pase en el cual el precio de la operación al contado es inferior a la cotización y resulta de los ahorros que establece el Mercado de Valores, mientras que el precio de venta a plazo es superior al de venta al contado. En abril de 1985 (Comunicación "A" 609) el BCRA dispuso suspender esta operación, autorizando después a efectuarla con títulos privados. A fines de 1990, se autorizaron las cauciones bursátiles en dólares las que se realizan con garantía de BONEX (Comunicación "A" 1746).

Operaciones a prima y opciones: el titular de la operación adquiere el derecho de comprar o de vender una determinada cantidad de acciones en un periodo establecido a un precio fijado y paga por ello una determinada suma de dinero.

De opción adicional: son aquellas en las que el comprador o vendedor a plazo firme adquiere el derecho de pedir o entregar al vencimiento una cantidad adicional de la especie negociada, al precio que se hubiere convenido. Estas operaciones están reglamentadas pero no se llevan a cabo.

De índice: son aquellas que tienen por objeto la negociación de una cantidad expresada en unidades de una cartera de valores cotizados en bolsa cuyo valor se determina diariamente.

Rueda continua y segundo mercado (9)

En la llamada rueda o sesión continua se efectúan transacciones por montos cuyos mínimos son fijados por el Mercado de Valores, con BONEX, principalmente, y secundariamente con Obligaciones Negociables. El horario de la rueda continua autorizado por el Directorio del Mercado de Valores es más extendido que el de la rueda común y su funcionamiento tiene similitudes con el Mercado abierto: las transacciones se hacen con utilización de medios electrónicos de comunicación y las comisiones y gastos de transacción están incluidas en los precios de la operación que son distintos para el comprador y para el vendedor. De acuerdo con el artículo 52 del Reglamento Operativo del Mercado de Valores, los agentes que operen en sesión continua deben informar, a través de terminales electrónicas, los papeles que deseen negociar para conocimiento de los demás operadores y del público.

La reglamentación que creó hace algunos años un segundo mercado aún no ha tenido éxito. Dedicado a las pequeñas y medianas empresas, ha tratado de atraerlas a la Bolsa a través de requisitos menos estrictos; entre ellos, se puede señalar: a) menor apertura mínima del capital; b) informaciones simplificadas; c) menores costos por participación en la Bolsa.
La razón para que no se concrete el proyecto del segundo mercado parece residir, tanto en el rechazo de los empresarios a los controles de la CNV, como en la dificultad de obtener financiación a través de la Bolsa. A ello se agrega el costo, disminuido pero no nulo de participar en la Bolsa.
CUADRO IV-1. Montos operados en el Mercado de Valores de Buenos Aires (en porcentaje del producto bruto)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Total</td>
<td>1,4</td>
<td>2,1</td>
<td>4,1</td>
<td>3,2</td>
<td>2,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Valores públicos</td>
<td>0,7</td>
<td>1,7</td>
<td>3,7</td>
<td>2,7</td>
<td>2,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Valores privados</td>
<td>0,7</td>
<td>0,4</td>
<td>0,4</td>
<td>0,5</td>
<td>0,3</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Total</td>
<td>3,3</td>
<td>1,6</td>
<td>3,3</td>
<td>2,9</td>
<td>5,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Valores públicos</td>
<td>2,3</td>
<td>1,2</td>
<td>3,0</td>
<td>2,2</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Valores privados</td>
<td>1,0</td>
<td>0,4</td>
<td>0,3</td>
<td>0,7</td>
<td>2,7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio, BCRA e INDEC. Datos estimados sujetos a revisión.
<table>
<thead>
<tr>
<th>Año</th>
<th>En millones de australes a precios de diciembre 1981</th>
<th>En millones de dólares</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1980</td>
<td>987408</td>
<td>2168,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>1181582</td>
<td>1935,3</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>2755690</td>
<td>2157,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>2169108</td>
<td>1666,0</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>1955727</td>
<td>1572,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>2201659</td>
<td>1829,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>1059126</td>
<td>1107,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>2296634</td>
<td>2180,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>2025692</td>
<td>2014,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>3847386</td>
<td>2741,1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Para los años 1980 a 1983, las cifras en dólares se obtuvieron dividiendo las cifras de los montos negociados en el año a valores corrientes por el tipo de cambio promedio del año. Para los años 1984 a 1989, las cifras en dólares se obtuvieron dividiendo las cifras de los montos negociados en el mes por el tipo de cambio promedio del mes. El tipo de cambio utilizado refleja el valor de la moneda argentina en Montevideo de acuerdo con cotizaciones publicadas en Ambito Financiero.
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Valores públicos nacionales</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Largo plazo</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Moneda extranjera</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Bonos externos</td>
<td>3,5</td>
<td>50,3</td>
<td>72,5</td>
<td>82,9</td>
<td>83,3</td>
</tr>
<tr>
<td>- Moneda Nacional</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Valores Nacionales</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Ajustables</td>
<td>35,8</td>
<td>31,9</td>
<td>15,5</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Cédulas Hipotecarias:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Argentinas</td>
<td></td>
<td></td>
<td>2,6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Mediano plazo</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Moneda Nacional</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Bonos Nacional de</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>· Interés Variable</td>
<td>9,1</td>
<td>0,7</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Valores privados</strong></td>
<td>51,6</td>
<td>17,1</td>
<td>9,4</td>
<td>9,4</td>
<td>16,7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio.
CUADRO IV-3 (Continuación). Estructura de los montos en el Mercado de Valores de Buenos Aires

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valores públicos</td>
<td>76,3</td>
<td>74,6</td>
<td>90,6</td>
<td>75,8</td>
<td>51,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Valores públicos nacionales</td>
<td>76,3</td>
<td>69,6</td>
<td>83,3</td>
<td>72,5</td>
<td>50,8</td>
</tr>
<tr>
<td>- Largo plazo</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Moneda extranjera</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Bonos externos</td>
<td>74,6</td>
<td>68,1</td>
<td>61,3</td>
<td>46,1</td>
<td>35,5</td>
</tr>
<tr>
<td>- Moneda Nacional</td>
<td>2,3</td>
<td>2,6</td>
<td>2,7</td>
<td>15,3</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Cédulas Hipotecarias</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Argentinas</td>
<td>2,3</td>
<td>0,9</td>
<td>12,7</td>
<td>26,4</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Mediano plazo</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Títulos Cancelación</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- de Deudas de Y.P.F.</td>
<td>0,9</td>
<td></td>
<td>2,7</td>
<td>26,4</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- BARRA</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- BAGON</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- TACAM</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Valores públicos</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>provisionales</td>
<td>5,0</td>
<td>7,3</td>
<td>3,3</td>
<td>1,1</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- VAVIS</td>
<td>4,9</td>
<td>4,6</td>
<td>2,9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Otros</td>
<td>0,1</td>
<td>2,7</td>
<td>0,5</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Valores privados</td>
<td>23,7</td>
<td>26,6</td>
<td>9,4</td>
<td>24,2</td>
<td>48,1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio.
CUADRO IV-4. Principales características financieras de los títulos ajustables en australes al portador y cotizables en Bolsa emitidos por el Tesoro Nacional durante 1987

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nombre</th>
<th>Plazo (años)</th>
<th>Tasa</th>
<th>Amortización</th>
<th>Ajuste</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bonos en Australes</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Gobierno Nacional (BACON) (2 series)</td>
<td>4</td>
<td>LIBOR</td>
<td>8 cuotas semestrales</td>
<td>Indice de Precios cupones Bonex</td>
</tr>
<tr>
<td>Bonos Ajustables Renta Real Asegurada (BARRAS) (2 series)</td>
<td>3</td>
<td>2%</td>
<td>6 cuotas semestrales</td>
<td>El mayor de: Indice tasas interés o Indice precios combinado y consumidor</td>
</tr>
<tr>
<td>Tit. Ajustables</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Gobierno Nacional</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Tipo de Cambio (TACAM) (4 series)</td>
<td>1-5(1)</td>
<td>LIBOR</td>
<td>cuotas anuales</td>
<td>Tipo de cambio préstamos externos</td>
</tr>
</tbody>
</table>

(1) El plazo difiere entre las distintas series de estos títulos.

Fuente: BCRA
<table>
<thead>
<tr>
<th>Nombre</th>
<th>Plazo (años)</th>
<th>Tasa</th>
<th>Amortización</th>
<th>Ajuste</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Tit. Ajustables</td>
<td>1 - 2</td>
<td>LIHOR</td>
<td>2-4 cuotas semestrales</td>
<td>Tipo de cambio mayoría de las importaciones</td>
</tr>
<tr>
<td>Gob. Nacional Tipo de Cambio Oficial (TICOF) (2 series)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bonos Ajustables de Rentas Real Asegurada (BARRAS) (3 series)</td>
<td>1 - 3</td>
<td>2%</td>
<td>6 cuotas semestrales</td>
<td>El mayor de: Indice tasas de interés o Indice precios combinado (mayor y minorista)</td>
</tr>
<tr>
<td>Letras Ajustables del Tesoro Nacional (6 series)</td>
<td>1/3</td>
<td>LIHOR</td>
<td>1 cuota</td>
<td>Tipo de cambio mayoritario import. Tipo de cambio mercado libre</td>
</tr>
<tr>
<td>Letras Ajustables del Tesoro Nacional Índice Financiero (1 serie)</td>
<td>1/2</td>
<td>2%</td>
<td>1 cuota</td>
<td>Índice de tasas de interés</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: HCRA
CUADRO IV-6. Evolución de la circulación neta de Bonos Externos (BONEX)

<table>
<thead>
<tr>
<th>A fin de</th>
<th>En millones de dólares</th>
<th>A fin de</th>
<th>En millones de dólares</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1979</td>
<td>226</td>
<td>1987</td>
<td>3.210</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>147</td>
<td>1987</td>
<td>3.218</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>1.255</td>
<td>1987</td>
<td>3.268</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>3.047</td>
<td>1987</td>
<td>3.114</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>3.545</td>
<td>1988</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>3.778</td>
<td>IV</td>
<td>2.575</td>
</tr>
<tr>
<td>1985 I</td>
<td>3.509</td>
<td>IV 1989</td>
<td>5.292</td>
</tr>
<tr>
<td>1985 II</td>
<td>3.451</td>
<td>II 1990</td>
<td>4.952</td>
</tr>
<tr>
<td>1985 III</td>
<td>3.462</td>
<td>I 1990</td>
<td>4.882</td>
</tr>
<tr>
<td>1985 IV</td>
<td>3.430</td>
<td>II 1990</td>
<td>5.099</td>
</tr>
<tr>
<td>1986 I</td>
<td>3.132</td>
<td>III 1990</td>
<td>OCubre 5.492</td>
</tr>
<tr>
<td>1986 II</td>
<td>3.038</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1986 III</td>
<td>3.074</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1986 IV</td>
<td>3.139</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: BCRA.
CUADRO IV-7. Principales características financieras de los títulos cotizables al portador, emitidos por gobiernos provinciales

<table>
<thead>
<tr>
<th>Nombre y emisor</th>
<th>Garantía</th>
<th>Plazo Años</th>
<th>Tasa (%)</th>
<th>Ajuste</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Federación</td>
<td>Coparticipación impuestos</td>
<td>10</td>
<td>12</td>
<td>Índice de Precios al Por Mayor</td>
</tr>
<tr>
<td>(Prov. La Rioja)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>VAVIS I</td>
<td>Gob. Prov. Buenos As.</td>
<td>10</td>
<td>3</td>
<td>Índice del Costo de la Construcción</td>
</tr>
<tr>
<td>(Bco. Prov. Buenos As.)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>VAVIS II, III, IV</td>
<td>Gob. Prov. Buenos As.</td>
<td>5</td>
<td>8</td>
<td>Índice de Precios al Consumidor</td>
</tr>
<tr>
<td>(Bco. Prov. Buenos As.)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>TEBRISOBONO</td>
<td>Tesoro</td>
<td>7</td>
<td></td>
<td>Tasa de interés libre más un adicional de hasta el 20%</td>
</tr>
<tr>
<td>(Prov. Bs. As.)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>OROCAT</td>
<td>Oro de la Prov. Catamarca</td>
<td>8</td>
<td>8</td>
<td>Precio de oro/BONEX</td>
</tr>
<tr>
<td>(Prov. de Catamarca)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio
<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de</th>
<th>australes</th>
<th>Total de empresas en millones</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>prec. dic. 89</td>
<td>dólares corrientes</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>869 553</td>
<td>602</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>966 421</td>
<td>768</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>2 835 302</td>
<td>2 388</td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>1 997 267</td>
<td>1 864</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>1 550 172</td>
<td>1 500</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>1 890 830</td>
<td>2 191</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>1 522 622</td>
<td>1 594</td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>1 346 463</td>
<td>1 199</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>1 602 364</td>
<td>1 449</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>1 330 937</td>
<td>1 328</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>1 424 491</td>
<td>1 177</td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>1 303 007</td>
<td>1 044</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>1 229 334</td>
<td>1 086</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>1 754 896</td>
<td>1 396</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>2 503 458</td>
<td>2 729</td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>1 658 152</td>
<td>2 015</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marzo</td>
<td>2 672 871</td>
<td>1 535</td>
</tr>
<tr>
<td>Junio</td>
<td>8 796 592</td>
<td>2 334</td>
</tr>
<tr>
<td>Septiembre</td>
<td>5 735 269</td>
<td>5 626</td>
</tr>
<tr>
<td>Diciembre</td>
<td>5 740 163</td>
<td>2 958</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio para los datos de la primera columna; La segunda columna fue elaborada utilizando el tipo de cambio fin de mes de la moneda argentina, en mercados internacionales publicado por Techint.
CUADRO IV-9. Cantidad de sociedades autorizadas a negociar acciones, años 1960 a 1983

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de año</th>
<th>Cantidad</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1960</td>
<td>552</td>
</tr>
<tr>
<td>1961</td>
<td>660</td>
</tr>
<tr>
<td>1962</td>
<td>669</td>
</tr>
<tr>
<td>1963</td>
<td>658</td>
</tr>
<tr>
<td>1964</td>
<td>613</td>
</tr>
<tr>
<td>1965</td>
<td>567</td>
</tr>
<tr>
<td>1966</td>
<td>540</td>
</tr>
<tr>
<td>1967</td>
<td>516</td>
</tr>
<tr>
<td>1968</td>
<td>482</td>
</tr>
<tr>
<td>1969</td>
<td>454</td>
</tr>
<tr>
<td>1970</td>
<td>414</td>
</tr>
<tr>
<td>1971</td>
<td>370</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de año</th>
<th>Cantidad</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1972</td>
<td>363</td>
</tr>
<tr>
<td>1973</td>
<td>342</td>
</tr>
<tr>
<td>1974</td>
<td>327</td>
</tr>
<tr>
<td>1975</td>
<td>322</td>
</tr>
<tr>
<td>1976</td>
<td>310</td>
</tr>
<tr>
<td>1977</td>
<td>303</td>
</tr>
<tr>
<td>1978</td>
<td>296</td>
</tr>
<tr>
<td>1979</td>
<td>287</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>287</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>263</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>248</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>238</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio.
CUADRO IV-10. Cantidad de sociedades autorizadas a negociar acciones, años 1984 a 1990

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de trimestre</th>
<th>Cantidad</th>
<th>Fin de trimestre</th>
<th>Cantidad</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1984 I</td>
<td>237</td>
<td>1987 I</td>
<td>217</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>235</td>
<td>II</td>
<td>212</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>235</td>
<td>III</td>
<td>210</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>236</td>
<td>IV</td>
<td>206</td>
</tr>
<tr>
<td>1985 I</td>
<td>235</td>
<td>1988 I</td>
<td>200</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>235</td>
<td>II</td>
<td>198</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>211</td>
<td>III</td>
<td>1985</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>227</td>
<td>IV</td>
<td>194</td>
</tr>
<tr>
<td>1986 I</td>
<td>225</td>
<td>1989 I</td>
<td>189</td>
</tr>
<tr>
<td>II</td>
<td>224</td>
<td>II</td>
<td>189</td>
</tr>
<tr>
<td>III</td>
<td>220</td>
<td>III</td>
<td>187</td>
</tr>
<tr>
<td>IV</td>
<td>217</td>
<td>IV</td>
<td>184</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>1990 I</td>
<td>184</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>II</td>
<td>181</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio.
CUADRO IV-11. Principales características de las Obligaciones Negociables emitidas hasta el 31 de enero de 1991

<table>
<thead>
<tr>
<th>Empresa/Serie</th>
<th>Monto de la emisión en millones de dólares</th>
<th>Ajuste del capital</th>
<th>Intereses (años)</th>
<th>Plazo</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Pluspetrol</td>
<td>24,6</td>
<td>Dólar libre</td>
<td>LIBOR</td>
<td>3,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Alpargatas</td>
<td>2,8</td>
<td>Dólar BONEX 87</td>
<td>LIBOR + 3%</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>Alpargatas</td>
<td>22,0</td>
<td></td>
<td>LIBOR</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>Massuh</td>
<td>5,0</td>
<td>Dólar BONEX 87</td>
<td>LIBOR + 1%</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>Della Pena</td>
<td>3,0</td>
<td>Dólar BONEX 87</td>
<td>LIBOR + 1%</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>Denti</td>
<td>2,0</td>
<td>Dólar BONEX 87</td>
<td>LIBOR + 1%</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>Molinos</td>
<td>5,0</td>
<td></td>
<td>LIBOR + 4,6%</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>Molinos</td>
<td>21,0</td>
<td></td>
<td>11%</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Total</strong></td>
<td><strong>85,4</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Nota: Todas las obligaciones son no convertibles. Las obligaciones que no tienen indicado el ajuste del capital corresponden a valores denominados en dólares.
Fuente: Obligaciones Negociables, publicado por Mercado Abierto S. A. y Redinta Soc. de Bolsa.
CUADRO IV-12. Evolución de los patrimonios de los fondos comunes de inversión

<table>
<thead>
<tr>
<th>Fin de</th>
<th>Moneda vigente argentina</th>
<th>Patrimonio en millones de moneda argentina</th>
<th>Cotización del dólar libre</th>
<th>Patrimonio en millones de dólares</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1975</td>
<td>peso ley</td>
<td>721,6</td>
<td>127,50</td>
<td>5,7</td>
</tr>
<tr>
<td>1976</td>
<td>&quot;</td>
<td>12.757,5</td>
<td>276,00</td>
<td>46,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1977</td>
<td>&quot;</td>
<td>9.944,9</td>
<td>599,50</td>
<td>16,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1978</td>
<td>&quot;</td>
<td>32.119,1</td>
<td>998,00</td>
<td>32,2</td>
</tr>
<tr>
<td>1979</td>
<td>&quot;</td>
<td>185.703,3</td>
<td>1.611,50</td>
<td>117,1</td>
</tr>
<tr>
<td>1980</td>
<td>&quot;</td>
<td>175.776,5</td>
<td>1.997,50</td>
<td>88,6</td>
</tr>
<tr>
<td>1981</td>
<td>&quot;</td>
<td>290.310,6</td>
<td>10.400,00</td>
<td>27,5</td>
</tr>
<tr>
<td>1982</td>
<td>&quot;</td>
<td>533.261,4</td>
<td>68.000,00</td>
<td>7,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1983</td>
<td>peso argentino</td>
<td>457,6</td>
<td>25,65</td>
<td>17,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1984</td>
<td>&quot;</td>
<td>2.640,2</td>
<td>205,00</td>
<td>12,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1985</td>
<td>austral</td>
<td>27,8</td>
<td>0,875</td>
<td>31,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1986</td>
<td>&quot;</td>
<td>24,7</td>
<td>1,668</td>
<td>14,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1987</td>
<td>&quot;</td>
<td>48,4</td>
<td>5,695</td>
<td>9,5</td>
</tr>
<tr>
<td>1988</td>
<td>&quot;</td>
<td>326,6</td>
<td>16,38</td>
<td>19,9</td>
</tr>
<tr>
<td>1989</td>
<td>&quot;</td>
<td>132.233,2</td>
<td>1.940,00</td>
<td>68,2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Notas: Los patrimonios se definen como el producto del valor de las cuotapartes multiplicadas por la cantidad de cuotapartes en circulación.
Fuente: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. La cotización del dólar en el mercado libre corresponde a la serie elaborada por Techint, con datos de fin de mes.
CUADRO IV-13. Estructura de las inversiones de los fondos de retiro (Datos al 31.12.89)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Activos</th>
<th>Distribución (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>BONEX y otros títulos públicos</td>
<td>62,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Acciones</td>
<td>14,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Depósitos a plazo</td>
<td>19,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Otros</td>
<td>4,6</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Total</strong></td>
<td><strong>100,0</strong></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Superintendencia de Seguros.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Compañía</th>
<th>Millones de australes</th>
<th>Participación porcentual</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Estrella</td>
<td>3.946,9</td>
<td>13,26</td>
</tr>
<tr>
<td>Sur</td>
<td>2.316,1</td>
<td>7,78</td>
</tr>
<tr>
<td>Habiendo Sudamérica</td>
<td>1.626,6</td>
<td>5,47</td>
</tr>
<tr>
<td>Paraná</td>
<td>1.620,4</td>
<td>5,44</td>
</tr>
<tr>
<td>Providencia</td>
<td>1.372,4</td>
<td>4,48</td>
</tr>
<tr>
<td>Metropol</td>
<td>1.562,3</td>
<td>5,25</td>
</tr>
<tr>
<td>Reconquista</td>
<td>1.503,9</td>
<td>5,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Sancor</td>
<td>1.477,1</td>
<td>4,96</td>
</tr>
<tr>
<td>Colombia</td>
<td>1.429,6</td>
<td>4,80</td>
</tr>
<tr>
<td>Mañana Aseguradoras</td>
<td>1.259,1</td>
<td>4,23</td>
</tr>
<tr>
<td>FATA</td>
<td>1.188,3</td>
<td>3,93</td>
</tr>
<tr>
<td>Zurich Iguazu</td>
<td>1.133,1</td>
<td>3,81</td>
</tr>
<tr>
<td>Geit</td>
<td>1.118,3</td>
<td>3,76</td>
</tr>
<tr>
<td>Federación Agraria</td>
<td>1.045,1</td>
<td>3,51</td>
</tr>
<tr>
<td>San Cristobal</td>
<td>965,6</td>
<td>3,24</td>
</tr>
<tr>
<td>Meridional</td>
<td>962,7</td>
<td>3,23</td>
</tr>
<tr>
<td>Federación Patronal</td>
<td>885,2</td>
<td>2,97</td>
</tr>
<tr>
<td>Prudencia</td>
<td>696,4</td>
<td>2,34</td>
</tr>
<tr>
<td>Aseguradores Solidarios</td>
<td>682,4</td>
<td>2,29</td>
</tr>
<tr>
<td>Segunda</td>
<td>624,9</td>
<td>2,10</td>
</tr>
<tr>
<td>Asegurar</td>
<td>610,7</td>
<td>2,05</td>
</tr>
<tr>
<td>República</td>
<td>522,8</td>
<td>1,76</td>
</tr>
<tr>
<td>Total del sistema</td>
<td>29.758,7</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Cantidad de asegurados</th>
<th>Pólizas individuales</th>
<th>Pólizas colectivas</th>
<th>Pólizas totales</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Total del sistema</td>
<td>67.409</td>
<td>41.051</td>
<td>108.460</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Superintendencia de Seguros.
Un análisis estadístico de algunos aspectos del sistema financiero y del mercado de valores
El propósito de esta sección es presentar un sencillo análisis de estadística descriptiva, de distintas variables relacionadas con el mercado de capitales y el sistema financiero, sugerido por el análisis de selección de cartera (12). El Gráfico 1 presenta la evolución de tres variables: (a) el índice de valor real de las acciones de la Bolsa, es decir, el índice nominal de la Bolsa deflacionado por el índice de precios al por mayor; (b) el índice de cotización del dólar deflacionado por el índice de precios combinado (al por mayor y al consumidor por partes iguales) y (c) un índice financiero real basado sobre la evolución de la tasa de interés nominal de los depósitos a plazo fijo en los bancos, deflacionado por el índice de precios combinado. Para este último índice, se tomó la tasa de interés no regulada para los depósitos a plazo siempre que ésta existió en el mercado financiero institucionalizado, caso contrario se tomó la tasa regulada.

En un período corto, cuando se aplicó el Plan Bonex, en el que no hubo operaciones de depósitos a plazo fijo, se tomó la tasa de interés de los depósitos en caja de ahorro. Los tres índices miden el valor real de una inversión sostenida a través del tiempo en las alternativas mencionadas: bolsa (acciones), billete dólar y depósito bancario a interés.

El año 1980, comienzo de la década, fue tomado como base, igual a la unidad, para las tres variables. Esta elección muestra claramente en el Gráfico 1 el aumento del dólar real que ocurrió durante 1981 a 1983. De ahí en adelante, el Gráfico 1 muestra que la cotización del dólar experimentó alguna caída, con
oscilaciones, y en 1988, con el Plan Primavera, descendió para después aumentar pronunciadamente con la hiperinflación de 1989, bajó nuevamente, volvió a subir a fines de 1989 y principios de 1990 y cayó después a lo largo de 1990. El índice real de la Bolsa muestra, por su parte, una baja inicial seguida de oscilaciones durante varios años, con dos máximos en 1989 y después caída. Por último, el índice bancario real muestra una declinación durante 1982 y después una tendencia a la caída con pocas oscilaciones. Para un valor igual a la unidad para el año 1980, los valores del año 1990 fueron los siguientes: el índice real de la Bolsa 0.6, lo que indica una caída del 40%, el índice del billete dólar (real) 1.7 con un aumento respecto del período base del 70% y el índice bancario real igual a 0.1, con una pérdida del 90%. Estas comparaciones deben tomarse con cuidado, ya que en el caso de la Bolsa no se tiene en cuenta los dividendos en efectivo (no son significativos) que pudieron recibir los accionistas y en el caso del dólar, se refiere a una inversión en billete dólar mientras que si la inversión fuese en depósitos en dólares habría, como luego se verá, una ganancia mayor dada por los intereses del depósito. En el índice financiero, por construcción, ya están incorporados los intereses de los depósitos, por lo que las variaciones que muestra este índice pueden ser tomadas directamente. En resumen, se puede decir que los inversores de largo plazo en el sistema financiero perdieron significativamente, mientras que el inversor en dólares ganó significativamente y un resultado intermedio obtuvo el que invirtió en acciones en la Bolsa. En el Cuadro 1 se incluye además la evolución estimada de una inversión de depósitos en eurodólares. El efecto de los intereses hace que una inversión igual a la unidad en el año 1980 termine en 1990 con un valor real de 4.4 que se compara muy favorablemente con la evolución real del billete dólar y de las otras inversiones.

Debe señalarse que los resultados comentados dependen de la base elegida. Se puede ver en el Gráfico 1 que si se eligiese como base el año 1983 y se lo comparase con 1990, el dólar billete no hubiese dado ganancia sino pérdida, la Bolsa terminaría en un nivel algo superior al de 1983 y el índice financiero daría una pérdida inferior a la que se obtiene si se toma como base 1980. Más precisamente, los valores promedio anuales son los siguientes:
CUADRO 1

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bolsa</td>
<td>1.0</td>
<td>0.47</td>
<td>0.45</td>
<td>0.53</td>
<td>0.54</td>
<td>0.46</td>
</tr>
<tr>
<td>Dólar billete</td>
<td>1.0</td>
<td>1.40</td>
<td>2.41</td>
<td>2.71</td>
<td>2.43</td>
<td>2.41</td>
</tr>
<tr>
<td>Dólar depósito</td>
<td>1.0</td>
<td>1.63</td>
<td>3.20</td>
<td>3.95</td>
<td>3.94</td>
<td>4.24</td>
</tr>
<tr>
<td>Depósito bancos</td>
<td>1.0</td>
<td>1.08</td>
<td>0.88</td>
<td>0.55</td>
<td>0.36</td>
<td>0.24</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bolsa</td>
<td>0.55</td>
<td>0.44</td>
<td>0.51</td>
<td>1.07</td>
<td>0.60</td>
<td>0.60</td>
</tr>
<tr>
<td>Dólar billete</td>
<td>2.06</td>
<td>2.34</td>
<td>2.08</td>
<td>2.77</td>
<td>1.71</td>
<td>2.12</td>
</tr>
<tr>
<td>Dólar depósito</td>
<td>3.88</td>
<td>4.73</td>
<td>4.54</td>
<td>6.61</td>
<td>4.43</td>
<td>3.85</td>
</tr>
<tr>
<td>Depósito bancos</td>
<td>0.26</td>
<td>0.28</td>
<td>0.28</td>
<td>0.25</td>
<td>0.10</td>
<td>0.48</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Dado estos resultados de las principales inversiones, hay por parte de los inversores una actitud de cautela frente a la Bolsa (puede o no mantener el valores real de las inversiones) y de alejamiento del sistema financiero (en general, no mantuvo el valor real de las inversiones aunque hubo períodos en que sí lo hizo). Con respecto al dólar, ha habido un proceso de acercamiento, en el largo plazo, a estas inversiones por ser considerada una buena inversión, aun cuando en el corto plazo, después de una devaluación significativa del dólar, las inversiones en el sistema financiero pueden ser muy convenientes cuando las tasas de interés no bajan o bajan poco mientras que la tasa de devaluación observada y esperada en el corto plazo lo hace significativamente.

Si se toma el periodo 1980 a 1988, evitando el período hiperinflacionario de 1989 y 1990, que puede producir una distorsión en los resultados estadísticos, se observa una correlación negativa entre el índice del dólar billete y los otros dos índices: el de la bolsa y de los depósitos a interés. Esto es, cuando el valor real del dólar billete sube, tiende a caer el valor real de las inversiones en la Bolsa y en sistema financiero. Concordantemente, no aparece una correlación negativa
entre la Bolsa y los depósitos en el sistema financiero sino positiva. Los coeficientes de correlación para 1980 a 1988 son los siguientes:

- Indice real del dólar billete, índ. real Bolsa = -0.389
- Indice real del dólar billete, índ. real depósitos = -0.565
- Indice real de la Bolsa, índ. real depósitos = 0.279

El Gráfico 2 muestra las tasas de variación del índice real de la Bolsa, del índice real del dólar y del índice real financiero. La escala vertical del Gráfico 2 muestra una mayor variabilidad que corresponde al índice real de la bolsa, siguiéndole el índice real del dólar y con la menor variabilidad, el índice real financiero. Resultados análogos se obtiene si se considera la variabilidad de las tasas nominales de variación de las distintas inversiones. Se tiene entonces que la Bolsa presenta una mayor variabilidad que para el inversor con aversión al riesgo, es un desincentivo.

2. El propósito de este punto es el de informar sobre algunos resultados econométricos muy preliminares en relación a la cotización de las acciones de un grupo de 24 empresas líderes listadas en los cuadros V-1 y V-2 y sus respectivas tasas de ganancias. Para examinar esta relación se siguieron dos enfoques en la utilización de los datos: uno, de series de tiempo, utilizando directamente datos trimestrales de cada empresa, y que no proporcionó resultados positivos y otro de sección cruzada con el promedio de los datos trimestrales de 19 trimestres que proporcionó resultados más interesantes.

La regresión corrida es muy simple: el precio o cotización del capital accionario en relación al valor de libros del capital depende del resultado trimestral anualizado en relación al patrimonio neto. Si para simplificar llamamos a la primera variable meramente "precio" y a la segunda "ganancia", se obtuvo para los valores promedio de 19 trimestres de cada una de las 24 empresas consideradas la siguiente ecuación:

\[
\text{Precio} = 31.76 + 1.48 \text{ Ganancia}
\]

\[
(14.16) \ (6.24)
\]

Entre paréntesis se han escrito los valores del estadístico "t". Otros datos estadísticos son:

- R cuadrado 0.64. R cuadrado corregido 0.62. Error estándar de la regresión 10.33. Valor medio de la variable dependiente 56.51. Error estándar de la variable dependiente 16.62. Estadístico F 38.94

130
El diagrama de dispersión de las observaciones y la recta de regresión se pueden apreciar en el Gráfico 3.

Los datos de los cuadros V-3 y V-4 permiten efectuar un análisis estadístico desde un ángulo un poco distinto. Las variables siguen siendo el cociente precio de las acciones/valor de libros y el cociente utilidad/patrimonio neto, pero los datos corresponden ahora a once sectores de actividad económica, con datos anuales de un lapso de cinco años, y no a veinticuatro empresas con datos trimestrales promediados a lo largo de un período aproximadamente similar.

Una observación directa de los datos del cuadro V-3 muestra que los correspondientes al año 1989 son en general más altos que los valores de los años anteriores, lo que sugirió la conveniencia de incluir en las regresiones entre precio y utilidad una variable ficticia por cada año, en especial, por el año 1989. Los resultados obtenidos en primer lugar, sin incluir variables ficticias, fueron los siguientes (para 55 observaciones que corresponden a 11 sectores económicos durante 5 años):

\[ \text{Precio} = 42,78 + 1,34 \text{ Ganancia} \]

\[ (6,89) (2,36) \]

siendo el coeficiente de correlación cuadrático, corregido por grados de libertad, muy bajo 0,078. La inclusión de una variable ficticia para los datos del año 1989 modificó el R cuadrado corregido. Se obtuvo el siguiente resultado:

\[ \text{Precio} = 28,83 + 0,845 \text{ Ganancia} + 75,50 \text{ ficticia 89} \]

\[ (95,65) (1,97) \]

\[ (6,57) \]

siendo el coeficiente R cuadrado corregido igual a 0,486. Otra regresión efectuada con variables ficticias para las observaciones de cada año dio como resultado que solamente era significativa, en términos del estadístico "t", la ficticia del año 1989.

3. En conclusión, hay una mayor volatilidad de las cotizaciones bursátiles, medidas con datos mensuales, en comparación con las inversiones en el sistema financiero y en moneda extranjera.

Las variaciones del precio de las acciones, en relación al valor de libros, no ha podido ser explicada satisfactoriamente con la tasa de ganancia de las
empresas, utilizando un enfoque de series de tiempo con datos trimestrales, de una muestra de 24 empresas.

Cuando se emplean datos promedio de cada empresa para un período de casi cinco años, en un enfoque de sección cruzada, surge una relación entre el precio de las acciones/valor de libros y la tasa de ganancia.

Los resultados preliminares obtenidos, sugieren la inclusión de otras variables para determinar si se puede obtener una mejor explicación de la variación del precio de las acciones, en relación al valor de libros (20).
GRAFICA 1. Indíces reales de inversión

Fuente: Bolsa de Comercio (índice de valor); Ambito Financiero (tipo de cambio); INDEC (precios); BCRA (tasa de interés).
Elaboración del autor.
GRAFICA 2. Tasas de Variación

Indice real de la Bolsa

Indice real del dólar
Fuente: Bolsa de Comercio (índice de valor); Ambito Financiero (tipo de cambio); INDEC (precios); BCRA (tasa de interés).
Elaboración del autor.
GRAFICA 3. Datos promedio de 24 encuestas.
GRAFICA 4. Datos trimestrales de once sectores
CUADRO V.I. Relación precio de las acciones/valor libros (en %) de empresas líderes que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
(Período II trimestre 1985 a IV trimestre 1989)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Empresa</th>
<th>Promedio</th>
<th>Desviación standard</th>
<th>Máximo</th>
<th>Mínimo</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Acindar</td>
<td>11,2</td>
<td>7,2</td>
<td>30,3</td>
<td>3,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Alpargatas</td>
<td>25,1</td>
<td>16,0</td>
<td>76,4</td>
<td>6,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Astra</td>
<td>51,0</td>
<td>29,7</td>
<td>151,2</td>
<td>23,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Atanor</td>
<td>47,0</td>
<td>26,2</td>
<td>119,7</td>
<td>8,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Bagley</td>
<td>24,4</td>
<td>14,7</td>
<td>74,5</td>
<td>4,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Celulosa</td>
<td>12,7</td>
<td>7,1</td>
<td>56,8</td>
<td>1,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Electrochoor</td>
<td>40,7</td>
<td>29,2</td>
<td>120,6</td>
<td>13,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Fabril</td>
<td>6,4</td>
<td>7,5</td>
<td>52,9</td>
<td>2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Banco Francés</td>
<td>42,9</td>
<td>28,4</td>
<td>134,4</td>
<td>14,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Banco Galicia</td>
<td>35,9</td>
<td>12,7</td>
<td>56,4</td>
<td>16,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Garovaglio</td>
<td>30,8</td>
<td>32,6</td>
<td>108,1</td>
<td>6,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Indupa</td>
<td>66,7</td>
<td>39,0</td>
<td>175,7</td>
<td>18,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Ipako</td>
<td>64,5</td>
<td>49,1</td>
<td>218,4</td>
<td>19,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Ledesma</td>
<td>33,1</td>
<td>21,8</td>
<td>101,2</td>
<td>10,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Molinos</td>
<td>47,9</td>
<td>35,9</td>
<td>167,7</td>
<td>13,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Pérez Compano</td>
<td>63,0</td>
<td>79,3</td>
<td>372,8</td>
<td>13,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Pirecrodo</td>
<td>34,7</td>
<td>23,1</td>
<td>105,0</td>
<td>10,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Pirelli</td>
<td>44,7</td>
<td>22,5</td>
<td>99,1</td>
<td>7,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Química</td>
<td>47,7</td>
<td>30,6</td>
<td>131,3</td>
<td>16,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Renault</td>
<td>42,8</td>
<td>21,2</td>
<td>91,5</td>
<td>15,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Rigolotau</td>
<td>13,0</td>
<td>5,8</td>
<td>25,4</td>
<td>1,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Siderca</td>
<td>42,4</td>
<td>59,4</td>
<td>268,4</td>
<td>13,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Tañaced</td>
<td>17,6</td>
<td>10,4</td>
<td>44,6</td>
<td>4,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Terrabusi</td>
<td>27,1</td>
<td>14,5</td>
<td>68,8</td>
<td>8,6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Datos de balance y resultados del Instituto Argentino de Mercado de Capitales. Elaboración estadística del autor.
CUADRO V-2. Relación Resultado trimestral anualizado/Patrónimo neto (en %) de empresas líderes que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Empresa</th>
<th>Promedio</th>
<th>Desviación standard</th>
<th>Máximo</th>
<th>Mínimo</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Acindar</td>
<td>-6,3</td>
<td>14,4</td>
<td>15,3</td>
<td>-38,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Alpargatas</td>
<td>-1,8</td>
<td>13,1</td>
<td>14,5</td>
<td>-34,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Astra</td>
<td>13,8</td>
<td>8,6</td>
<td>38,2</td>
<td>-1,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Atanor</td>
<td>10,8</td>
<td>13,9</td>
<td>49,7</td>
<td>-12,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Bagley</td>
<td>-1,1</td>
<td>21,5</td>
<td>70,1</td>
<td>-37,7</td>
</tr>
<tr>
<td>Celulosa</td>
<td>-6,4</td>
<td>28,1</td>
<td>52,9</td>
<td>-86,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Electrolar</td>
<td>10,7</td>
<td>15,7</td>
<td>55,6</td>
<td>-21,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Fabril</td>
<td>-10,0</td>
<td>34,9</td>
<td>92,9</td>
<td>-96,5</td>
</tr>
<tr>
<td>Francés</td>
<td>16,6</td>
<td>16,7</td>
<td>58,6</td>
<td>-4,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Galicia</td>
<td>13,3</td>
<td>12,1</td>
<td>43,2</td>
<td>0,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Garovaglio</td>
<td>-1,2</td>
<td>30,1</td>
<td>91,4</td>
<td>-60,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Indupa</td>
<td>19,4</td>
<td>47,9</td>
<td>114,0</td>
<td>-127,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Ipako</td>
<td>17,0</td>
<td>18,8</td>
<td>67,6</td>
<td>-9,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Lodesma</td>
<td>4,7</td>
<td>9,2</td>
<td>16,1</td>
<td>-23,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Molinos</td>
<td>2,6</td>
<td>21,5</td>
<td>68,7</td>
<td>-29,0</td>
</tr>
</tbody>
</table>
| Pérez Compan 
| 9,4      | 11,4                | 34,6   | -18,6  |
| Riccardo     | 3,3      | 17,1                | 34,6   | -29,2  |
| Pirelli      | 1,2      | 14,8                | 18,0   | -43,2  |
| Quirizia     | 4,4      | 27,2                | 55,4   | -85,8  |
| Renault      | -8,0     | 27,3                | 13,9   | -103,3 |
| Rigolau      | -5,4     | 34,5                | 75,2   | -96,2  |
| Siderca      | 3,6      | 4,2                 | 12,3   | -4,7   |
| Tabacal      | -13,6    | 41,7                | 88,6   | -110,3 |
| Terrabusi    | 0,7      | 17,0                | 37,2   | -46,8  |

Fuente: Datos de balance y resultados del Instituto Arvelino de Mercado de Capitales. Elaboración estadística del autor.
CUADRO V.3. Evolución de la relación Precio de las acciones/Valor de libros por sector de actividad económica (en %).

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Alimentos, bebidas y tabaco</td>
<td>38</td>
<td>27</td>
<td>41</td>
<td>29</td>
<td>125</td>
</tr>
<tr>
<td>Establecimientos financieros</td>
<td>49</td>
<td>36</td>
<td>25</td>
<td>26</td>
<td>86</td>
</tr>
<tr>
<td>Empresas azucareras</td>
<td>17</td>
<td>18</td>
<td>38</td>
<td>20</td>
<td>99</td>
</tr>
<tr>
<td>Textiles</td>
<td>16</td>
<td>22</td>
<td>20</td>
<td>27</td>
<td>51</td>
</tr>
<tr>
<td>Papel, impresión y editoriales</td>
<td>13</td>
<td>9</td>
<td>16</td>
<td>19</td>
<td>55</td>
</tr>
<tr>
<td>Química</td>
<td>43</td>
<td>51</td>
<td>42</td>
<td>30</td>
<td>68</td>
</tr>
<tr>
<td>Productos metálicos</td>
<td>28</td>
<td>21</td>
<td>23</td>
<td>23</td>
<td>125</td>
</tr>
<tr>
<td>Comercio e importaciones</td>
<td>27</td>
<td>27</td>
<td>20</td>
<td>30</td>
<td>70</td>
</tr>
<tr>
<td>Petróleo</td>
<td>45</td>
<td>43</td>
<td>63</td>
<td>28</td>
<td>255</td>
</tr>
<tr>
<td>Minerales no metalesios</td>
<td>34</td>
<td>28</td>
<td>11</td>
<td>10</td>
<td>29</td>
</tr>
<tr>
<td>Otros sectores</td>
<td>50</td>
<td>38</td>
<td>59</td>
<td>41</td>
<td>240</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
CUADRO V-4. Evolución de la relación Utilidad/Patrimonio neto por sector de actividades económicas (en %).

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Alimentos, bebidas y tabaco</td>
<td>-2,37</td>
<td>-45,52</td>
<td>5,62</td>
<td>7,33</td>
<td>-1,14</td>
</tr>
<tr>
<td>Establecimientos financieros</td>
<td>5,97</td>
<td>14,44</td>
<td>7,68</td>
<td>9,77</td>
<td>27,78</td>
</tr>
<tr>
<td>Empresas azucareras</td>
<td>-5,61</td>
<td>-12,90</td>
<td>4,15</td>
<td>2,56</td>
<td>0,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Textiles</td>
<td>-15,79</td>
<td>-4,98</td>
<td>-2,24</td>
<td>1,17</td>
<td>1,81</td>
</tr>
<tr>
<td>Papeles, imprentas y editoriales</td>
<td>-2,96</td>
<td>-13,39</td>
<td>-2,29</td>
<td>4,89</td>
<td>4,06</td>
</tr>
<tr>
<td>Química</td>
<td>7,50</td>
<td>11,22</td>
<td>10,08</td>
<td>27,28</td>
<td>27,77</td>
</tr>
<tr>
<td>Productos metálicos</td>
<td>-1,13</td>
<td>-0,67</td>
<td>1,35</td>
<td>3,91</td>
<td>-0,41</td>
</tr>
<tr>
<td>Comercio e importaciones</td>
<td>-12,43</td>
<td>-7,63</td>
<td>-14,69</td>
<td>-20,10</td>
<td>-11,55</td>
</tr>
<tr>
<td>Petróleo</td>
<td>13,16</td>
<td>16,54</td>
<td>15,27</td>
<td>10,21</td>
<td>10,13</td>
</tr>
<tr>
<td>Minerales no metálicos</td>
<td>-6,79</td>
<td>-17,56</td>
<td>-4,48</td>
<td>-0,83</td>
<td>-4,96</td>
</tr>
<tr>
<td>Otros sectores</td>
<td>5,18</td>
<td>7,67</td>
<td>11,52</td>
<td>11,23</td>
<td>13,24</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
Perspectivas del mercado de valores nacional.
Resumen y recomendaciones.
1. Las perspectivas del mercado de capitales para 1991 y años siguientes son inciertas. Los pronósticos a mediano plazo son difíciles de efectuar cuando hay inestabilidad económica. Además, la Argentina está atravesando un período de profundos cambios en materia de instituciones y regímenes económicos, tratando de pasar de una economía muy reglamentada a una economía de mercado. Este pasaje no es simple porque el país lleva varias décadas de intervención del gobierno en la economía y, lo que es seguramente peor, de reglas de intervención y regímenes frecuentemente cambiantes, que han introducido una marcada incertidumbre.

El mercado de capitales no puede escapar a la evolución de la economía argentina en general, es decir, no se puede esperar un mercado de capitales y un sistema financiero florecientes si el nivel de actividad económica está estancado o en retroceso. Una política de estabilidad económica es condición indispensable para la recuperación económica general y del mercado de capitales en particular. Ello requiere del gobierno el seguimiento de políticas macroeconómicas apropiadas. Un elemento de estas políticas debe ser la eliminación del déficit fiscal y cuasi-fiscal; otro elemento debe ser la disminución de la deuda del sector público con el producto de las ventas de los bienes que adquirió para realizar funciones propias del sector privado. Esta transferencia de bienes se puede realizar, en parte, con la venta de acciones al sector privado. Con ello se logrará aumentar la dimensión del mercado de valores y podrá ayudar a darle más estabilidad.

2. Hay que reconocer, por otra parte, que el mercado de capitales puede contribuir a una evolución económica favorable, facilitando la canalización del
ahorro a la inversión productiva. Para ello, hay que modificar diversos regímenes que determinan preponderantemente su evolución.

El panorama que presenta el mercado de capitales desde el punto de vista impositivo, que afecta a inversores nacionales e inversores extranjeros, no es satisfactorio ya que existen impuestos que tratan la liquidez del mercado secundario al gravar significativamente la transferencia de títulos valores y discriminan indebidamente las operaciones. A ello debe agregarse el impuesto a los débitos en el sistema financiero que grava las transacciones efectuadas con los depósitos en cuenta corriente. El Gobierno ha aprobado, apremiado por la necesidad de aumentar la recaudación impositiva, una ley que aumenta este impuesto y que constituye un obstáculo para el desarrollo de su mercado financiero y del mercado de capitales. También se ha aumentado el impuesto a la compraventa de divisas.

La aplicación de estos impuestos, que perturban las transacciones normales de los mercados de capitales, sólo se puede justificar temporalmente porque son impuestos más fáciles de recaudar, aunque desde luego se crean mecanismos tendientes a evitar su pago. Por ejemplo, con el aumento del impuesto a los débitos bancarios cabe esperar un aumento de las cuentas corrientes de los residentes argentinos en los bancos uruguayos del exterior.

3. A pesar de estas dificultades, lo anterior no significa que no haya interés de las instituciones bursátiles en un creciente desarrollo, incluyendo una mayor integración con otras Bolsas latinoamericanas. La Bolsa de Buenos Aires tiene una sólida estructura informática que la capacita para su integración con instituciones similares de otros países. Además, el proyecto de crear una Bolsa electrónica de Iberoamérica, promete las ventajas que se derivan de la existencia de un mercado a nivel internacional.

4. Para una mayor eficiencia del mercado se deben derogar las regulaciones que encarecen su costo. Se deben dejar librados a la oferta y la demanda la determinación de las comisiones que cobran los agentes de bolsa.

La mayoría de las transacciones financieras en la Argentina son de corto plazo. La Bolsa podría cumplir un papel más relevante mientras perdure este cortoplacismo, y aun sin él, incorporando transacciones en documentos de corto plazo como es el «commercial paper» que actualmente no se transa en la Bolsa.

El futuro de las obligaciones negociables depende en buena parte de que se logre la estabilidad económica, sin dejar de reconocer que algunas modificaciones en la ley respectiva son necesarias para su mayor difusión. Actualmente, se efectúan pocas operaciones por lo que son bastante ilíquidas. Se transan bajo la par y ofrecen una alta tasa interna de retorno. Se deberían mantener las exenciones impositivas transitorias previstas en la Ley con carácter permanente; permitir a las empresas deducir en el impuesto a las ganancias la totalidad de los
intereses y ajustes pagados, eliminando el actual límite del 8% en términos reales en relación al índice de precios al por mayor para su deducción como gasto en el balance de la empresa. En lo que respecta al mercado de valores públicos, su futuro dependerá del éxito de la política fiscal.

5. La experiencia argentina de la década de los años ochenta muestra claramente que el sistema financiero no es meramente un velo que no puede perturbar la actividad económica. Las normas que rigen el sistema financiero, sus características institucionales, pueden influir y han influido notablemente. En la década de los ochenta se destacan como aspectos negativos en el sistema financiero argentino dos instituciones: el régimen de garantía de los depósitos y la supervisión de las entidades financieras. En cuanto al primero, se hace necesario su rediseño siguiendo lineamientos como los siguientes: a) el sistema de garantía de los depósitos debería tener la participación obligatoria de todas las entidades financieras; b) la garantía debería estar limitada a los agentes económicos que realmente la necesiten y éstos son los pequeños depositantes que generalmente no tienen información suficiente para discernir el riesgo que entrañan las inversiones financieras en las distintas entidades financieras; c) la garantía real debería estar fijada y no debería oscilar con cambios en el nivel de precios, como ha ocurrido en el pasado; d) tampoco debería existir una garantía implícita a través del mecanismo de intervenciones cautelares; e) la administración del Fondo de Garantía de los Depósitos no debe quedar exclusivamente en manos de la autoridad regulatoria sino que las entidades financieras deben participar en ella; f) las pérdidas que pueda tener el Fondo de Garantía no deben quedar a cargo del Tesoro o de la autoridad regulatoria sino que deben ser distribuidas entre las entidades financieras; g) los aportes de las entidades financieras al Fondo de Garantía deben ser efectuados no solo en proporción a los depósitos sino también en relación con su cartera irregular, para así castigar adecuadamente mañas políticas de asignación del crédito; h) la transparencia del sistema financiero debe ser mejorada.

6. Otros aspectos importantes para considerar es que deben reducirse las facultades regulatorias del BCRA; más específicamente, deben limitarse las facultades para regular las tasas de interés, encajes mínimos, redescuentos al sistema bancario y préstamos al gobierno. Por el contrario, el BCRA debería tener amplias facultades administrativas para mejorar el sistema de superintendencia a fin de evitar fallas de supervisión que no detecten rápidamente situaciones irregulares en las entidades financieras.

7. Las normas impositivas que afectan las transacciones en el sistema financiero y en el mercado de valores deberían ser uniformes, teniendo en cuenta la naturaleza económica de la operación. Con relación al impuesto a la
transferencia de dominio, la mejor propuesta es la de la CNV en el sentido de eliminarlo para no gravar la circulación de los instrumentos del mercado de capitales. En relación con los inversores extranjeros, debería eliminarse toda discriminación en el tratamiento impositivo.

En el periodo que sigue al examinado, se registraron diversas novedades en el sistema financiero y en el mercado de valores que, en general, fueron positivas. Su análisis requiere un estudio por separado.
Notas bibliográficas


(3) Con la excepción del Cuadro III-6, Las Memorias anuales del BCRA, han sido la fuente de los datos e informaciones utilizados en esta sección.

(4) Véanse los siguientes artículos:

(5) Véanse los siguientes trabajos:
(6) "El mercado de capitales y el régimen impositivo adecuado para su desarrollo", disertación por Aurelio Ced en el Congreso Nacional de Mercado de Capitales, Buenos Aires, 19 y 20 de diciembre de 1990, sobre aspectos impositivos del mercado de capitales y propuestas normativas.
- véase Relevamiento de normas tributarias nacionales aplicables a las operaciones financieras al 30 de agosto de 1988, de Liliana Schumacher, publicado por el BCRA, julio de 1989.

(7) Esta sección está basada en los siguientes estudios y documentos:
- González, María Celeste y Gloria Sorensen, El sistema financiero argentino bajo hiperinflación, Gerencia de financiación y estudios del sistema financiero, BCRA, mayo de 1990.
- Baliño, Tomás J. T., op. cit., en la referencia (14)

(8) Véanse:
- Reglamento operativo del Mercado de Valores de Buenos Aires, Revista del IAMC, enero-abril de 1990.
- La publicación Inversión para crecer del IAMC.
- El artículo "Ahorro e inversión. Bolsas y Mercados de valores. Operaciones de Bolsa-Caja de valores, de Julio A. Macchi, en el libro citado en la referencia (18).

(9) Véanse:

(10) *El sector bancario y el mercado de capitales*, de Pablo de Estrada (Congreso Nacional de Mercado de Capitales, Buenos Aires, 19 y 20 de noviembre de 1990, de donde hemos extraído las cifras citadas, así como la exposición de Osvaldo N. Sabino, citada en la referencia (28).

(11) Véase la publicación del IAMC, mencionada en la referencia (8), para los costos de transacción en 1988. Actualización a 1991 provista por el IAMC.

(12) El trabajo sobre *El mercado de capitales en la Argentina*, de Domingo Cavallo, Raúl García y Carlos Swoboda (IIFAL, Fundación Mediterránea, 1987) contiene un análisis estadístico con semejanzas, en términos generales, al de la primera sección del capítulo 4 y del capítulo 5 para un período parcialmente anterior. Este estudio contiene, además, comparaciones de estadísticas y regularizaciones de los mercados de capitales de varios países con el mercado argentino.


(14) Baliño, Tomás J. T., *La crisis bancaria argentina de 1980*, en *Ensayos Económicos del BCRA*, no. 44 1988, ha servido de apoyo principal para la preparación de esta sección, ya que se trata de un estudio muy completo que examina y sintetiza una amplia bibliografía.

También los siguientes trabajos:
– Arnaudo, Aldo A. y Concejero, Rafael, "Anatomía de las quiebras bancarias de 1980", en Desarrollo Económico, enero-marzo de 1983


– El libro Derecho de las sociedades comerciales, de Carlos Gilberto Villegas, Editorial Abeledo-Perrit, Buenos Aires, 1988, considera extensamente la ley 19550. Respecto a los temas que se han mencionado, ver las secciones 236 "El capital social"; 237 "De las acciones"; 283 "Derecho de rescisión" y 239 y siguientes, "De las Asambleas".

(19) Una exposición de estos artículos se encuentra en "La información al público inversor", de Hugo R. Medina, publicado en el libro de Julio A. Macchi, citado en (18).

– Para reformas proyectadas a la leyes de sociedades y de oferta pública, véase el trabajo de Osvaldo Norte Sabino, mencionado en la referencia (28).


– Véase el artículo de Lolla, Guillermo A., Fondos comunes de inversión", Revista del IAMC, enero-abril de 1986.

– También la exposición de Marcelo Gustavo Aiello, titulada "Adecuaciones del régimen institucional y jurídico argentino para estimular el desarrollo de los mercados de capitales, presentada en el

- Véase también la exposición de Osvaldo N. Sabino, mencionada en la referencia (28).


(24) El Bono Nacional de Consolidación Económico-financiera ha sido calificado de "... un instrumento de género ejemplar en materia de sofisticación jurídica" por Aldo A. Arnaudo, op. cit., pág. 127. Para una crítica de los principios de la ley 22510, cuando ésta estaba en una etapa de discusión previa, véase la Memoria de ADEBA de 1981, cap. VII.

(25) Véase Instrumentos financieros del mercado de capitales, valioso estudio presentado por Antonio L. Estrany y Gendre, en el VII Congreso del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, 27 de marzo de 1990, en el que nos hemos apoyado parcialmente.

- También la exposición de Marcelo G. Aicillo, citada en la referencia (21).

(26) Véanse los siguientes artículos:

- Schamann, Elvira, "Los fondos de pensión y el mercado de capitales", en Revista del IAMC, enero-abril de 1986.
- Chopito, Alejandro y Estel Feireira, "La administración de carteras a largo plazo en la Argentina"; Revista del IAMC, enero-abril de 1988.

(28) Osvaldo Norte Sabino, "Adecuaciones del régimen institucional y jurídico argentino para estimular el desarrollo de los mercados de capitales", exposición presentada en el Congreso nacional de mercado de capitales, Buenos Aires, 19 y 20 de noviembre de 1990.


- Claudio, Raúl, "El riesgo argentino en la visión del inversor externo" en Suplemento de Mercado de Capitales, El Economista, 24 de agosto de 1990.
(30) Fernández, Roque, Comentarios sobre el proyecto oficial de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, presentado en el simposio La Reforma Estructural del BCRA, 30/31 de agosto de 1990, Buenos Aires.

Bibliografía general
- Asociación de Bancos de la República Argentina, Memorias anuales, de los años 1978 a 1990.
- BCRA, Boletín estadístico, varios números.
- BCRA, Comunicaciones varias.
- BCRA, Entidades financieras (recopilación de la Ley 21526 y sus modificatorias, y de las leyes 22267, 22529 y 23271).
- BCRA, Memorias anuales de los años 1978 a 1988
- BCRA, Estado de las entidades financieras, varios números.
- BCRA, Estimaciones sobre oferta y demanda global.
- BCRA, Indicadores del sistema financiero, varios números.
- BCRA, Indicadores económicos, varios números.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, boletín y Anuario Bursátil, varios números.
- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión, Memorias de los años 1985 a 1989.
– Exposiciones citadas en las referencias (21), (25), (26) y (28).
– Fernández, Roque B., "Comentarios sobre el proyecto oficial de reforma de la Carta Orgánica del BCRA", presentado en el Simposio La reforma Estructural del Banco Central, organizado por ADEBA, el 30 y 31 de agosto de 1990.
– Propuestas de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, presentadas en el Simposio La Reforma Estructural del Banco Central, Buenos Aires, 30 y 31 de agosto de 1990. Contiene las propuestas: a) del Poder Ejecutivo Nacional; b) del Dr. Julio H. G. Olivera; c) del Dr. José María Ibarbia; d) del Dr. Jorge M. R. Domínguez et al.; del Dr. Juan José Zanola y f) de FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas).
– Santibañes, Fernando de, "El banco central como estabilizador del sistema financiero, exposición en el Simposio La Reforma Estructural del Banco Central, 30 y 31 de agosto de 1990.

Se expresa un reconocimiento general a los funcionarios y expertos del sistema financiero y del mercado de valores que mantuvieron conversaciones con el autor de este estudio, sobre algunos de los temas tratados.
Índice

Presentación i

Prólogo iii

Capítulo 1. Descripción sintética de las principales variables macroeconómicas en la última década 5

Capítulo 2. Adecuación de la estructura institucional del sistema financiero 29

Anexo 2. Regulaciones impositivas de los mercados financieros y de capitales 63

Capítulo 3. Desarrollo del sistema financiero 69

Capítulo 4. El papel del mercado de valores en los ochenta 93

Capítulo 5. Un análisis estadístico de algunos aspectos del sistema financiero y del mercado de capitales 125

Capítulo 6. Perspectivas del mercado de valores nacional. Resumen y recomendaciones. 143

Notas bibliográficas 149

Bibliografía general 157