

61487

CONVENIO

CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES – MINISTERIO DEL INTERIOR  
SECRETARIA DE ASISTENCIA FINANCIERA A LAS PROVINCIAL

PROGRAMA DE APOYO, CAPACITACION Y FORTALECIMIENTO  
INSTITUCIONAL PARA EL DESARROLLO DE SISTEMAS  
COMPETITIVOS EN LAS PROVINCIAS Y MUNICIPIOS

Programa GESTION DEL DESARROLLO TERRITORIAL

Coordinador: Dr. Mario Burkun  
Consultor: Lic. Carlos Chiti

1 de diciembre de 1.999

## INFORME FINAL

### INDICE GENERAL

- I. CONTENIDO DE LOS ARTICULOS ELABORADOS EN FORMA PERSONAL Y EN COLABORACION.
- II. CONTENIDO DEL PRIMER INFORME DE AVANCE.
- III. NOTA JUSTIFICATORIA DE POSTERGACION DEL SEMINARIO
- IV. DESARROLLO DEL SEMINARIO TALLER.
  - IV .I. REGION N0A. PROVINCIA DE JUJUY, JUJUY.

ARGENTINA: LOS FLUJOS DEL CAPITAL EN LOS 90



## INTRODUCCIÓN : La Década del Viraje Estratégico.

La República Argentina es en la actualidad un país que integra el subgrupo de países con mayor ingreso dentro del grupo de naciones definidas como de ingreso medio.

Su Producto Bruto medido en dólares corrientes según la metodología del Atlas del Banco Mundial alcanza los U\$S 295,1 billones a fines de 1996 y su producto per capita llega en el mismo año a 8.380 dólares. Idéntica medición pero efectuada de acuerdo a la PPP (paridad del poder adquisitivo en su sigla sajona) determina un Producto Bruto de U\$S 335,6 billones y un ingreso per cápita de 9.530 dólares. (Fuente World Bank / World Development Indicators 1998).

Los países de ingresos medios de acuerdo a la definición del Atlas del Banco Mundial son aquellos cuyos ingresos per capita oscilan en la banda que va de \$ 3116-\$ 9635. Los de altos ingresos son aquellos que superan la cifra de \$ 9635. El crecimiento del PBI durante 1997 ha sido del 8,4 % y se proyecta superior al 4 % en 1998.

Esta situación lograda en menos de una década, desde los desordenes macroeconómicos producidos por la hiperinflación de 1989 a la actualidad, dan cuenta de las profundas transformaciones sufridas por la economía argentina. La reforma del Estado iniciada bajo las severas restricciones de 1989 se inició bajo condiciones extremas de desfinanciamiento externo, a las que siguieron las alternativas que culminaron en el arreglo definitivo de la crisis de la deuda de la década anterior con el Plan Brady, que permitió el regreso del país al mercado de crédito voluntario.

La crisis internacional conocida como efecto "tequila" fue aprovechada favorablemente para profundizar el proceso de Reforma del Estado a nivel de los Gobiernos Subnacionales (Provincias), iniciado a principios de la década con asistencia de los organismos financieros internacionales. A su vez puso a prueba exitosamente a la Convertibilidad y a pesar de la recesión padecida en 1995, la Argentina creció un 52 % entre 1990 y 1997. De la cesación de pagos en 1989 a la fortaleza en 1988, la Economía Argentina ha recorrido un largo camino. Esta es una breve síntesis de ese esfuerzo.

## DE LA MORATORIA A LA SOLVENCIA EXTERNA.

La Argentina inició bajo la Presidencia del Dr. Carlos Menem un proceso de reinserción internacional y transformación económica acorde con las nuevas tendencias surgidas al calor del final de la Guerra Fría y a la irrupción de un sistema de producción de alcance mundial. La vastedad y extensión de dicha transformación sólo se comprende si se examina con detenimiento el punto de partida. Hacia 1989 la República Argentina se debatía en medio del caos hiperinflacionario, la cesación de pagos, la aguda confrontación social originada en la licuación de los ingresos de los sectores más humildes de la población y la amenaza cierta de su descomposición política.

Culminaba así un período de estancamiento económico y paulatino aislamiento externo iniciado con el golpe militar de 1976, que se profundizó al inicio de la década del 80 con la irrupción de la llamada "crisis de la Deuda", que no pudo ser conjurado durante los sucesivos Planes de Estabilización del gobierno constitucional elegido en 1983 y que finalmente se plasmó en el colapso que acompañó al agudo fenómeno hiperinflacionario.

El Presidente Menem accedió a la Presidencia en forma anticipada a la inicialmente prevista para el recambio institucional. La Argentina se había tornado absolutamente inmanejable para el Gobierno del Dr. Alfonsín y éste debió ceder su lugar apresuradamente al Gobierno electo.

El Gobierno se encontró no sólo con el virtual colapso del sistema económico y social, sino con el inicio del derrube del mundo bipolar de la posguerra a partir de la caída del Muro de Berlín. Aquí es donde se produce un punto de inflexión con las tendencias del pasado en lo interno y una adecuación a la nueva realidad internacional en lo externo, que por su nitidez y su profundidad constituyen un viraje estratégico de la Argentina como comunidad.

Entendemos por viraje estratégico de la Argentina al cambio producido a partir de 1989, que no significó solamente la implantación de un exitoso Plan de Ajuste y Estabilización sino la adecuación de nuestro país a la nueva realidad internacional tanto política como económica.

El viraje tuvo dos ejes de sustentación en lo político, el alineamiento estratégico con los EEUU, potencia dominante de la post guerra fría y la integración regional, a partir de la alianza con Brasil, que dio origen al MERCOSUR, y a la asociación con Chile.

El viraje significó en lo económico una rápida adecuación a las tendencias centrales de una sociedad planetaria. La apertura, desregulación y privatización de los servicios públicos, en conjunto con la integración regional permitieron que el crecimiento del país no sólo superase holgadamente el promedio de crecimiento mundial sino que se aproximara a la performance de la República Popular China.

La transformación económica de la Argentina es inédita bajo un régimen democrático de riguroso respeto de las instituciones. Este logro acerca aún más a nuestro país a la comunidad internacional que expande a nivel global la democracia representativa junto con la economía de mercado.

Se ha dicho con razón que la profundidad de los cambios sufridos por la sociedad argentina constituye un nuevo piso histórico. Las opciones políticas de poder futuras parten de la reinserción internarcional y la transformación económica como datos de la realidad presente.

A principios del próximo milenio los grandes temas pendientes de resolución por parte de la Argentina, como ser la desocupación, la marginalidad, la exclusión social, el futuro del trabajo, la regulación frente a la concentración del capital, las prestaciones

equitativas de salud o el acceso a una educación calificada para todos, no constituyen problemáticas aisladas y particulares, sino que muy por el contrario dichas cuestiones forman parte de las preocupaciones que conforman la agenda vigente de temas de debate para la Humanidad.

Este es, tras una prolongada época de aislamiento de la Argentina, el saldo final favorable del Viraje Estratégico emprendido.

## CAPÍTULO 1. El escenario a fines de la década del 80.

La década del '80 fue caracterizada por el Banco Interamericano de Desarrollo como "la década perdida". Se refería de esta forma al estancamiento global de las economías latinoamericanas durante ese período, fuertemente signadas, en su inicio, por la llamada "crisis de la deuda". La misma estalló ante la imposibilidad de México de hacer frente a sus compromisos externos, hecho que alteró profundamente el panorama internacional. Los flujos de comercio e inversiones hacia y desde la República Argentina se vieron a su vez fuertemente impactados ese mismo año (1982) como consecuencia de la Guerra de las Malvinas.

Nuestro país, en el inmediato escenario post bélico, se vio obligado a reprogramar su Deuda Externa. La Banca Acreedora decidió una reducción global de su exposición crediticia en la región y con el auxilio del FMI impulsó una política tendiente a operar sobre las variables macroeconómicas básicas con el objeto de mejorar la capacidad de la Economía de hacer frente al pago de los servicios de las obligaciones refinanciadas. A tales efectos se puso en marcha un Plan de Ajuste basado en la contracción del gasto interno, la reducción de las importaciones y el incremento de las exportaciones, con el objeto de generar superavit de la Balanza Comercial para hacer frente a los compromisos internacionales asumidos.

Con el advenimiento del gobierno democrático se firmó un acuerdo stand by con el FMI y un Plan Financiero con la Banca Acreedora donde se refinanció la deuda vencida hasta 1985. En ese lapso se conoció un plan de estabilización de precios denominado "Plan Austral" que intentó superar endógenamente las consecuencias recesivas del plan de ajuste en curso. Simultáneamente, a nivel internacional, el gobierno de los EE.UU en conjunto con el Banco Mundial llevaba adelante una iniciativa, conocida posteriormente como Plan Baker (por el Secretario del Tesoro norteamericano) para mitigar los efectos del ajuste en marcha y encauzar a las naciones latinoamericanas por la senda del crecimiento.

Esta iniciativa no contó con el necesario acompañamiento de la Banca Acreedora y en los hechos constituyó una fuente de reemplazo del endeudamiento público con el sector financiero privado por endeudamiento con los organismos multilaterales. A su vez brindó financiamiento adicional para el cierre de las cuentas de la Balanza de Pagos.

Los problemas fiscales y monetarios de la Economía se incrementaron durante 1988 en un marco de creciente falta de credibilidad del Gobierno Central. El país entró en una moratoria de hecho de su Deuda debido al deterioro del nivel de sus reservas internacionales, lo que complicó su relación tanto con la Banca Acreedora como con el FMI. El nuevo Plan de Estabilización conocido como Plan Primavera no fue capaz de sostener el esquema cambiario propuesto de doble mercado (comercial y financiero) con una brecha máxima del 25 % entre ambos. A la renuncia de la conducción económica en marzo de 1989 se suceden dos nuevos equipos en los cuatro meses sucesivos durante los cuales el frenesí de la burbuja cambiaria empujó el nivel de precios a niveles fuera de todo control y las variables económicas entraron en una dinámica de ajuste automático diario por



el incremento del dólar primero y por la expectativa de su incremento después. Es aquí donde se desata el fenómeno hiperinflacionario.

## LA HIPERINFLACIÓN.

La dinámica de formación de los precios existente en la economía argentina durante la década del 80, así como la de un conjunto de naciones de alto nivel inflacionario, consistía básicamente en un mecanismo de ajuste ex-post de los mismos, de acuerdo al comportamiento de alguno los diferentes indicadores utilizados en su medición mensual (mayoristas nivel general, precios al consumidor, costo de la construcción, etc). La burbuja especulativa y cambiaria se desata en la tercera semana de abril de 1989 y tanto la cotización del dólar como la inflación se aceleran frenéticamente.

Los precios internos comienzan a fijarse no con los datos de las mediciones ex post sino con las expectativas de su comportamiento futuro. Las conjeturas sobre el valor del dólar pasan a determinar el precio de los bienes y servicios. La dolarización impone una dinámica de corrección vertiginosa, que se transforma en un perverso mecanismo de ajuste instantáneo para los servicios privados, los bienes industriales y con menor intensidad para los bienes transables internacionalmente.

La hiperinflación argentina tuvo su pico en julio de 1989, en que la tasa de incremento mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) trepó al 196,60% , provocando la destrucción del poder adquisitivo del salario y un aumento del porcentaje de la población bajo la línea de pobreza que según distintas fuentes trepó del 33,6 % en 1988 al 42,1 % en 1989. El brutal efecto sobre los sectores más pobres de esta virtual licuación de los ingresos fijos se tradujo en un clima de extrema convulsión social dominado por los saqueos a supermercados en medio del caos y la ingobernabilidad. Las autoridades nacionales debieron retirarse anticipadamente de su gestión y ceder su lugar al Dr. Carlos Menem, que había sido electo Presidente ese mismo año.-

La tarea de las nuevas autoridades fue restablecer en primer lugar el funcionamiento de las instituciones políticas y económicas, restablecer el crédito público y sacar al país del estado de cesación de pagos, conjurando los riesgos de la libanización política y el colapso social.

## LA DEUDA PÚBLICA EN 1.989.

Otro de los aspectos vinculados con la situación de cesación de pagos e inexistencia del crédito público hacia 1989 es la deuda no instrumentada y pendiente de consolidación con proveedores del Estado, por juicios de diferente índole, con los beneficiarios del régimen previsional (jubilados y pensionados), etc.

Siguiendo a Melconian y Santángelo podemos estimar la Deuda Pública total a fines de 1.989 en U\$S 92.412 millones, de los cuales la deuda pendiente de consolidación ascendía a U\$S 25.745 millones (aproximadamente un 28 % del total).

Deuda Pendiente de consolidación

25.745

Consolidación en Bonos	15.169
Deudas en efectivo con jubilados	2.271
Retiros voluntarios e indemnizaciones pagados después de 1989	2.455
Deudas de entes residuales asumidas por el Estado	850
Pendiente de Consolidación	5.000

FUENTE : PNUD Proyecto ARG/91/503

Esta valuación está efectuada a su monto original. La deuda pendiente de consolidación se refiere a la estimación sobre el monto a erogar en cumplimiento de las leyes 24.043 de personas ilegítimamente privadas de su libertad durante la Dictadura Militar y 24.441 de desaparición forzada de personas. (actualmente en curso de implementación). Este último saldo de deuda es incluido como Deuda Pública a fines de 1995.

El proceso de consolidación de deudas encaradas por el Estado Nacional consistió en el reconocimiento, conciliación y regularización de las mismas por parte del sector público. La ley 23.982 establece el régimen de la consolidación de la deuda a cargo del Estado Nacional por obligaciones vencidas o de causa o título anterior al 1° de abril de 1991, la que tiene lugar cuando medie o hubiere mediado controversias reclamada administrativa o judicialmente, quedando consolidadas las deudas luego del reconocimiento en dichas sedes. La consolidación puso como hito de corte la fecha de aplicación del Plan de Convertibilidad (1ro de abril de 1991).

Mediante el proceso de consolidación se canceló el 99,5% de dicha deuda con diversos títulos públicos: Bonos de Consolidación, Bonos del Tesoro, Bonos de Tesorería y Bonos de Inversión y Crecimiento, siendo el 0,5% atendido en efectivo.

El proceso de consolidación motivó la colocación de papeles de deuda por aproximadamente veintinueve mil trescientos sesenta millones ( \$ 29.360) millones valuados a valor nominal al 30-12-96. Se incluye en este monto deudas generadas con posterioridad a 1989 en cumplimiento del compromiso de respeto al concepto de federalismo fiscal (Bono de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas) y a deudas con proveedores y previsionales contraídas entre 1989 y abril de 1991.

La consolidación de deudas tuvo su correlato en el proceso privatizador de activos de empresas públicas, dado que el pago por los mismos pudo, en general, ser integrado parcialmente en efectivo y parcialmente en títulos públicos.

A tal efecto tanto la ley 23.982 (arts. 13, 14, y 15) como el decreto 2140-91 (arts 26 y 27) estipulan el efecto cancelatorio de los Bonos de Consolidación, esto es la posibilidad de aplicar dichos títulos a la compra de los activos o al pago de deudas que el público mantuviera con el fisco.

Es importante destacar que en el presupuesto general del año 1995 ley n° 24.449 establecía en su artículo 28 que el 30 de junio de 1995 caducarán los derechos y prescribirán las acciones para peticionar créditos contra el Estado Nacional o cualquiera de los entes comprendidos en la ley n° 23.982 de causa o título anterior al 1° de abril 1991.

La consolidación de Deuda Pública interna constituyó un hito en el reordenamiento de las cuentas del Tesoro Nacional que formó parte junto con la renegociación global de la Deuda Externa del retorno al mercado de capitales voluntario para nuestro país.

## EL DESFINANCIAMIENTO EXTERNO.

Entre 1981 y 1982 varios países de América Latina (entre ellos las Economías más importantes de la Región) habían acumulado una importante deuda externa, la mayor parte de carácter soberano y cuyo principal acreedor era la banca comercial privada. Como en su mayoría dicha deuda fue contraída a tasa flotante, el aumento de los tipos de interés en 1981-82 generó una situación de imposibilidad de hacer frente a los vencimientos de los compromisos asumidos, situación que fue conocida como "Crisis de la Deuda" y caracterizada por el FMI como una "crisis de liquidez" y no de "solvencia". Este diagnóstico supuso la adopción de medidas macroeconómicas tendientes a la generación de superávit externo en cuenta corriente que permitiese hacer frente a los servicios de la Balanza de Pagos.

Entre los años 1983 y 1987 hubo en el marco descripto, tres refinanciamientos con la Banca acreedora ( 1983-1985-1987), en las cuales se otorgaban créditos para que la Argentina pudiera hacer frente a los vencimientos de deuda y reestructurar sus pasivo, además de obtener algunos aportes en efectivo.

En los años posteriores y hasta 1990, el financiamiento a la Argentina tuvo las características de financiación forzada, ya que en 1988 cesaron los pagos sobre la mayor parte de la deuda externa y se acumularon los atrasos fundamentalmente con los bancos comerciales y en menor medida con el Club de Paris y con los Organismos Internacionales, constituyendo una moratoria de hecho de nuestras obligaciones internacionales.

Los atrasos se siguieron acumulando hasta que Argentina encaró entre los años 1991 y 1993 la tarea de normalización financiera tanto en el sector interno como en el frente externo que describimos en el presente capítulo y el siguiente.

## EL RETORNO AL MERCADO DE CRÉDITO VOLUNTARIO.

### EL CLUB DE PARÍS.

El denominado Club de París es un foro informal sin reglas, miembros, ni reglamentos fijos, que se utiliza para negociar las obligaciones contraídas directamente entre los Estados Nacionales entre sí.

La mayoría de las Rondas de negociaciones tienen lugar entre países miembros de la OCDE (Organización Económica para la cooperación y el desarrollo) y se refieren a las deudas contraídas con organismos oficiales que garantizan los créditos a la exportación de dichos países.

A partir de fines de la década del 50, el Club de París, pasa a constituirse en el principal ámbito para la renegociación de los servicios de préstamos otorgados o garantizados por los gobiernos o agencias oficiales de los países acreedores mencionados. Para acceder al Club de París, el país deudor debe cumplir dos condiciones;

- 1-Demostrar a los acreedores que la deuda no podrá ser afrontada a menos que se refinance;
- 2-Implementar los pasos necesarios para eliminar las causas de las dificultades de pagos, con el objeto de mejorar ostensiblemente su posición de pagos externos.

La Ronda III del Club de París se firmó en diciembre de 1989 y constituyó el primer jalón en la tarea de renegociación global de nuestra deuda externa. Sus principales características se detallan en el Cuadro Siguiente :

Firma Acuerdo  
Período de consolidación

Atrasos  
vencimientos de deuda

21/12/89	Atrasos o mora al 31/12/89	100% en 8 cuotas	El 100%
----------	----------------------------	------------------	---------

Vtos de deuda entre 1/1/90 y semestrales, la 1ra el 31/3/91.	31/1/96 y la última el 31/7/99.	cuotas
	Atrasos al 31/12/89 de Rondas I y II, 50 % al contado y el resto en cuotas iguales el 30/4/90 y 30/6/90.	Semes. 31/1/97

FUENTE :PNUD Proyecto ARG/91/RO3

## LA CONVERTIBILIDAD.

Una de las consecuencias del fenómeno hiperinflacionario sobre la Economía Argentina fue la dolarización de la misma.

Este antecedente sirve para entender que la Convertibilidad se instala en una realidad bimonetaria ya instaurada por el mercado ,que busca obtener un referente estable a la desquiciada marcha de los precios medidos en moneda local bajo la dinámica de la hiperinflación.

La ley N° 23.928 de marzo de 1991 (ley de convertibilidad) describe las características de la misma como sistema monetario y cambiario. La norma obliga al Banco Central a vender divisas a la paridad establecida respecto del dólar estadounidense (operaciones de conversión al tipo de cambio fijo establecido de un peso por dólar) . Por otra parte, la ley admite que el Banco Central "podrá comprar divisas a precios de mercado".

Asimismo, se obliga al Banco Central a mantener reservas de libre disponibilidad en oro y divisas extranjeras equivalentes " a por lo menos el ciento por ciento (100%) de la base monetaria". En razón de la necesidad del Banco Central de invertir sus reservas para obtener renta, se admite que el respaldo descrito puede ser integrado parcialmente con títulos públicos emitidos en moneda extranjera y contabilizados a su valor de cotización.

Esta opción significa que el tipo de cambio lo fija el gobierno mientras que la cantidad de dinero la determina el mercado sobre la base de las divisas que le compra o vende al Banco Central. En este sentido, se podría decir que el único factor de expansión o contracción monetaria es el resultado neto del balance de pagos. En el caso de un superávit externo habrá un ingreso neto de divisas y un aumento de los recursos monetarios internos y viceversa en el caso contrario de déficit. Este comportamiento hace que se asimile este régimen al sistema de patrón oro.(currency board)

## LOS REQUISITOS DE LA CONVERTIBILIDAD.

El modelo económico implícito en el Plan de Convertibilidad tiene dos requisitos

básicos para su funcionamiento :

COMO CONDICIÓN NECESARIA :

El equilibrio fiscal pleno, que impida la emisión monetaria sin respaldo en divisas para financiar el déficit del sector público. Este equilibrio implica alcanzar un superávit operativo entre recursos y erogaciones equivalente a los servicios de la deuda pública interna y externa. El cumplimiento de esta condición puede ser financiado con endeudamiento neto del sector público.

COMO CONDICIONES SUFICIENTES :

Una técnica : El equilibrio de la cuenta corriente con el resto del mundo, que se consigue cuando el superávit del comercio exterior es suficiente para atender los servicios de la deuda externa pública y privada. El cumplimiento de esta condición puede darse en el largo plazo y financiarse con ingresos de capitales.

Una política : Determinada por la formación de las expectativas de los operadores económicos respecto de la consistencia del programa y su viabilidad tanto económica como política.

La Convertibilidad permitió la espectacular caída de la tasa de inflación de los niveles hiperinflacionarios de 1989 a niveles por debajo del comportamiento de precios de los países desarrollados en los últimos años. Incorporó en la Argentina el cálculo económico "micro" para la toma de decisiones empresariales y contribuyó a expandir notablemente la productividad de la Economía, gracias al abaratamiento relativo de los costos fijos y del capital, posibilitando el financiamiento de la inversión y la expansión del nivel de actividad y del consumo. La grave crisis mexicana de 1995 puso a la Convertibilidad a prueba y contribuyó a su consolidación como marco excluyente de la discusión sobre los aspectos centrales y secundarios del modelo económico vigente.

EL PLAN BRADY.

En el marco de reforma de la economía argentina, un paso fundamental para posibilitar el regreso de nuestro país a los mercados voluntarios de capitales era la regularización de las relaciones con la banca privada comercial, dado que a partir de 1988 se habían suspendido los pagos de las deudas contraídas con dichas instituciones dando lugar a la moratoria de hecho de nuestra Deuda Externa.

En abril de 1992, se acordaron en Santo Domingo, los principales términos de la refinanciación de la deuda de mediano y largo plazo con el Comité de Bancos Acreedores (bajo los lineamientos del llamado Plan Brady).

El capital adeudado elegible en el acuerdo se canjeó por bonos a tasa flotante (bonos con descuento) o bonos a tasa fija (bonos a la par), a opción del acreedor ; con la restricción que

la elección global del bono con descuento no podía ser inferior al 35% del total. Ambos bonos son a 30 años de plazo, amortizables en un sólo pago al vencimiento. (Bonos cupón cero).

En el caso de la deuda elegible canjeada por BONOS GARANTIZADOS A TASA FLOTANTE (bonos con descuento) se efectuó una quita del 35% sobre el valor nominal. (la tasa de interés es la LIBOR semestral con un spread del 13/16%). Las previsiones que sobre los créditos soberanos venía tomando la Banca Acreedora en sus Balances les permitió absorber la quita sin sobresaltos.

En el caso del BONO GARANTIZADO A TASA FIJA (bono a la par) el canje se efectuó al 100% del valor nominal. En el marco de las negociaciones con los acreedores, algunas exigencias básicas fueron respetadas: del lado de los bancos, se exigía que los bonos que se entregaban a cambio de la deuda tuvieran una garantía. Del lado argentino se logró el respeto a la inmunidad de las reservas internacionales que respaldan la Ley de Convertibilidad. El mecanismo que se acordó para garantizar los bonos emitidos incluye la adquisición de bonos de cupón cero a 30 años de plazo de la Tesorería de los EE.UU. Estos bonos amortizan integralmente al vencimiento.

El costo total de las garantías de capital ascendió a U\$S 1.878 millones.

La garantía de capital en dólares incluye bonos de cupón cero adquiridos en una emisión especial del Tesoro de los EE.UU. a 30 años del 7 de abril 1993 y bonos con vencimientos anteriores comprados en el mercado.

El valor nominal de los bonos en dólares (su valor al vencimiento o sea en el año 2023) asciende a U\$S 16.851,4 millones.

El Bono Garantizado a Tasa Flotante tiene una garantía de intereses del 8% del capital, se cubre mediante inversiones que abarcan cada servicio de intereses próximo a vencer.

El Bono Garantizado a Tasa Fija en dólares de los EE.UU. tiene una garantía de intereses del 6% anual. Esta garantía se puede constituir con inversiones que venzan a lo largo de 21 meses, cubriendo los vencimientos que se produzcan en el interín.

El costo de la garantía de los intereses ascendió a U\$S 1.061 millones (1043 millones por los bonos en dólares y 18 millones por los bonos en marcos). A su vez se negoció la financiación de la compra de las garantías requeridas de capital e intereses con Organismos Internacionales y el Gobierno de Japón, para lo cual los montos desembolsados a tal fin fueron los siguientes:

* FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	U\$S 1253 millones
* BANCO MUNDIAL	U\$S 872 millones
* BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO	U\$S 475 millones
GOBIERNO DE JAPON	U\$S 400 millones
TOTAL	U\$S 3.050 millones.

Además de los bonos canjeados por el capital de la deuda había un problema extra:  
Entre 1988 y 1990 NO SE PAGARON INTERESES.

Los intereses en cuestión se fueron acumulando y generando nuevos intereses. Después de 1990 se empezaron a realizar pagos mensuales, pero en montos que no siempre cubrían los vencimientos existentes.

El saldo de los intereses vencidos e impagos remanentes fue cancelado mediante la entrega de un Bono a Tasa Flotante nominativo o al portador en dólares estadounidenses a 12 años de plazo con 3 de gracia.

De esta forma la Argentina regularizó la situación de la deuda con bancos del exterior, reabriendo sus posibilidades de acceso al mercado internacional de capitales privado.



### CAPITULO 3. La Argentina como mercado emergente.

La intensa vivencia de los argentinos sobrellevando largos años de alta inflación y, entre 1989 y 1991, la virulenta experiencia de la hiperinflación provocó que la economía mostrara un muy alto grado de dolarización hacia el momento de adoptarse la convertibilidad.

Su más notoria e innovadora medida fue la introducción de un sistema de moneda bimonetaria, capitalizando el importante grado de dolarización existente en la economía argentina como se señaló anteriormente.

No obstante el importante éxito en reducir la inflación, el programa fue concebido principalmente como una herramienta para superar décadas de estancamiento económico y para recuperar el crecimiento sostenido.

En ese sentido, cabe recordar que, durante aproximadamente seis décadas la economía argentina experimentó intervención continua y deteriorante.

Luego, desde 1930 hasta comienzos de la década 1950, la integración global de Argentina fue severamente retrasada por la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial.

Como mecanismo de ajuste, Argentina, cerró parcialmente la economía, inició algunas políticas industriales y comenzó a reorganizar su mercado de trabajo. Pero una vez que los factores externos que habían estimulado estas políticas desaparecieron, **Argentina nunca retornó a la apertura, ni a bajos niveles de intervención gubernamental y ni a mercados flexibles.**

Por el contrario, Argentina experimentó un movimiento profundo hacia la sustitución de importaciones, políticas sectorialmente parciales, intervenciones para afectar otros precios relativos y, por lo general, inestabilidad macroeconómica.

En abril de 1991 Argentina se embarcó en un programa de reformas económicas diseñado para bajar la inflación a niveles aceptables y para restaurar el crecimiento sobre bases sostenibles.

El programa, conocido popularmente como "plan de convertibilidad", se basa en cuatro pilares: apertura de la economía

desregulación y reforma impositiva , privatización y eliminación de otras formas de interferencias gubernamentales en la localización de recursos y estabilización de la inflación y precios relativos cruciales.

### **La expansión del consumo**

Durante la década del ochenta, si bien el consumo agregado tanto como el consumo per cápita se contrajeron, la tasa de consumo mantuvo una tendencia sistemática al aumento. Dicha tendencia se profundizó durante la década del noventa.

Los factores macroeconómicos relacionados con la estabilización comentada en el apartado anterior, ejercieron una fuerte incidencia en el consumo.

El incremento del mismo se vio alentado en gran medida por la disponibilidad de crédito que trajo aparejada la implementación de la estrategia del plan de convertibilidad y por el efecto del consumo postergado derivado de los últimos años de megainflación y economía cerrada.

Los sectores automotriz y electrodomésticos fueron los más beneficiados en el primer momento del auge a partir del denominado "boom" del crédito. En ese sentido, el incremento de los depósitos que deriva en mayor capacidad prestable, permitió la expansión de éste, en particular, aquel destinado al consumo final e inclusive el (indirecto) destinado a capital de trabajo que se orienta a la financiación del consumo.

El efecto de la apertura que trae el programa y una cultura cada vez más globalizada contribuyeron al desarrollo del consumo y fundamentalmente al cambio de hábitos e incorporación de nuevas tendencias que seguidamente se pasa a examinar.

En el proceso de cambio de hábitos jugó un papel relevante el acceso al freezer (renovación del parque electrodoméstico en los primeros años de convertibilidad) que permite incorporar la novedad de los alimentos congelados.

Otra modificación en las costumbres la constituye la adquisición de productos frescos cada vez en mayor medida en los supermercados en detrimento de los negocios de barrio.

La dispersión de los ingresos permite comprobar, por un lado el incremento de aquellos consumidores que buscan precio, lo que se manifiesta por el crecimiento de las segundas marcas y las marcas propias de supermercados y, por otro, se observa el incremento de consumos que permitirían definir una cierta canasta de lujo (aceite de oliva, champán, whiskies finos)

Otro cambio registrado es el que revela el amplio desarrollo de los productos diet, light y descremados. Se puede añadir a los cambios mencionados el uso de la cosmética (tinturas, desodorantes) por parte de los varones.

Estos cambios de hábitos han ido consagrando los denominados "nuevos consumos": servicios médicos pre-pagos, heladeras con freezer, lavarropas automáticos, compact discs, videocaseteras, videofilmadoras, aparatos de fax, teléfonos celulares. Asimismo, en términos generales cabe consignar el incremento del consumo de servicios a partir de su incorporación al producto base.

El perfil de consumo que se va consolidando se puede observar en el detalle que ofrece el consumo por sector.

Según el relevamiento del último año (jun 97 may 98) en la compra de productos de consumo masivo se destinó aproximadamente el 75% a la adquisición de alimentos y bebidas, el 14% en artículos de cosmética e higiene personal, y el 8% en productos para la limpieza del hogar.

Una desagregación de los principales rubros permite observar que en Alimentos y bebidas los productos más demandados fueron galletitas 20%, leches fluidas 13%, yogures 8%, los aceites comestibles 7%, pastas secas 6%, pan de molde 3%, conservas de tomate 4%, salchichas envasadas 4% y leches en polvo 3%. Con estos 9 rubros se acumula el 68% de lo gastado.

En cuanto a Cosmética y tocador un análisis detallado muestra que los principales productos son: higiene y cosmética corporal 31%, higiene y cosmética capilar 26%, productos de algodón 23%, productos de papel 13% e higiene bucal 8,0%.

Por su parte en Limpieza del hogar el examen desagregado muestra la siguiente distribución: limpieza y cuidado del hogar 53%, limpieza de la ropa 35% e insecticidas 12%.

Cabe agregar, por último, que el Consumo, como agregado macroeconómico representa una cifra superior al 80 % del PBI en toda la década del 90, en la que alcanzó un pico de 85,6 % en 1992, en los inicios del “ciclo virtuoso” de la Convertibilidad.

## EL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN.

Este apartado se centra en la evolución de la inversión agregada durante la primera etapa (la etapa expansiva ) del programa de convertibilidad.

Esta estrategia iniciada en abril de 1991, que probó ser eficaz para lograr la estabilización de los precios, también logró revertir la tendencia de la inversión, la que se incrementó sostenidamente entre 1991 y 1994.

Dado que es fundamental analizar la relación entre flujos de capitales e inversión real para verificar el grado de sustentabilidad del crecimiento de la economía en el largo plazo, en lo que sigue se analiza la evolución de los flujos de capital durante 1991-1995.

En esta relación cumplen un rol fundamental los factores macroeconómicos, en particular los relacionados con la estabilización y con la implementación de reformas estructurales ( v.gr. apertura, privatizaciones)

Solo resultan comparables a los factores macroeconómicos, por su incidencia en el patrón específico que asumieron el ahorro y la inversión , los cambios en los mercados internacionales de capital que invirtieron la fuga de capitales característica de la década de los 80.

## LA TASA DE AHORRO

Durante la convertibilidad se produjeron importantes cambios en los roles del ahorro nacional y del ahorro externo en el financiamiento de la inversión.

En el Cuadro siguiente ( tasa de ahorro e inversión a p.ctes.en % del PBI) se verifica que la tasa de ahorro nacional se redujo sostenidamente durante la decada del 80 y alcanzó un mínimo 14,1% del PBI en 1989.

TASAS DE AHORRO E INVERSIÓN A PRECIOS CORRIENTES  
( en porcentaje del PBI )

Período	Inversión	Ahorro Nacional	Ahorro Externo
1981-85	20,3	18,1	2,2
1986-90	16,3	14,8	1,5
1991-95	17,4	13,9	3,5

Posteriormente en 1991 y 1992 se redujo en torno del 12% para volver a crecer a un 15 % en 1994 y mantenerse estable durante la recesión de 1995.

En 1994 el año de mayor actividad y de mayor tasa de inversión del periodo, la tasa de ahorro nacional es similar a la de 1990. Asimismo, si se observa el aumento de la tasa de inversión de 7 puntos porcentuales del PBI entre 1990 y 1994 se financió completamente con un incremento equivalente en el ahorro externo.

Este desempeño de la tasa de ahorro demuestra claramente que la estrategia de la convertibilidad no pudo aún modificar la reducción de la tasa de ahorro interno que constituía una de las características más negativas de la década anterior.

Si bien el consumo agregado y el consumo per capita se contrajeron durante la década del 80, la tasa de consumo exhibió una tendencia sistemática al aumento, la que se profundizó durante los 90 . Hubo un salto permanente en la propensión a consumir en 1991 contemporánea al programa de convertibilidad , el ingreso de capitales y el auge del crédito interno para consumo

Este salto es el que explica la caída de la tasa de ahorro interno bruto a su nivel más bajo de la década en 1992 (14,4 % del PBI a precios corrientes).

## LA TASA DE INVERSIÓN.

A lo largo de los ochenta las sucesivas instancias de ajuste provocaron una acentuada reducción de la tasa de inversión y la reversión de esta tendencia puede computarse como un logro de la estabilización y la reanudación de los ingresos de capital.

La tasa de inversión mostró una tendencia a aumentar año a año, partiendo de un mínimo de 13,2% del PBI en 1990 hasta alcanzar un máximo de 20,2 % en 1994.

Aún con la recesión de 1995 la tasa de inversión medida a precios corrientes (la medición a precios constantes mejora la performance, debido al abaratamiento relativo de los bienes de capital )descendió al 17,7% siendo no obstante ligeramente superior al promedio del primer quinquenio de los años 80.

Del análisis de la evolución del ahorro y la inversión se deduce que la apreciación cambiaria real tuvo un efecto positivo en tanto que la reducción del precio relativo de los bienes de capital incrementó el potencial del ahorro para financiar la inversión.

A partir del ajuste de 1995 la utilización del ahorro interno se redujo al 2,6% del PBI , la tasa de ahorro nacional se mantuvo en 15,1% y la tasa de inversión a precios constantes cayó a 20,7%.

El recorrido de la tasa de inversión durante la década señala a la disponibilidad de ahorro externo como restricción operativa sobre la tasa de inversión. La misma en el largo plazo sólo puede ser corregida por el efecto del nuevo régimen de jubilaciones y pensiones vigente desde 1994 y su contribución a la generación de ahorro interno.

## LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED).

Esta variable tuvo un espectacular desarrollo durante la década del noventa que puede explicarse desde dos ángulos que se complementan. Por un lado el fuerte desenvolvimiento se deriva como consecuencia del proceso de apertura, desregulación y privatizaciones llevado a cabo por la Argentina

y por el otro como expresión de la globalización de las estrategias de las empresas multinacionales.

Para cuantificar su notable evolución, cabe destacar que entre 1990 y 1997 la IED acumula u\$s 30.440 millones que alcanzarían unos u\$s 32.000 millones aproximadamente al término del primer trimestre de 1998.

Sobre la base del período 1992 - primer trimestre 1998 (Ver Cuadro sobre Modalidades) se verifica que la IED por modalidad se divide en aportes de capital (30%), adquisición de empresas y cambios de mano (32%), privatizaciones (20%) y reinversión de utilidades (17%).

### MODALIDADES DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA ARGENTINA (en millones de dólares)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 (x)	Acumul
Reinversión de utilidades	813	870	839	609	565	805	255	4.756
Aportes de K.	474	628	1.287	1.649	1.671	2.130	489	8.318
Adquisiciones	384	101	868	1.453	2.418	2.970	701	8.895
Privatizaciones	2.343	916	122	1.072	436	752	s/d	5.641
<b>Total</b>	<b>4.014</b>	<b>2.515</b>	<b>3.116</b>	<b>4.783</b>	<b>5.090</b>	<b>6.647</b>	<b>1.455</b>	<b>27.610</b>

Fuente : CEP en base a datos del MEYOSP.

(x) Primer trimestre.

Como dato adicional cabe destacar que en 1997 la Argentina fue el país emergente que recibió el mayor ingreso de capitales por todo origen y concepto.

### LAS PRIVATIZACIONES

En las décadas anteriores a la del noventa el Estado, como productor de bienes y servicios, fue muy importante. En particular, durante la década del ochenta, la incidencia de las empresas públicas al nivel nacional puede ser medida aproximadamente por su participación en 7,5% del PBI, el 3-4%



el gobierno del Dr. Menem encara un vasto programa de privatizaciones cuyos objetivos fundamentales eran los que siguen :

1. Reducir el deficit fiscal originado en el sector de empresas públicas
2. Transferir a la órbita privada las actividades empresarias del Estado con el objeto de mejorar su gestión, elevar la calidad de los servicios y evitar las presiones corporativas.
3. Hacer más eficiente la inversión futura.
4. Liberar la limitada capacidad financiera y de gestión del sector público.

Al término de la primera etapa de privatizaciones (31-12-92) se habían vendido 33 empresas entre las que cabe mencionar :

ENTEL (telefónica), Aerolíneas Argentinas, varias compañías eléctricas (SEGBA, parte de Agua y Energía), Gas del Estado, compañías siderúrgicas (SOMISA, ZAPLA) petroquímicas y otras del área de Defensa (Polisur, Induclor, Monómeros Vinílicos, Petroquímica Río Tercero y Tandano), hipódromos, hoteles (LLao-LLao) y casi quinientos inmuebles. Asimismo, el Estado otorgó 19 concesiones principalmente en las áreas de agua y saneamiento (O.S.N) peaje sobre carreteras nacionales, canales de televisión y radios y mercados mayoristas.

Durante el periodo se otorgaron en concesión 86 zonas petroleras marginales.

Además se transfirió a los gobiernos provinciales la administración autónoma de los puertos nacionales y se creó una ley de puertos que admitía la erección de puertos privados.

La segunda etapa del programa de privatizaciones incluyó numerosas e importantes empresas. En esa línea se privatizaron ELMA la empresa naviera estatal, ENCOTEL la empresa de correos, la parte restante de Agua y Energía Eléctrica, Hidronor, las petroquímicas Mosconi y Bahía Blanca, así como varias fábricas militares del área de Defensa. Asimismo, se vendió el grueso del paquete accionario de YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales) y se la asoció con empresas privadas en las áreas centrales de perforación y explotación de petróleo. También se otorgaron bajo la modalidad de concesión el subterráneo de Buenos Aires, los servicios del ferrocarril suburbano de pasajeros, varios ramales ferroviarios de carga y diversas rutas nacionales. Cabe agregar que las Privatizaciones generaron un proceso de

rescate de papeles de Deuda del orden de los U\$S 15.226 millones, siendo el paquete más importante el correspondiente a la ex empresa telefónica estatal, con U\$S 5.150 millones.

## Capítulo 4: El Efecto Tequila.

### DEVALUACIÓN MEXICANA Y CRISIS FINANCIERA.

La crisis se inició poco después del anuncio de la devaluación del peso mexicano y provocó originalmente fuertes caídas en el mercado de capitales, tanto en bonos como acciones, para luego generar una corrida contra el peso, masivos retiros de depósitos del sistema financiero y fuga de capitales.

En relación con otras crisis bursátiles y de reservas por las que atravesó el país, se destacó la intensidad la rapidez con la que se manifestaron todos sus efectos. En ese sentido entre el 19 de diciembre, el día anterior a la devaluación mexicana y el 8 de mayo, el día previo a la firma del nuevo acuerdo con el FMI, el índice accionario de la Bolsa de Buenos Aires, el Merval, cayó más del 50% y se ubicó en 262 puntos o sea a un nivel semejante al que registraba antes de la vigencia del Plan de Convertibilidad. En el mismo período la tasa de interés en pesos trepó del 10.8% al 19.33%.

El riesgo país, considerado como porcentaje sobre la cotización de los Bonos del Tesoro de EE.UU, de los Bonos Brady Par de la Argentina, se incrementó enormemente, pasando del 8% al 55% .

Por su parte, las reservas internacionales del Banco Central cayeron en un 26% ( el 28-12-94 el BCRA vendió u\$s 353 millones, el monto más alto desde el inicio de la convertibilidad) y los depósitos bancarios cayeron en un 20% y no se recuperaron hasta inmediatamente después de las elecciones presidenciales del 14 de mayo de 1995.

El Gobierno atacó la crisis desatada tomando las siguientes medidas :

1. Se disminuyeron retroactivamente los requisitos de reservas sobre los depósitos en dólares para proveer liquidez al sistema financiero.
2. Se redujeron los requisitos de reservas respecto de los depósitos en pesos al mismo nivel que el de los depósitos en dólares. Los bancos fueron inclusive autorizados a mantener sus reservas (requisitos de liquidez) requeridas en cualquiera de las dos monedas.

3. Para otorgar un apoyo adicional a la convertibilidad, el BCRA decidió dolarizar los depósitos en pesos en su poder, pertenecientes a los encajes del sistema financiero.
4. Se constituyó una red de seguridad para el sistema. El BCRA creó un fondo para ayudar a los bancos mediante la compra de su cartera de créditos incobrables. Todos los bancos aportaron el 2% de sus depósitos para constituir un fondo de u\$s 700 millones administrado por el Banco de la Nación Argentina, (BNA), el mayor Banco Público del país, con lo cual se conformó una red de seguridad. Hacia mediados de 1997 los créditos fueron cobrados por el BNA y los accionistas del Fondo (las instituciones financieras) recuperaron su aporte inicial.
5. El uso de los redescuentos fue limitado atento a no violar las reglas básicas de funcionamiento de la convertibilidad. En ese sentido y para evitar prácticas inapropiadas con los redescuentos llevadas a cabo en otras épocas, el BCRA limitó su destino exclusivamente para devolver depósitos. De este modo se buscó evitar que se aprovechara la ventaja de un alto diferencial de tasa-común en las crisis-- entre la tasa de call (crédito interbancario) y la tasa de redescuento.
6. Se modificó la carta orgánica del BCRA para darle a la institución mayor flexibilidad de asistencia a los bancos. En este sentido el plazo para asistencia financiera se extendió de 30 a 120 días y dicha asistencia podía exceder el patrimonio neto del banco. Además, el BCRA era quien podía decidir sobre el destino de los activos adquiridos a las entidades con problemas.
7. Para atenuar los requerimientos de reservas el BCRA autorizó a los bancos el uso del 50% de su efectivo como requisito de reservas. Con posterioridad al 31-5-95 dicho porcentaje volvió gradualmente a cero.
8. La Argentina firmó un acuerdo con el FMI, aceptando su monitoreo, y al mismo tiempo se ganó acceso al crédito internacional por aproximadamente u\$s 7.000 millones.
9. Creación de un Fondo Fiduciario para capitalización de los bancos. El Fondo se constituyó con la emisión de un Bono con el aporte de u\$s 500 del Banco Mundial y era gerenciado por el Ministerio de Economía, el BCRA y los tenedores del bono. El Fondo se conformó para asistir a las entidades con problemas mediante el otorgamiento de crédito adicional. Asimismo, el Fondo tenía como objetivo reestructurar el frágil sistema financiero mediante la compra de créditos de

dudosa cobrabilidad. El Fondo Fiduciario reintrodujo la figura de *prestamista de última instancia* bajo la regla de la Convertibilidad.

10 Establecimiento de un seguro de depósitos para otorgar mayor confianza en el sistema. El seguro es administrado por una institución privada denominada SEDESA, Seguro de Depósito S.A. Tanto el BCRA, como el Ministerio de Economía y los bancos participan en el directorio. Las entidades financieras se hacen cargo del costo del seguro pagando entre 0.03 y 0.06 % de sus depósitos según su riesgo. La cobertura (actualmente modificada) llega a u\$s 10.000 (hoy u\$s 30.000) por persona por depósitos en cuenta corriente, caja de ahorros y plazos fijos hasta 90 días. El seguro no cubre depósitos que perciben un interés 2 puntos mayor que la tasa testigo ni aquellos que tengan incentivos adicionales a la tasa de interés.

### LA CONVERTIBILIDAD PUESTA A PRUEBA.

El tequila sorprende a la economía argentina en medio de la construcción de un modelo de crecimiento basado en la Convertibilidad, que requiere un aumento sustancial de las inversiones y la productividad para sostener su expansión, para lo que se debe recurrir al menos parcialmente al Ahorro Externo, por cuanto el Ahorro Interno resulta insuficiente.

Los constantes aumentos del nivel de producción incrementaron paulatinamente las exportaciones, pero a un ritmo menor que las importaciones, debido a la fuerte incidencia de la adquisición en el exterior de bienes de capital que mejoraron la productividad y competitividad del sector productivo. El déficit de la Balanza Comercial resultante de este proceso fue cubierto con un importante flujo de capital externo tanto en la forma de inversión externa directa como de inversión de cartera.

La modificación del régimen de jubilaciones y pensiones puesta en vigencia en 1994 apunta a la creación de un sólido mercado de capitales basado en el ahorro interno, al transformar el sistema de reparto vigente hasta entonces en un sistema mixto, en donde el segmento de capitalización se ensancha progresivamente. Se calcula que el año 2050 los recursos del sistema de capitalización serán equivalentes al 40 % del PBI.

En tanto el proceso de cambio de la composición del "mix" Ahorro Externo/Ahorro Interno no se produjera y no se equilibrase el ingreso de divisas comerciales provenientes de las exportaciones con las necesarias para hacer frente tanto las importaciones como el pago de los servicios de deudas y regalías, la Convertibilidad heredaba la fragilidad externa estructural de la Economía Argentina, sensible al cuello de botella de la insuficiencia de divisas y por ende a los shocks financieros externos.

No obstante ello, hacia el momento del tequila, la economía argentina ya se estaba "autoajustando" a las nuevas condiciones del ciclo económico internacional con tasas de interés más altas, menores entradas de capitales en los países emergentes y un crecimiento más rápido del comercio exterior. Respecto de esto último en el segundo semestre de 1994 las exportaciones comenzaron a crecer más rápido que las importaciones (30,3% anual vs. 13,6% anual) y asimismo se estaba consolidando el liderazgo de la inversión.

El origen de la crisis fue externo, no surgió como una limitación intrínseca del programa de Convertibilidad sino que, por el contrario, se trataba de verificar de que modo ésta podía superar tanto una restricción estructural previa de la economía, como adaptarse a las nuevas condiciones del contexto internacional.

El programa no estaba preparado para responder (amortiguar) a la crisis con recursos fiscales disponibles (superavit fiscal) dado que se había optado por la alternativa de un fuerte crecimiento económico sobre la base del círculo virtuoso : confianza-inversión- aumentos de productividad- exportaciones reforzado con la idea que el crecimiento trae más crecimiento en razón de que atrae inversiones.

Por otra parte si bien no se pudo constituir un fondo anticrisis con ahorro público, tampoco se previó el efecto fuertemente negativo de la carencia simultánea de un sistema de garantías de depósitos y un mecanismo explícito de prestamista de última instancia.

Otro factor que tuvo que superar el programa fue el impacto de la incertidumbre electoral, dado que las elecciones presidenciales tuvieron lugar en el mes de mayo de 1995. En este sentido, la incertidumbre pre electoral llevó a la profundización de la crisis bancaria y por ende a la corrida de

depósitos y a la fuga de divisas. La incertidumbre electoral contribuyó a incrementar la intensidad de la recesión. Se ha sostenido que la incertidumbre política puede llegar a explicar aproximadamente la mitad de la recesión de 1995.

El Presidente Carlos Menem fue reelecto en la primera vuelta electoral en medio de lo peor de la crisis. La Economía argentina sufrió el año 1995 una caída del 4,6 % de su PBI, la que fue recuperada en 1996 con un incremento del mismo del orden del 4,8 %. La superación de la crisis por el modelo de la Convertibilidad conlleva a algunas conclusiones conceptuales.

### CONCLUSIONES Y ENSEÑANZAS DEL EFECTO TEQUILA.

- Los Bancos son la primera línea de defensa de la Convertibilidad.

En el marco de la Convertibilidad el único factor de expansión o contracción monetaria es el resultado neto del Balance de Pagos, por eso se asimila su funcionamiento al de una Caja de Conversión bajo el régimen del patrón oro. Si hay superávit externo, esto significa que hay ingreso neto de divisas y aumento de los recursos monetarios internos y viceversa en caso contrario.

*La Base Monetaria en última instancia de la Economía Argentina está dada por los dólares que circulan internamente dentro de sus fronteras, sea bajo la forma de pesos, estando su contrapartida en dólares en las reservas convertibles del Banco Central, y el resto circula directamente en dólares, en poder de los particulares y empresas o en los depósitos de los Bancos.*

El respaldo en divisas es para los pesos emitidos por el Banco Central y para los depósitos que los Bancos mantienen en la autoridad monetaria, la Base Monetaria clásica. (durante el Tequila los encajes fueron transformados a dólares por el BCRA). Lo que no respalda la Convertibilidad es *a la totalidad de los recursos monetarios que hay en la economía.*

La corrida de depósitos y su correlato de fuga de divisas observada durante el efecto Tequila mostró que la corrida bancaria precede a la cambiaria

y ésta puede llevar al crack financiero si se pretendiesen dolarizar la totalidad de depósitos en pesos del sistema, pues técnicamente no existen dólares para respaldar más que la Base y no la totalidad de los Recursos Monetarios.

La primera gran lección es que la solvencia del sistema financiero es el talón de Aquiles de la Convertibilidad.

- **El Prestamista de Última Instancia. La red de Seguridad.**

No existe una clara distinción en la Teoría de cuántos son los recursos necesarios para afrontar una corrida bancaria. Bajo el Tequila el rol de Prestamista de Última instancia que la Convertibilidad acota técnica y teóricamente al Banco Central, fue subsanado por la creación de los Fondos Fiduciarios de Capitalización Bancaria y Para el Desarrollo Provincial y por el activo rol del Banco de la Nación Argentina.

Con posterioridad al Tequila se fue conformando una Red de Seguridad en la forma de recursos comprometidos por un pool de Bancos internacionales, con el compromiso de asistencia de los organismos financieros internacionales. En la actualidad dicha red de seguridad llega a los US\$ 8.700 millones.

La segunda lección es que la red de seguridad bancaria que cubra el rol de prestamista de última instancia, debe estar efectivamente disponible como arma preventiva de cualquier corrida.

La tercera lección se refiere a los criterios de solvencia que deben manejar las entidades financieras en su exposición y a una eficaz defensa de los ahorristas bajo un régimen de seguro de los depósitos oneroso para los Bancos. Estas lecciones se han puesto a prueba a raíz de la crisis internacional iniciada en el Este asiático y continuada por Rusia, como se verá en el Capítulo próximo.



## Capítulo 5. La crisis financiera internacional.

Se ha mencionado insistentemente que la crisis iniciada en el sudeste de Asia y posteriormente en Rusia constituye *la primer crisis sistémica de la economía globalizada*. Si bien existen similitudes entre la situación que se observa en Asia y la crisis de la deuda en la década del 80 o el efecto "Tequila" de 1994/1995, el ritmo de la revolución tecnológica asociada a la informática y las comunicaciones fue amplificando, año tras año, la velocidad de circulación de los flujos de capitales internacionales *de cartera*, en un marco global de *libertad y movilidad casi absolutas* de dichos flujos, dando lugar a un *arbitraje automático* entre instrumentos de Deuda soberana de los mercados llamados emergentes. El arbitraje mencionado es consecuencia tanto de la búsqueda de una mayor rentabilidad como de un cambio en la percepción del riesgo atribuido a un país o región.

El impacto mundial de las crisis financieras del último cuarto de siglo es algo que se encuentra fuera de discusión. En todos los casos sus efectos se expanden globalmente, provocando el abrupto cese del financiamiento a los mercados emergentes, o el endurecimiento general de las condiciones de acceso al mismo. A su vez tuvo lugar, en los países y regiones donde la crisis estalló, una fuerte afluencia de capitales internacionales previa a la misma, colocada en moneda local, sin cobertura alguna del riesgo cambiario inherente a ello. Otro rasgo digno de ser considerado es la debilidad, falta de transparencia y ausencia de un marco regulatorio adecuado para sus sistemas financieros en los países emergentes en que las crisis se produjeron.

El elemento *sui generis* que caracteriza la actual crisis financiera internacional está dado por la operación on line de todos los mercados financieros permanentemente interconectados. Podría decirse que sobre el mercado de capitales global "nunca se pone el sol". Los novecientos mil millones de dólares diarios, que se calcula se transan diariamente en este mercado, no están sujetos a un sistema de control o regulación, a un consenso de normas, como las surgidas de Basilea, que ayuden a la transparencia de las operaciones y velen por la solvencia y liquidez de las instituciones intervinientes, en general Fondos de Pensiones, de retiro o de inversión que administran dinero de los ahorristas de los países centrales, sobre todo EEUU. Este tipo de operadores que maximizan sus beneficios "en tiempo real" acentúan la volatilidad de los flujos de portafolio y su

conducta tiende a exagerar las alzas y profundizar agudamente las crisis.

La crisis asiática golpeó a las economías emergentes al expandirse el denominado "efecto contagio", que redujo en 1997 considerablemente los flujos de inversión hacia esa parte del planeta. América Latina, en cambio, vio aumentado el flujo neto de capitales en 1997, pero la disponibilidad de recursos hacia el continente sufrió un duro revés como consecuencia del crack de la deuda de Rusia y el ataque especulativo sufrido por el Brasil y Venezuela.

La desaceleración del crecimiento mundial, la caída de la demanda de bienes y servicios en Asia a tasas equivalentes a las del boom económico de su crecimiento, la cesación de pagos rusa, profundizaron la baja de los commodities y deterioraron las ventas externas de los países del continente.

El dato más sensible de la realidad latinoamericana estuvo dado por Brasil, que durante el proceso previo a las elecciones presidenciales perdió aproximadamente U\$S 25.000 millones de sus reservas, debiendo elevar la tasa de interés de referencia para asistencia bancaria (Tban) hasta 49,75 % anual.

Que la Argentina haya podido absorber el fuerte cimbronazo de Brasil, la corrida contra el bolívar en Venezuela originada por el precio del petróleo y la mayor percepción de riesgo en Chile, con el 38 % de sus exportaciones dirigidas al área Asia Pacífico, se ha debido principalmente a los esfuerzos puestos a partir del efecto tequila en sanear y tornar más solvente a su mercado financiero.

## EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO EN 1998

El número de entidades financieras alcanzó un total de 137 en marzo de 1998. La composición es la siguiente: 112 corresponde al total de Bancos -sean éstos públicos, de la Nación, de Provincias o de Municipalidades o sean privados, incluyéndose bajo la forma de Sociedades Anónimas, Cooperativos o Sucursales de Entidades Extranjeras. Las Entidades financieras no Bancarias, comprenden a las Compañías Financieras, Cajas de Crédito, Sociedades de Ahorro y Préstamo y conforman un total de 25.

Los cambios en la estructura del sistema financiero recogieron los efectos de la profundización del proceso de consolidación del sector bancario y reflejan, asimismo, la utilidad y eficacia del régimen prudencial

implementado desde 1991. La continuación de la política de privatización de bancos públicos y la persistencia de los procesos de fusiones y absorciones, generaron significativos beneficios en términos de eficiencia y calidad de servicios prestados, colaborando en la mejor y mayor satisfacción de una creciente demanda por crédito.

El fuerte aumento de la competencia entre entidades y la existencia de regiones y sectores que no han sido aún convenientemente explotados, impulsaron el proceso de expansión geográfica del sector financiero en todo el país, especialmente en el interior. En este sentido, entre septiembre 1997 y marzo de 1998 el Banco Central autorizó la apertura de 159 filiales, de las cuales 39 correspondían a Capital Federal, 50 a la Provincia de Buenos Aires y 70 al resto del país.

Dos aspectos importantes para destacar en el proceso de la actual evolución de **LA ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO**, son la concentración y la especialización bancaria.

La concentración económica no es un proceso inherente al sistema financiero, ya que se presenta en otros sectores de la economía. La concentración bancaria tampoco es propia del sistema financiero local, en virtud de los innumerables ejemplos de fusiones entre grandes bancos que han ocurrido recientemente en el mundo, motivadas por la búsqueda de economías de escala. Para el caso de Argentina, la tendencia hacia la concentración resulta exclusivamente de la interacción de las fuerzas del mercado, imposibles de contrarrestar en un contexto abierto y competitivo. En este sentido el Banco Central no promueve la concentración del sistema financiero, ya que sus normas prudenciales no discriminan a favor de ningún tamaño en particular, sino que tratan de forma idéntica tanto a bancos grandes como pequeños.

El avance del proceso de concentración bancaria no implica necesariamente que el sistema financiero quede reducido a unas pocas entidades de gran tamaño. En los países desarrollados coexisten con éxito grandes bancos universales con un número importante de pequeños bancos especializados. La clave de la coexistencia reside en que los bancos pequeños definan claramente su negocio, en función de sus ventajas comparativas.

Resulta evidente que los bancos medianos y chicos poseen una ventaja relativa en la originación de crédito obtenida a través de la experiencia práctica desarrollada en un segmento o región determinados.

Este es el caso de muchos bancos privados del interior del país ,que poseen conocimientos mas detallados y precisos sobre las características propias de las economías locales.

El Banco Central ha estado promoviendo instrumentos que permitirán a los bancos medianos y pequeños mejorar sus ventajas comparativas. En este sentido el proceso de securitización de créditos estandarizados les permite vender esos activos,maximizando de esa forma sus ventajas relativas y evitando tener que soportar los costos asociados a mantenerlos en cartera.

Otro instrumento impulsado es la reciente regulación sobre FIDEICOMISOS,que permitirá a las entidades agrupar créditos a PYMES o a consumidores,reteniendo parte de su riesgo y administración.

Las tendencias mundiales y locales apuntan a una mayor concentración bancaria.Simultáneamente ,se espera un adecuado desarrollo del proceso de especialización del sistema bancario.De esta forma,los bancos medianos y pequeños abandonarán la idea de una banca universal y se focalizarán en actividades en que sus ventajas comparativas,compensen sus desventajas ,o sea mayor costo de fondeo,menor acceso y mayor costo de capital y menor diversificación del riesgo.

Entre septiembre de 1997 y marzo de 1998,continuó el proceso de fusiones,absorciones y transferencias de paquetes accionarios,aunque a ritmo menos intenso que el mostrado en períodos anteriores.En el transcurso del semestre bajo consideración ,este proceso se caracterizó por la absorción de entidades chicas por parte de bancos de primera línea o con políticas de expansión de su espectro de negocios, y por el ingreso de un nuevo grupo de entidades extranjeras,que adquirieron ,parcial o totalmente,entidades de capital local,con el objeto de expandirse en el mercado latinoamericano así como aprovechar las excelentes condiciones que presente el mercado doméstico.

Entre los beneficios mas tangibles asociados al ingreso de entidades de capital extranjero,pueden mencionarse el aumento de la competencia y la introducción de mejoras tecnológicas en la actividad bancaria.El aumento de la competencia se genera por la decidida actitud adoptada por estas entidades de posicionarse rápidamente en el mercado y de diferenciarse claramente de aquellas ya instaladas en el sistema. Por otra parte , las fuertes inversiones que estos nuevos participantes realizan en innovaciones tecnológicas se materializan tanto en mejoras operativas,como en la prestación de novedosos productos y servicios.

Asimismo la experiencia acumulada de su actividad en países desarrollados implica la aplicación de mejores técnicas de evaluación de clientes y la posibilidad de contar con un panorama más acabado de las potencialidades del mercado financiero doméstico. Estas ventajas fuerzan a las entidades locales a adecuarse al nuevo ambiente operativo para mantener su participación en el sector, lo que redundará en una mayor consolidación del sistema bancario.

En el caso de observarse un alto grado de deterioro patrimonial en una entidad financiera la Ley de Entidades Financieras establece los mecanismos necesarios para que se proceda a escindir sus activos y pasivos, en forma total o parcial, a favor de otra entidad. El objetivo primordial del procedimiento fijado es la búsqueda de una solución para la entidad en dificultades, buscando la protección del ahorrista, lograda a través de diversos **instrumentos legales** tales como la suspensión transitoria de las actividades, exenciones temporarias en el cumplimiento de relaciones técnicas, atenuación y/o condonación de cargos, participación del Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria y de Seguro de Depósitos S.A. (SEDESA) mediante la compra de cartera, suscripción de obligaciones negociables subordinadas, aportes a pérdida y conformación de fideicomisos constituidos con activos no transferidos de la entidad.

**El esquema de reestructuración previsto en el artículo 35 bis de La Ley de Entidades Financieras** permite la exclusión de activos y pasivos de una entidad tanto con suspensión de actividades como sin suspensión de actividades. En uso de las facultades conferidas por la mencionada Ley, se completó en el periodo septiembre 1997 a octubre de 1998 la reestructuración de dos entidades financieras (Banco de Crédito Provincial S.A. y Banco Argencoop Coop. Ltda y se inició la de los Bancos Medefin UNB S.A., Patricios S.A. y Banco Mayo S.A. El Procedimiento fijado demostró tener la versatilidad necesaria para atender las particulares y complejas circunstancias en que se encontraba cada una de estas entidades.

Los problemas presentados por las entidades pueden agruparse en dos situaciones bien diferenciadas. El primer tipo corresponde a entidades que, a pesar de presentar una pobre situación patrimonial, reciben ofertas de compra. La existencia de oferentes facilita el proceso de reestructuración de la entidad, reduciendo tanto los costos como los tiempos necesarios para completar la reestructuración. Ejemplo de este caso es el del Banco Argencoop Coop. Ltda. cuya reestructuración fue resuelta sin recurrir a la suspensión de sus actividades, por lo que los ahorristas no tuvieron restricción alguna al acceso de sus depósitos. Esta entidad fue absorbida por

el Banco Credicoop Coop.Ltdo.Cabe destacar que si bien la Ley no lo exige,se invitó al resto de las entidades del sistema financiero a mejorar la oferta recibida en virtud del uso de los fondos de SEDESA por parte del absorbente y en aras de la transparencia que el Banco Central propicia en estos procesos.

El segundo tipo de situación se produce cuando ,a pesar de contar con los aportes de SEDESA,y el Fondo Fiduciario,no es posible obtener una oferta y la entidad presenta un grado de deterioro que hace necesario proceder a la suspensión de sus actividades.Este fue el caso del Banco Crédito Provincial S.A.para el cual no fue posible alcanzar una solución integral.La entidad presentaba un alto grado de insolvencia y existían dudas fundadas sobre la existencia y valuación de una parte importante de sus activos que permitieran la devolución de la totalidad de los depósitos. En el caso del Banco Mayo S.A. se negocia su adquisición total por parte del Citibank N.A.

El Banco Central de la República Argentina ha venido adoptando una serie de medidas tendientes a incrementar los *requisitos de capital de las entidades por riesgo de mercado*, lo cual se enfoca en sus inversiones en activos (acciones; bonos, etc), redefinición de los indicadores de riesgo implícitos y asociados a los diferentes niveles de tasa cobrados o sea la *modificación al régimen de capitales mínimos por riesgo de contraparte, requisitos de liquidez, fraccionamiento y graduación del riesgo crediticio y clasificación de los deudores y provisionamiento*. En forma complementaria se ha elevado la cobertura de Seguros de Depósitos S.A. (SEDESA) a U\$S 30.000—por depositante y por entidad. Dicha cobertura se constituye bajo la forma de un seguro obligatorio para las instituciones del sistema. Como dato adicional, el BCRA ha ampliado la red de seguridad del sistema a través de asegurarse la provisión de una línea crediticia de hasta U\$S 8.700 millones, a ser desembolsada en caso de ser necesario por un grupo de bancos privados internacionales con la participación de los organismos multilaterales de crédito.

## CAPÍTULO 6. Crecimiento y confiabilidad externa.

### LA ECONOMÍA ARGENTINA HOY.

Los datos disponibles al segundo trimestre de 1998 indican que la variación del PBI entre junio del 97 y junio del 98 ha sido del 6,9 %, con lo que la Economía Argentina lleva 15 meses consecutivos de crecimiento, luego de la recuperación producida en el 2do trimestre de 1996, que puso fin a la caída del nivel de actividad producto del efecto tequila. Desde esa fecha al 30/6/98 el crecimiento registrado alcanza al 15,7 %.

La industria manufacturera creció cerca del 6 % durante el período mencionado, pero mayor dinamismo mostró el sector agropecuario con un 18,8 % de incremento.

El consumo creció un 5,5 %, las exportaciones lo hicieron un 15,7 % y la Inversión Bruta Interna Fija el 12,6 %, también comparando con igual trimestre del año anterior. Este comportamiento de la inversión merece ser destacado, ya que al igual que el PBI lleva 9 meses seguidos de crecimiento. A su vez la relación entre Inversión y PBI alcanzó al 24 % en el trimestre considerado, pese al mayor riesgo asociado con la inversión en mercados emergentes y al incremento de la prima de riesgo. Esta observación convalida las observaciones efectuadas por la CEPAL en su Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe de diciembre de 1997, en donde se menciona la mayor incidencia de la inversión extranjera directa en los flujos de capitales ingresados a la región (60 %) por sobre los capitales de corto plazo.

El déficit de la Balanza comercial alcanzó los US\$ 2971 millones acumulado a julio de 1998, con un crecimiento del 3 % de las exportaciones en lo que va del año (con fuerte incidencia de la caída de precios de los commodities en general y los combustibles en particular) y del 12 % de las importaciones durante el primer semestre del año.

El comportamiento de los agregados monetarios hasta fin de agosto de 1998 refleja la fortaleza del sistema financiero ya destacada anteriormente. M3 creció un 19,3 % con respecto a 1997. Los préstamos al

sector privado no financiero crecieron un 18,4 % también con respecto a igual período del año anterior. Las reservas internacionales, por su parte, se incrementaron un 14 % en relación con agosto de 1997, demostrando que la crisis internacional no produjo perturbaciones significativas en nuestra Economía.

## AHORRO INTERNO Y ACUMULACIÓN DE CAPITAL. EL ROL DE LAS AFJP.

La creación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones a partir del mes de julio de 1994 introdujo un sistema de previsión social basado en dos pilares: Un régimen jubilatorio de reparto de cobertura universal y un régimen mixto, en el que coexiste un régimen de reparto con un régimen de capitalización individual. La opción por el sistema es voluntaria y en el caso del régimen de capitalización se fijó una alícuota del 11% sobre los trabajadores en relación de dependencia y sobre la renta presunta de los trabajadores autónomos.

En el régimen de capitalización, los fondos aportados por los beneficiarios, netos de comisiones y de los gastos ocasionados por los seguros de invalidez y muerte, se acumulan en Cuentas de Capitalización Individual que son gerenciados por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). La cantidad de afiliados al régimen de capitalización al 30/9/98 alcanza los 6.891.702 y el valor de los fondos de jubilaciones y pensiones alcanzó a 10.139 millones de pesos, equivaliendo al 3,1 % del PBI.

La creación de este sistema implica una espectacular transferencia de ahorros del sector público al sector privado, dado que el Estado deja de percibir los recursos que antes destinaba al régimen de reparto. El costo de la reforma constituye un componente del déficit fiscal actual.

Las proyecciones de la Sindicatura de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones indican que en el año 2050, los recursos del sistema equivaldrán al 42 % del PBI. Se estima que el sistema de capitalización ocasionará un incremento del ahorro interno, tal como sucedió en Chile, donde el ahorro privado no previsional pasó de un 3,5 % del PBI en el quinquenio 1980/84 al 16,3 % en 1990/94. Algunas proyecciones estiman que el ahorro interno de la República Argentina, que actualmente se ubica en alrededor del 2 % del PBI, podría incrementarse al 25 % en dos décadas.



Indudablemente el "costo de transición" del sistema de reparto al nuevo sistema conlleva a que el ahorro generado por la capitalización se ve compensado por el desfinanciamiento del antiguo sistema, que impacta, como se dijo, sobre las cuentas públicas. El financiamiento del Estado de este déficit via reducción equivalente del gasto público, o el mantenimiento de una política fiscal austera, redundará indudablemente en un incremento futuro del ahorro interno, constituyendo una transformación casi sin precedentes de la Economía Argentina.

### EL MERCOSUR Y LA INSERCIÓN INTERNACIONAL.

La Argentina enfrenta tres vitales desafíos para profundizar la incorporación realizada durante el Gobierno del Presidente Menem en el escenario de las naciones mas avanzadas. Durante las primeras décadas del siglo XXI deberá:

- \*acelerar su tasa de crecimiento económico
- \*profundizar un sistema institucional que sea percibido por la mayoría de la población como legítimo-
- \* continuar la inserción del país provechosamente en la economía y en la política mundial.

Para que ello suceda es necesario expandir el rol de los mercados y la actividad privada, fortalecer cualitativamente el funcionamiento del aparato estatal ,mejorar la distribución del ingreso y perfeccionar las instituciones democráticas.

EL ESTADO BENEFactor e intervencionista de las últimas décadas ha sido transformado durante la Presidencia del Dr.Menem en un Estado sostenedor del proceso de crecimiento económico y en un proveedor eficiente de bienes públicos, por lo tanto es importante continuar consolidando el cambio realizado.

El crecimiento sólo podrá consolidarse en el marco del espacio económico regional, único que puede sustentar la masa crítica necesaria para tamaño despegue. El Mercosur, desde su nacimiento con el tratado de Asunción a la fecha, constituye una zona de libre comercio con una imperfecta unión aduanera, que deberá recorrer un camino de disputas y armonizaciones hasta la plena vigencia del arancel externo común, la

compatibilización de los listados de excepciones aduaneras y el comienzo de la armonización de las políticas macroeconómicas.

Si hicieramos el ejercicio de proyectar un crecimiento para la Argentina del 6% y de Brasil del 7% (con un crecimiento del PBI per cápita estimado del 5% y del 5,7% respectivamente) para el periodo 1993 al 2008,

se observa con estas hipótesis la siguiente evolución:

Proyección año 2008 PBI total en U\$S mill.

Argentina.	732.627
Brasil.	2.360.465
MERCOSUR (total cuatro naciones)	3.179.885

Si durante el periodo considerado los países del Mercosur pudieran sostener las tasas de crecimiento económico proyectadas y aumentaran sustancialmente la densidad de sus relaciones económicas y políticas con los países más avanzados se consolidarían las bases para el fortalecimiento de un dinámico polo regional de crecimiento y para una gradual incorporación de los países de la región al grupo de las naciones más avanzadas.

El Cono Sur se transformaría en una nueva frontera dinámica de los países avanzados. En el año 2008 el tamaño total de la economía argentina se aproximaría al de Canadá o España y el de Brasil estaría muy próximo al de Alemania.

En términos de productividad y nivel de vida, la Argentina alcanzaría una posición aproximadamente similar a la que tuvo a inicios de la década de 1940 (un PBI per cápita de un 60 % del nivel del país más avanzado, los Estados Unidos.)

El tamaño total de la economía del conjunto de los países del MERCOSUR en el año 2008, duplicaría aproximadamente el de Francia e Italia y sería casi un 30% superior al de Alemania.

El nuevo polo regional habría alcanzado una posición internacional de primer orden sustentada en una sólida alianza estratégica general con

los Estados Unidos y en una trama de relaciones económicas privilegiadas y preferenciales con los Estados Unidos y con la Unión Europea.

DESDE UNA PERSPECTIVA ARGENTINA de corto plazo la prioridad de la relación con Brasil no es en detrimento de una relación privilegiada con los Estados Unidos, sino todo lo contrario :mejores relaciones con los Estados Unidos amplían la capacidad de diálogo con Brasil y viceversa.

Es importante destacar que esta preeminencia otorgada a la relación política con Brasil y con los Estados Unidos no debe ser en desmedro del desarrollo de relaciones sólidas con Europa y con el resto de América Latina. En particular es relevante el tema de la incorporación de CHILE al MERCOSUR.

A diferencia del resto de los países del Cono Sur, Chile ya tiene una economía abierta fuertemente integrada al comercio internacional. Durante la última década ,Chile no sólo estabilizó su economía y generó un proceso de crecimiento económico sostenido sino que además diversificó con dinamismo sus mercados de exportación.

Respecto del MERCOSUR es importante una vinculación mas estrecha con Chile. Las enormes ventajas potenciales de la vecindad geográfica, la oportunidad que brinda el mercado regional a las exportaciones chilenas de manufacturas, la provechosa integración energética sobregional y el incremento de las inversiones chilenas en la región indican un interés del sector privado chileno por asegurarse un rol activo en el mercado regional ampliado.

En definitiva el factor principal que determinará la naturaleza y la secuencia de la adhesión de Chile al Mercosur (acuerdo de libre comercio, país asociado o miembro pleno del mercado común) serán las ventajas concretas que la nueva región le proporcione a dicho país, en particular en lo que atañe a la aceleración de su desarrollo nacional.

En síntesis la consolidación del proceso de integración económica y de cooperación política con Brasil en el marco del MERCOSUR, una alianza estratégica conjunta de la Argentina y Brasil con los Estados Unidos y el desarrollo de relaciones económicas preferenciales con el NAFTA y la UNION EUROPEA serán los pilares fundamentales sobre los

cuales se podría consolidar una Argentina próspera, moderna e insertada exitosamente en el mundo del siglo XXI.

## LOS ORGANISMOS MULTILATERALES DE CRÉDITO.

Durante la década del 90 la Argentina negoció con el Fondo Monetario Internacional (FMI) un Acuerdo stand by en 1991, un Acuerdo de Facilidades Extendidas entre 1992 y 1994, una ampliación del mismo en 1995 y otro acuerdo de Facilidades Extendidas a inicios de 1998. Al 30/9/98 la deuda con el FMI ascendía a U\$S 5.417,31 millones.

El Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo brindaron asistencia financiera a una enorme masa de proyectos vinculados a las transformaciones que encaraba el Gobierno Nacional, tanto a nivel de la administración central, de las políticas sectoriales así como de asistencia a los procesos de ajuste y reforma de los Estados Subnacionales (Provincias)

La etapa de las denominadas “reformas de primera generación” se centró básicamente en mejorar la eficiencia en la asignación presupuestaria y en el ordenamiento del Estado a través de programas que apoyasen la modernización de sus estructuras (programas de ajuste) Dichas reformas se profundizaron en las Provincias Argentinas a raíz del desfinanciamiento que provocó el efecto tequila que obligó a poner seriamente en caja sus tesorerías. Con posterioridad, ambos organismos multilaterales comenzaron a financiar programas y proyectos englobados en lo que genéricamente se conoce como “reformas de segunda generación”, que apuntan al mejoramiento de la calidad de vida (salud, educación), a la movilización de los sectores productivos y a la eliminación de las imperfecciones de ciertos mercados en la correcta asignación de recursos (reforma laboral y tributaria). Junto con estas reformas se plantearon los programas y proyectos que apuntan a las transferencias intergubernamentales de recursos, a la descentralización de los servicios y a la sustentabilidad del desarrollo municipal. Al 30/9/98 el BID ha invertido U\$S 4.987,21 millones en nuestro país y el Banco Mundial ha desembolsado U\$S 6.037,91 millones.

Actualmente ambos Bancos han comprometido su asistencia crediticia en el marco de la crisis financiera internacional para que la Argentina haga frente a los vencimientos de su Deuda Externa que vencen

en lo que resta de 1998 y el primer semestre de 1999. Este rol que se sale de la función habitual de dichos organismos multilaterales (que es centralmente financiar proyectos) se emparenta con el rol jugado por el Banco Mundial a mediados de la década del ochenta cuando al llamado fenómeno de "fatiga de la deuda" le sucedió el Plan Baker.

### EL PROGRAMA FINANCIERO 1999.

El Proyecto de Presupuesto 1999 elaborado por el Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos estima un crecimiento del PBI del orden del 4,8 % durante el próximo año, con un déficit fiscal de 2.650 millones de pesos, equivalente al comprometido en el Acuerdo de Facilidades Extendidas firmado con el FMI.

Las necesidades totales de financiamiento son similares a las del corriente año, tal como puede observarse en el cuadro siguiente:

Programa Financiero 1999  
(en millones de dólares)

	Total	I	II	III	IV
USOS	14,2	3,7	2,4	4,1	4,0
Déficit Fiscal	2,7	1,0	0,3	0,8	0,6
Amortizaciones	11,0	2,7	2,0	3,1	3,2
Otros	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2

El Programa sustituye los acreedores privados por organismos multilaterales en forma parcial y busca anticipar la emisión de bonos tanto en dólares como en el euromercado. Las necesidades financieras remanentes de 1998 se cubrieron con el Banco Mundial y el 30/10 se colocó un bono en marcos alemanes a diez años y por el equivalente a 300 millones de dólares a un costo del 11,86%, siendo el primer país emergente en conseguir financiamiento voluntario en moneda europea después de la crisis de Rusia.

El 20/10 ya se había logrado emitir un Bono Global por US\$ 250 millones a 19 años de plazo, lo que demuestra que el financiamiento privado, a pesar de exigir primas de riesgo altas no se ha cortado para nuestro país. Si a lo dicho le agregamos que más del 70 % de la deuda se mantiene en Bonos de mediano y largo plazo y que la deuda de corto no

supera el 3 % del total podemos afirmar que aún agravándose la situación internacional, la vulnerabilidad de la Argentina es muy baja y su solvencia externa fuera de discusión.

**ELEMENTOS Y CARACTERISTICAS DEL SISTEMA DE  
CALIFICADORAS DE RIESGO QUE FUNCIONAN EN EL AMBITO  
DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES**

## ELEMENTOS Y CARACTERISTICAS DEL SISTEMA DE CALIFICADORAS DE RIESGO QUE FUNCIONA EN EL AMBITO DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

El Poder Ejecutivo Nacional, mediante el Decreto N° 656/92 del 23/4/92 y publicado en el Boletín Oficial del día 28/4/92, dispuso que "a partir del 1 de Septiembre de 1992 no se otorgará autorización de oferta pública para ninguna emisión de títulos valores privados representativos de deuda, sin la previa presentación de dos calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras distintas e independientes habilitadas para tal fin."

En la citada norma se dispuso la creación del Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo, en el cual deben inscribirse las empresas interesadas en obtener su matrícula, correspondiendo a la Comisión Nacional de Valores su fiscalización.

El Decreto N° 656/92 contiene además, todos los requisitos y pautas que deberán observar las empresas Calificadoras de Riesgo, disponiendo asimismo que la autoridad de aplicación sería la Comisión Nacional de Valores quién quedaba facultada para dictar las normas reglamentarias necesarias para su ejecución, manteniéndose como de aplicación supletoria la Ley N° 17.811 y sus normas complementarias.

Es en virtud de ello que la Comisión Nacional de Valores, mediante la Resolución CNV N° 290 del 20/5/97 conteniendo las "Normas de la Comisión de Valores. Nuevo Texto 1997", incorporó en su Libro IV, Capítulo XII, ambos denominados "Calificadoras de Riesgo", la reglamentación de lo dispuesto por el referido Decreto N° 656/92.

Se destacan a continuación las principales características del Sistema de



Calificadoras de Riesgo que funciona en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores, de acuerdo con lo dispuesto por la Resolución General CNV N° 290/97.

### 1. Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo.

Las Sociedades, a efectos de la inscripción en el registro, deberán dar cumplimiento a lo dispuesto por los artículos 6°, 8° y 21° del Decreto N° 656/92.

El artículo 6° se refiere a los requisitos que deberán reunir las sociedades para obtener la inscripción en el Registro y en tal sentido dispone:

- a - Ser Sociedad Anónima.
- b - Tener como objeto social exclusivo el de calificar títulos valores u otros riesgos.
- c - Incluir en su denominación la expresión : calificadora de riesgo.
- d - Tener un patrimonio neto mínimo de \$ 250.000,00 permanente.
- e - Sus acciones deberán ser nominativas no endosables o escriturales.
- f - Registrar ante la Comisión Nacional de Valores la firma de las personas que formen parte del Consejo de Calificación que serán responsables de suscribir los dictámenes.
- g - Presentar ante la Comisión Nacional de Valores para su aprobación, la metodología de calificación y el manual de procedimientos correspondiente de los cuales deberán resultar los elementos y criterios que se tendrán en cuenta para realizar las calificaciones, los que no podrán ser modificados sin la previa conformidad expresa del organismo de control.

El artículo 8° establece los elementos que deberá contener la solicitud de inscripción:

- a - Denominación o razón social
- b - Domicilio y sede social que deberá coincidir con las oficinas principales de la sociedad.

- c - Copia del estatuto de la sociedad regularmente inscripto.
- d - Copia autenticada del acta de Directorio donde se resolvió solicitar la inscripción en el Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo.
- e - Nómina de los miembros del Directorio, Consejo de Calificación, Gerentes, representantes o miembros del órgano de fiscalización indicándose domicilio real, datos y antecedentes personales.
- f - Copia autenticada del instrumento que acredite la designación de los Directores, integrantes del Consejo de Calificación y órgano de fiscalización.
- g - Balance de iniciación con dictamen de Contador Público y firma legalizada por el Consejo Profesional respectivo.
- h - Acreditar la inscripción en los organismos fiscales y de previsión que correspondan.

La resolución establece asimismo que debe acompañarse declaración jurada suscripta por cada Director, Gerente, accionista e integrante del Consejo de Calificación, en la que conste que el firmante no se encuentra alcanzado por las incompatibilidades a que se refieren los artículos 11 y 12 del Decreto N° 656/92.

El artículo 11 se refiere a las incompatibilidades de tipo personal estableciendo que no podrán ser Directores, Gerentes, Accionistas e integrantes del Consejo de Calificación de sociedades calificadoras de riesgo o estar en relación de dependencia con ellas :

- a - Las personas mencionadas en los arts. 264 y 286 de la Ley de Sociedades Comerciales y las inhabilitadas por aplicación de disposiciones de las leyes de concursos y de entidades financieras.
- b - El Estado Nacional, las provincias o municipios, los entes públicos o privados de ese origen así como sus funcionarios, empleados y demás personas que tuvieren cargos o puestos rentados o remunerados en cualquier forma que dependiesen del Estado Nacional, las provincias o municipios, incluidos sus poderes legislativos y judiciales, con excepción de la docencia y comisiones de estudio.

- c - Las bolsas de comercio, mercados autorizados en los términos de la Ley N° 17.811 o del Dec. N° 2284/91, agentes de dichos mercados, cajas de valores o cualquier tipo de entidades que nuclee a quienes negocian con títulos valores ofertados públicamente, así como sus directores, administradores, gerentes o empleados.
- d - Los emisores de títulos valores sujetos a calificación, sociedades vinculadas, controladas, controlantes o pertenecientes al mismo grupo económico, así como a los directores, administradores, gerentes o empleados de cualquiera de ellas. Igual prohibición regirá respecto a las entidades financieras así como a sus directores, administradores, gerentes o empleados, salvo en lo que se refiere a la posibilidad de ser accionistas de sociedades calificadoras de riesgo.

El artículo 12 reglamenta las restricciones a las participaciones accionarias disponiendo que no podrán poseer en forma directa o indirecta, una participación accionaria superior al 25% de una sociedad calificadora de riesgo, aún en conjunto con sus directores, administradores, gerentes o empleados o de sociedades controlantes, controladas, vinculadas o bajo control común de un mismo grupo económico:

- a - Las entidades financieras no comprendidas en alguna de las figuras descriptas en el artículo 11 antes comentado.
- b - Aquellas instituciones que ofrezcan su garantía en la emisión de títulos valores sujetos a calificación.

Aclara el artículo 12 in fine que la prohibición descripta precedentemente será asimismo aplicable a la participación individual o conjunta de ellas con otras entidades o personas descriptas en el mismo artículo.

2. Calificación de riesgo. Dictámenes.

La norma de la Comisión de Valores establece que la calificación de acciones, otros títulos u otros riesgos, deberá basarse en los procedimientos descritos en el manual registrado previamente ante la Comisión y con las categorías de calificaciones establecidas en el artículo 13 del Decreto N° 656/92, las cuales podrán ser modificadas, en función de lo dispuesto por el artículo 15 del referido decreto, con la previa autorización de la Comisión, tanto del manual modificado como de las equivalencias que correspondan.

Con relación a la periodicidad, el artículo 5° de la Resolución que se analiza, establece que los dictámenes de calificación deberán efectuarse al menos en forma trimestral y considerando además de los datos que surjan de los balances de la entidad emisora, de los fondos de inversión o de las sociedades a calificar, en su caso, los demás antecedentes obtenidos por la calificadora de acuerdo con el riesgo a evaluar.

Los dictámenes deberán mencionar las fuentes de información tomadas en cuenta para la obtención de los datos utilizados en el análisis y la evaluación respectiva y hacer referencia a los distintos análisis efectuados en cada una de las etapas del proceso de calificación de acuerdo con el respectivo manual de procedimientos, incluyendo los parámetros cuantitativos y cualitativos como por ejemplo índices, pautas en base a las cuales se confeccionaron los estados contables proyectados, análisis del sector en que actúa la emisora, etc.

Por otra parte la información que los dictámenes suministren deberá ser lo suficientemente clara y amplia como para demostrar el cumplimiento de los procedimientos descritos en el respectivo manual de procedimientos y fundamentar la calificación final otorgada.

### 3. Consejo de Calificación.

El Consejo de Calificación que tendrá a su cargo la emisión de los dictámenes de calificación deberá dar estricto cumplimiento a los procedimientos y metodología aprobada por la Comisión Nacional de Valores.

Podrá estar integrado como mínimo por 3 (tres) miembros pudiendo elevarse dicho número si así lo considera conveniente la calificadora. El quórum para las reuniones del Consejo Calificador será de por lo menos 3 (tres) de sus integrantes.

Los miembros del Consejo Calificador deberán ser elegidos por la asamblea de accionistas a propuesta del Directorio y sus mandatos tienen 2 (dos) años de duración pudiendo ser reelegidos.

La elección de consejeros suplentes podrá realizarse siempre que el estatuto social así lo prevea.

Con relación a los miembros del Consejo Calificador cabe destacar en primer lugar los requisitos de reconocida solvencia moral e idoneidad técnica y experiencia en el campo económico, financiero, contable y/o jurídico y en segundo lugar la absoluta independencia en el ejercicio de sus cargos respecto de las emisoras de títulos valores sujetos a calificación, como así también respecto a las sociedades controladas, controlantes o pertenecientes al mismo grupo económico, así como a los directores, funcionarios y accionistas de cualquiera de ellas.

Las sesiones del Consejo de Calificación deberán ser comunicadas a la Comisión de Valores con 72 (setenta y dos) horas de antelación indicando día y hora de la reunión y las entidades emisoras, los títulos y otros riesgos a calificar, que se tratarán en dichas sesiones.

Los acuerdos del Consejo se adoptarán por simple mayoría y las deliberaciones y decisiones adoptadas deberán transcribirse íntegramente en un libro de actas específico el cual podrá ser llevado por los medios previstos por el artículo 61 de la

Ley N° 19.550 previa conformidad de la Comisión.

En su caso el libro deberá estar foliado y previamente rubricado por la Comisión y cumplir con las formalidades habituales (sin tachaduras, intercalaciones, supresiones, enmiendas, o agregados de cualquier tipo que pudieran afectar la fidelidad del acta) y ser firmado por todos los asistentes a la reunión.

Las sesiones ordinarias se celebrarán al menos una vez por mes y las extraordinarias cuando lo solicite cualquiera de los integrantes del consejo.

Cabe destacar que el organismo de control podrá estar representado en las sesiones del Consejo de Calificación con el único propósito de verificar el debido cumplimiento de las normas que regulan el proceso de calificación.

Con posterioridad a cada sesión del consejo y dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas de producida, la sociedad calificadora deberá presentar ante la Comisión una copia del acta que aprueba el respectivo dictamen con la transcripción total del mismo y declaraciones juradas de los integrantes del Consejo de Calificaciones que intervinieron, sobre el cumplimiento del artículo 19 del Decreto 656/92.

Dicho artículo está referido a la obligación de los miembros del Consejo de Calificaciones de abstenerse de participar en los casos en que hubieran prestado en los últimos dos años asesoramiento o servicios de auditoría a la emisora de los títulos sujetos a calificación o que tuvieran un interés directo o indirecto que pueda afectar la independencia de criterio necesaria para efectuar la calificación.

#### 4. Calificaciones. Pautas básicas de los aspectos a examinar.

El artículo 13 del Decreto N° 656/92 dispone que los títulos representativos de deuda se calificarán en categorías que serán denominadas respectivamente con las letras A.

B, C,D, y E.

A fin de emitir la calificación, el Consejo deberá examinar, entre otros aspectos la solvencia y capacidad de pago de la emisora; la rentabilidad; la calidad gerencial y de organización de la empresa; el contexto económico en el que opere; las características del instrumento; su liquidez en el mercado y las garantías y demás información disponible para su calificación.

La calificación A, B, C y D deberá utilizarse para los títulos emitidos por emisoras que hayan cumplido satisfactoriamente con los requisitos de información exigidos, correspondiendo la calificación A a los títulos de mejor calidad y más bajo riesgo y en un orden decreciente la calificación D corresponderá a los títulos de menor calidad y mayor riesgo.

La calificación E se conferirá a los títulos de emisoras que no hayan cumplido debidamente los requisitos de información impuestos por las normas vigentes, independientemente de la garantía u otros indicadores que eventualmente pudieran respaldar la emisión.

## **5. Prohibiciones.**

El artículo 17 del Decreto N° 656/92 prohíbe expresamente a las sociedades calificadoras de riesgo invertir en títulos calificados por la propia sociedad, utilizar información a la que acceda en razón de su actividad para beneficio de la sociedad, realizar tareas de auditoría, y efectuar tareas de asesoramiento no autorizadas expresamente por la Comisión Nacional de Valores.

Las sociedades calificadoras tampoco pueden calificar títulos de una emisora con la que los socios o directores de aquella tengan un interés susceptible de afectar la independencia de criterio del Consejo de Calificación.

La prohibición de invertir en títulos calificados por la propia sociedad, como así también la utilización de la información a la que acceda, se extiende a los directores gerentes, miembros del consejo de calificación u órgano de fiscalización y empleados de las sociedades calificadoras, ello de conformidad con el artículo 18 de la normativa antes mencionada.

## **6. Honorarios.**

Con relación a los honorarios, se establece que los mismos serán fijados libremente por las partes, debiendo hacerse público y ser informados a la Comisión Nacional de Valores.

Dicho organismo ha fijado en forma trimestral la obligación de información de los honorarios y/o aranceles que se cobren por sus servicios, discriminado por empresa.

## **7. Otras disposiciones.**

La reglamentación efectuada por la Comisión Nacional de Valores, prevé asimismo la periodicidad y forma en que deberá efectuarse la publicación de las calificaciones obtenidas.

Además, establece cual será la documentación contable que deberán presentar las sociedades calificadoras y su periodicidad, y que el domicilio social y sede principal de sus actividades, debe ser totalmente independiente de cualquier otra sociedad y/o actividad.

Finalmente, dispone que deberán informar a la Comisión todo convenio suscripto con entidades que hayan solicitado sus servicios, debiendo, asimismo, comunicar toda



rescisión o modificación de las cláusulas originalmente pactadas.

**ELEMENTOS Y CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA DE  
CALIFICADORAS DE RIESGO QUE FUNCIONA EN EL ÁMBITO DEL  
BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA.**

A través de la Comunicación "A" 2688 de fecha 21 de abril de 1998, el Banco Central de la República Argentina comunicó la Circular RUNOR 1 - 274, por la cual se establece el régimen de evaluación de entidades financieras.

Cabe señalar que el texto vigente de la normativa señalada, recoge una larga experiencia que se trasunta en la normativa que nace en 1994 y recorre todo este período. Las principales normas de ese periodo, las cuales han servido de antecedente y base para la elaboración de la Comunicación "A" 2688/98 son las siguientes Comunicaciones "A" emitidas por el Banco Central de la República Argentina: N° 2229/94 - N° 2248/94 - N° 2255/94 - N° 2269/94 (t.o.) - N° 2484/96 (t.o.) - N° 2510/97 - N° 2518/97 - N° 2521/97.

El régimen es obligatorio para las entidades financieras, quienes deben contar con al menos una evaluación extendida por alguna de las sociedades calificadoras de riesgo habilitadas por el Banco Central y la evaluación se realiza a través de un Índice Económico Financiero (IEF), el cual expresa una opinión acerca de la capacidad de repago de los pasivos de una entidad financiera en el mediano y largo plazo.

La periodicidad de dichas evaluaciones es trimestral debiendo presentar las entidades financieras sus informes a la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, dentro de los 90 días corridos siguientes al cierre de cada trimestre calendario o del ejercicio.

Las empresas evaluadoras serán aquellas Sociedades que a propuesta de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, sean habilitadas por el

Banco Central como sociedades calificadoras de riesgo.

Dichas sociedades calificadoras deben presentar una solicitud en la que manifiesten su interés en participar del régimen bajo análisis, como así también la documentación que respalde el cumplimiento de dos requisitos fundamentales: Experiencia y Modelo de Informe para la elaboración del Índice Económico Financiero (IEF).

También se establece en la norma bajo análisis las incompatibilidades de las Sociedades Calificadoras de Riesgo, como así también el procedimiento para su inscripción en el registro habilitado por el Banco Central para tal efecto.

Con relación a los informes de evaluación, y la evaluación en sí, son específicos para una determinada actividad (entidades financieras) y, en general, deben ser adecuados para la aplicación a las Pequeñas y Medianas Empresas.

Es importante la difusión de las evaluaciones en las normas establecidas. En este sentido las entidades financieras deben exponer el resultado de la evaluación en pizarras colocadas en los lugares de atención al público y deberá constar en los certificados de depósitos a plazo fijo o de otras modalidades de inversión y en los resúmenes de cuenta corriente, caja de ahorros o plazo fijo que se envíen a los clientes.

Asimismo, dicha evaluación debe ser incluida en toda publicidad que se vincule con la captación de recursos del público.

No obstante ello, se establecen pautas mínimas a las que deberán sujetarse las calificadoras de riesgo para la elaboración del Índice Económico Financiero. Su objetivo es establecer el conjunto mínimo de características de las entidades financieras que deberán ser analizadas por las sociedades calificadoras para emitir su opinión acerca de la capacidad de pago de ella entidad en el escenario macroeconómico vigente al momento de la evaluación.

Se estipula que dichas pautas mínimas no constituyen un manual de evaluación de entidades financieras, toda vez que la sociedad calificadora podrá dar a cada uno de los elementos mencionados en las pautas la ponderación que estime conveniente y también podrá considerar todos aquellos otros elementos adicionales que, a su criterio, sean necesarios para definir la evaluación.

Los tres elementos fundamentales que la normativa del Banco Central prevé para considerar la formulación de la evaluación son: posicionamiento de la entidad; situación de la entidad, y sensibilidad frente a escenarios alternativos para la economía argentina.

Posicionamiento de la entidad: Se debe analizar la posible evaluación del sistema financiero argentino y en ese contexto, el posicionamiento actual y futuro de la entidad, debiendo considerarse, como mínimo los siguientes factores:

- Evolución del sistema financiero nacional en su conjunto;
- Evolución del segmento del sistema financiero en el que se especializa la entidad;
- Grado de competitividad alcanzado en los productos que ofrece;
- Evolución de los distintos productos y mercados, su impacto sobre su competitividad y rentabilidad futura; y
- Principales fortalezas y debilidades de la entidad.

Situación de la entidad: Se deben examinar los aspectos cualitativos y cuantitativos fundamentales y necesarios que sirven para determinar la probabilidad de repago de la entidad; entre ellos:

- Capitalización;
- Activos;
- Administración;
- Utilidades;
- Liquidez;

## Indicadores de mercado de la calidad crediticia.

Sensibilidad frente a escenarios alternativos para la economía argentina: establece que la proyección del flujo de fondos de la entidad se realizará en el contexto del escenario económico vigente al momento de la evaluación y de dos escenarios alternativos más desfavorables que el actual.

Asimismo, la Sociedad Calificadora deberá definir dichos escenarios alternativos y fundamentar cada uno de ellos, así como la probabilidad de su concreción.

En cada uno de los escenarios deberá describirse pormenorizadamente las condiciones económicas y financieras que lo caracterizan, y cómo las distintas hipótesis desarrolladas para cada una de esas situaciones impactan en la entidad analizada, en especial sobre: los factores determinantes de la calidad de sus activos y su posición de liquidez; el flujo de fondos proyectados; y su capacidad de pago.

## ANALISIS DEL GRADO DE APLICABILIDAD DE LOS MISMOS AL PROYECTO DE LA SECRETARIA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.

En los acápites precedentemente, se han analizado los elementos y características de la normativa referida a calificaciones de riesgos que funcionan tanto en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores, como en el del Banco Central de la República Argentina.

Como ya se explicitó, en el caso del sistema de calificación de riesgo que funciona en la Comisión Nacional de Valores se refiere fundamentalmente a la calificación de las emisiones de títulos valores privados representativos de deudas para permitir hacer oferta pública de los mismos, como así también acciones, otros títulos y otros riesgos.

Por su parte, el sistema de calificación de riesgo que se estableció en la órbita del Banco Central de la República Argentina, se vincula específicamente con la evaluación de entidades financieras sujetas al control de dicho organismo oficial.

Ambos sistemas, dentro de los objetivos para los cuales se crearon, funcionan normalmente y constituye información referencial de importancia a los efectos de su aplicación en el ámbito de aplicación de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa.

Sin embargo, atendiendo a las particulares necesidades de las Pymes, resultaría necesario introducir modificaciones y adaptaciones a las metodologías descriptas que permitan transformar las calificaciones de riesgo para las Pymes en verdaderos instrumentos de clarificación, publicidad y desarrollo de las fuentes de financiación de las mismas.

En el presente informe se incluye en el capítulo “Pautas mínimas para la confección de un manual de procedimientos para las calificaciones de riesgo” para el caso de las Pymes los lineamientos fundamentales referidos a los procedimientos que debieran seguirse para la evaluación integral de una Pyme.

Dentro de las pautas mínimas elaboradas en el presente, se ha rescatado principalmente los dictámenes previstos por la normativa de la Comisión Nacional de Valores, ya explicado en el acápite correspondiente, como así también los tres elementos fundamentales que la normativa del Banco Central prevé para considerar la formulación de la evaluación, a saber: posicionamiento de la entidad; situación de la entidad, y sensibilidad frente a escenarios alternativos para la economía argentina.

## SERVICIOS QUE PRESTAN LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO.

Los servicios que prestan las calificadoras se iniciaron con el desarrollo del mercado de capitales en la Argentina aproximadamente en 1992. Los servicios, desde entonces, fueron ampliándose paulatinamente pero siempre sobre la base del cometido principal de la calificadora: emitir una calificación. Este propósito básico, emitir una calificación, nos permite conocer, no cómo y cuánto puede ser invertido, sino cuál es la probabilidad esperada (de acuerdo a la categorización del riesgo) que tiene el ente calificado de cumplir con sus obligaciones.

Las calificaciones consideran distintos aspectos, de los cuales los principales son:

a. Probabilidad de pago: esta variable se halla vinculada no solo a la capacidad sino también a la intención del ente calificado (v.gr. emisor) de pagar en tiempo y forma el principal e intereses de la deuda. Para ello, habitualmente se analizan los siguientes factores:

- Sector
- Posición competitiva del ente
- Fortaleza patrimonial
- Fortaleza del cash flow
- Calidad del Management
- Performance operativa
- Sensibilidad ante cambios de escenario

b. Naturaleza y resguardo de la obligación

c. Protección que posee la obligación en caso de falencia y/o quiebra del emisor



De todo lo anterior se desprende una primera conclusión sobre la importancia que reviste la metodología, la experiencia y el grado de profesionalismo que ostente la calificadora.

Sobre la base de lo señalado hasta aquí, se describen los principales servicios que brindan actualmente las calificadoras, recordando la ampliación de sus servicios que se fue operando en los últimos tiempos donde se incorporaron calificaciones de entidades bancarias, de seguros y de empresas industriales, agropecuarias y de servicios.

Principales servicios:

1. Precalificación de Obligaciones Negociables emitidas por Empresas y/o Entidades Financieras
2. Calificación de Obligaciones Negociables emitidas por Empresas y/o Entidades Financieras
3. Calificación de entidades financieras según normativa del BCRA
4. Calificación de títulos accionarios
5. Calificación de cuotas partes de Fondos Comunes Cerrados de Crédito y otros riesgos atinentes al proceso de titulización
6. Calificación de instrumentos de deuda pública de Estados Provinciales y Municipales
7. Calificación de Compañías de Seguros
8. Calificación de Emprendimientos Constructivos

## 9. Calificación de Riesgo Crediticio (empresas industriales, agropecuarias y de servicios)

### Servicios a las PYMES.

De los servicios anteriormente descritos y dejando de lado provisoriamente el hecho todavía muy poco frecuente de que la PYME sea emisor de una obligación, el servicio clave que puede brindar una calificadora está relacionado con el descrito en el punto 9.

En este sentido, la calificación de riesgo crediticio de una Pyme por parte de una Calificadora permitiría a la Pyme alcanzar una serie de beneficios inherentes al proceso mismo de calificación.

Los beneficios se refieren al cambio que significa una Pyme calificada respecto del resto especialmente para dos situaciones claves que debe afrontar la Pyme: el acceso al crédito bancarios y el mejoramiento de las condiciones del actual crédito comercial. En ese sentido los principales destinatarios de la calificación serían en primerísima instancia las instituciones financieras y en segunda instancia las grandes empresas de las cuales la Pyme es cliente de crédito comercial.

Pero, a esta altura también cabe destacar que no solamente hay destinatarios externos del producto de la calificación, sino que primordialmente cabe destacar que el proceso mismo de la calificación (sobre la base de una rigurosa metodología) permite el ordenamiento de la propia Pyme sobre la base del diseño de una apropiada presentación de la empresa similar a lo que se conoce como la estructura de un plan de negocios. En esta línea la Pyme vería claramente reflejadas las fortalezas y debilidades de su empresa y el modo de mejorar así como también las amenazas y oportunidades que provienen del contexto.

Todo este trabajo que surge de la calificación permitirá a la Pyme obtener distintas ventajas según sea su situación: podrá obtener o mejorar su acceso al crédito bancario, aumentará su límite de crédito o logrará una reducción en la tasa de interés que paga actualmente. Ventajas similares se lograrán respecto del crédito comercial que dispongan.

## NECESIDADES DE LAS PYMES Y VENTAJAS DERIVADAS DE LA UTILIZACIÓN DE LOS SERVICIOS DE UNA EMPRESA CALIFICADORA DE RIESGO.

Los años transcurridos desde la implementación del cambio de reglas en la economía argentina han dejado un fuerte impacto en las condiciones de competitividad de los distintos sectores productivos. Esta transformación estructural demanda profundos cambios en el proceso de asignación de factores productivos requiriendo una fuerte dosis de capacidad de gerenciamiento, de incorporación de tecnologías (tanto hard como soft) y sobre todo financiamiento.

Para el caso de las Pymes que deben afrontar su reconversión y eventual expansión el **problema del financiamiento resulta crucial**. Más allá de la liquidez coyuntural que pueda exhibir o no el sistema bancario, las Pymes siempre han soportado dificultades en el acceso al crédito bajo condiciones razonables. Esta dificultad, la mayor parte de las veces, radica en la **insuficiente información confiable** que pueden presentar que les permita a las entidades financieras analizar su presente y proyectar su futuro.

La insuficiencia de información incide negativamente sobre la transparencia del mercado y tiene como consecuencia, no solamente una mayor dificultad en el acceso al crédito sino que, en caso de obtenerlo, éste es escaso y a tasas altas.

En general, las entidades bancarias, a las que les cuesta comprender el fenómeno Pyme, optan por aplicar un criterio globalizador para todo el sector Pyme el cual es considerado de mayor riesgo o de riesgo elevado y no se intenta examinar a las Pyme con un criterio de análisis individual que permita identificar a las Pymes verdaderamente viables que existen.

Por lo tanto, la situación en el mercado muestra por un lado a las **entidades financieras renuentes al otorgamiento fluido de crédito a las Pymes** sobre todo por razones de desconocimiento sobre la base de la existencia de información insuficiente para decidir bajo condiciones técnicas apropiadas.

Por otro lado aparecen claramente las **necesidades de las Pymes** que van desde el replanteo de la visión y estrategias del negocio, la incorporación de tecnologías tanto de gestión como productivas y fundamentalmente las necesidades de financiamiento.

Ante este panorama la **inclusión de los servicios de calificación** de una Calificadora de Riesgo aparece como muy pertinente para contribuir al logro de transparencia en un mercado donde mediante distintas calificaciones se pueda saber específicamente quién es quién en el caso de las Pymes respecto de su mérito crediticio.

De este modo, si la Calificadora genera una metodología sobre la base de las Pautas Mínimas detalladas aparte, el **decisor podrá contar con una opinión** y un estudio confiable que le permita conocer los aspectos cruciales de la empresa tanto actuales como futuros.

A esta altura cabe hablar de decisor por cuanto **existen beneficios adicionales** dado que no solamente puede tratarse de la decisión de una entidad financiera sino incluso esta propuesta (que se trasunta en una calificación de la Pyme) puede servir también para quien decide en una gran empresa que otorga crédito comercial a una Pyme o eventualmente si operan con Pymes como proveedoras verán reducido su riesgo de abastecimiento, de necesidades de stocks o de necesidad de financiarlas ante posibles riesgos de incumplimiento.

Los **beneficios cuantitativos de contar con una calificación apropiada**, a esta altura, pueden deducirse fácilmente. La Pyme contará con un adecuado acceso al crédito o, si ya lo tuviere, podrá ver incrementado su margen crediticio o podrá operar a tasas de interés sensiblemente más bajas, se le eximirán o atenuarán ciertas

condiciones o alguna combinación de estas variables.

Los beneficios de una calificación de una Calificadora de Riesgo no se agotan en lo expuesto, no solo sirven para el acceso al crédito bancario o comercial (o la obtención de mejores condiciones, especialmente en tasa de interés) **no solo son una carta de presentación para terceros**, sino que también, la aplicación de la metodología de la Calificadora (siguiendo las Pautas Mínimas prefijadas) permite establecer a la propia dirección de la Pyme un diagnóstico sobre su situación actual y una prognosis de su panorama futuro que resultan claves para el propio ordenamiento interno de la Pyme que le sirve inclusive más allá del resultado de su gestión crediticia.

Esta última circunstancia es posible dado que las Pautas Mínimas reseñadas apuntan a que el informe de la Calificadora tenga los contenidos suficientes **como para constituir una cabal presentación de la empresa**, en particular, tendiendo a demostrar la viabilidad del negocio o sea de la empresa como proyecto esto es conformando un verdadero Plan de Negocios.

En esta última línea de pensamiento, las exigencias planteadas en las Pautas Mínimas permiten derivar un Plan de Negocios que contenga los lineamientos habituales en el ámbito profesional para este tipo de instrumento. De este modo, podemos delinear los principales capítulos que componen un Plan de Negocios e indicar la correspondencia muy estrecha que existe con las mencionadas Pautas Mínimas.

#### 1. Resumen ejecutivo

Es una síntesis de los capítulos que siguen

#### 2. Introducción (de forma)

#### 3. Investigación de mercado

Permite conocer la oferta asimilable y, fundamentalmente la demanda o sea

quiénes son y qué quieren los consumidores. Este capítulo se corresponde con el punto 4 de las Pautas Mínimas.

#### 4. Análisis FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas)

Se corresponde con el punto 6 de las Pautas Mínimas

#### 5. Análisis de la Competencia

Establece quiénes son los competidores, cuántos son, las ventajas competitivas de cada uno, los competidores potenciales.

Este capítulo se corresponde con los puntos 3 y 4 de las Pautas Mínimas.

#### 6. Estrategia

Sobre la base de los capítulos anteriores se establece una estrategia o sea el encuadre general del negocio.

Se corresponde con el punto 4 de las Pautas Mínimas

#### 7. Plan de Comercialización

Instrumenta la estrategia de marketing o sea necesita de la definición previa del objetivo al que se apunta y el posicionamiento. Debe definir las cuestiones referidas a producto/ servicio, precio, distribución y comunicación.

Se corresponde con el punto 4 de Pautas Mínimas

#### 8. Recursos humanos

Se corresponde con el punto 1 y en parte con el 4 de las Pautas Mínimas

#### 9. Factibilidad técnica

Se corresponde con el punto 2 de las Pautas Mínimas

#### 10. Factibilidad económica

Se corresponde con el punto 5 de las Pautas Mínimas

## 11. Análisis de sensibilidad

Se corresponde con el punto 5 de las Pautas Mínimas



## PAUTAS MINIMAS PARA LA CONFECCION DE UN MANUAL DE PROCEDIMIENTOS PARA LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS

Las pautas mínimas que se desarrollan tienen en cuenta exclusivamente los lineamientos fundamentales referidos a los contenidos que deben incluir necesariamente un manual de procedimientos que permita evaluar de modo integral a una Pyme.

Las pautas mínimas se deben referir a los siguientes aspectos (el orden presentado no indica grado de importancia):

### 1. Antecedentes del dueño o integrantes de la sociedad

Los aspectos que se deben cubrir buscan determinar la probidad y capacidad de gerenciamiento de las personas que conducen a la empresa.

1.1. Antecedentes personales y comerciales. Trayectoria . Experiencia en el negocio.

1.2. Relación entre los socios. Estilo de conducción. Participación en el capital y en las decisiones. Estructura organizacional. Equipos gerenciales. Formación. Capacitación. Reemplazos. Asesores.

1.3. Relación con otras empresas o grupos económicos.

1.4. Concepto en el mercado: comercial y bancario.

### 2. Información de la empresa

Los aspectos que se deben cubrir buscan determinar en que consiste el negocio de la

empresa y cual es el nivel de sus instalaciones productivas.

- 2.1. Descripción del negocio y modus operandi de la empresa
- 2.2. Ubicación de la planta/ local / depósito.
- 2.3. Principales instalaciones productivas.
- 2.4. Proceso productivo. Tecnología. Riesgo ecológico.
- 2.5. Maquinarias y equipos
- 2.6. Composición y nivel de stocks

### 3. Contexto

El análisis se refiere al entorno en que se desenvuelve la empresa y debe cubrir los aspectos macroeconómicos, sectoriales, regulatorios y competitivos.

- 3.1. Análisis del sector/es en que se desempeña la empresa.
- 3.2. Análisis de la oferta alternativa y sus costos a nivel local, regional e internacional.
- 3.3. Grado de protección.
- 3.4. Grado de competencia existente en los mercados en que opera la empresa.
- 3.5. Barreras de entrada y de salida.
- 3.6. Regulaciones en los mercados en que opera.

### 4. Posicionamiento competitivo

Se deberá determinar el nivel competitivo de la empresa y por ende su probable viabilidad para lo cual no solamente se debe considerar el producto, sino también la competencia, los proveedores, los consumidores y el nivel de management o gerenciamiento.

- 4.1. Grado de penetración en los mercados
- 4.2. Diversificación y tamaño
- 4.3. Imagen de la empresa y de sus productos
- 4.4. Ciclo de vida de los productos y de las marcas
- 4.5. Poder de negociación de los proveedores
- 4.6. Nivel de la competencia actual y potencial
- 4.7. Evaluación de la productividad de la empresa
- 4.8. Calidad del gerenciamiento y grado de motivación (empowerment) del personal
- 4.9. Grado de innovación en productos y procesos
- 4.10. Estrategias y planes de comercialización

## 5. Situación económica, financiera y patrimonial.

Los aspectos que se deben cubrir buscan determinar la capacidad de pago de la empresa, en particular su capacidad de pago futura.

Los factores que se describen se basan en los datos del balance o instrumento equivalente

### 5.1. Fortaleza financiera

Se determina su grado de liquidez, su nivel de inmovilización de activos y su grado de endeudamiento. Respecto de este último se debe poner especial énfasis en las facilidades crediticias, riesgo de refinanciamiento y estado de deudas sociales y fiscales.

### 5.2. Capacidad de generar resultados

La capacidad de generar resultados positivos se medirá tanto respecto de los resultados operativos como de los resultados finales. En particular, se analizarán los resultados respecto del Patrimonio neto y del total de los Activos, como asimismo los distintos márgenes y la relación margen/ rotación.

### 5.3. Fortaleza del cash flow

La fortaleza del cash flow o generación de caja se analizará respecto del pago de intereses, del pago de los servicios de amortización e intereses y con respecto de la deuda financiera total.

En el análisis precedente se deberá evaluar con especial cuidado la incidencia de los factores cualitativos mencionados en los distintos apartados sobre las cifras.

El análisis de la situación financiera, económica y patrimonial pasada y actual (si son comparables) solo tiene sentido si se aplica para inferir el comportamiento futuro de la empresa y por ende su capacidad de pago futura.

El comportamiento futuro de la empresa se establece sobre la base de proyecciones. Más allá de las técnicas que se utilicen, se deberán establecer claramente las premisas que sustentan las proyecciones en particular las bases utilizadas para estimar ventas y costos.

La capacidad de pago futura deberá ser sometida a un proceso de Sensibilización bajo los métodos habituales.

En especial cabe efectuar sensibilizaciones respecto de precios (en particular tasa de interés), costos, ventas, volúmenes, atrasos, condiciones crediticias desfavorables y eventuales impactos de otras amenazas.

## 6. Determinación de fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas

Corresponde formular un balance de las fortalezas y debilidades (con probables atenuantes) de la empresa para determinar su posición competitiva interna para confrontarla con el grado de probabilidad y nivel de impacto de las oportunidades y amenazas del contexto.

Respecto de estas últimas cabe analizar los riesgos derivados de factores institucionales, legales, políticos, sociales, tecnológicos y ambientales.

## *CONCLUSIONES*

Los cambios en la economía que impuso el esquema de la convertibilidad llevó a las PYME a la necesidad de su reconversión. En este proceso de transformación estructural resultan factores críticos la capacidad de gerenciamiento, la incorporación de tecnologías y el acceso al financiamiento.

Para el caso de las Pymes que deben afrontar su reconversión y eventual expansión el problema del financiamiento resulta evidentemente el más importante. Con prescindencia del nivel de liquidez coyuntural del sistema bancario, las Pymes siempre han soportado dificultades en el acceso al crédito bajo condiciones razonables. Esta dificultad, la mayor parte de las veces, radica en la insuficiente información confiable de modo que permita su análisis por parte de las entidades financieras.

Esta insuficiencia de información incide negativamente sobre la transparencia del mercado y tiene como consecuencia, no solamente una mayor dificultad en el acceso al crédito sino que, en caso de obtenerlo, éste resulta escaso y a tasas de interés altas.

En general, las entidades bancarias, a las que les cuesta comprender el fenómeno Pyme, optan por aplicar un criterio globalizador para todo el sector Pyme el cual es considerado de riesgo elevado y no se intenta examinar a las Pyme con un criterio de análisis individual que permita identificar a las Pymes verdaderamente viables que existen.

Por lo tanto, la situación en el mercado muestra por un lado a las entidades financieras renuentes al otorgamiento fluido de crédito a las Pymes sobre todo por razones de desconocimiento sobre la base de la existencia de información insuficiente para decidir sobre una base técnica.

Por otro lado aparecen claramente las necesidades de las Pymes que van desde el

replanteo de la visión y estrategias del negocio, la incorporación de tecnologías tanto de gestión como productivas y fundamentalmente las necesidades de financiamiento.

Ante este panorama la inclusión de los servicios de calificación de una Calificadora de Riesgo aparece como muy pertinente para contribuir al logro de transparencia en un mercado donde mediante distintas calificaciones se pueda saber específicamente quién es quién en el caso de las Pymes con relación a su riesgo crediticio.

De este modo, si la Calificadora genera una metodología (sobre la base de las Pautas Mínimas detalladas anteriormente), el decisor podrá contar con una opinión fundada y un estudio confiable que le permita conocer los aspectos cruciales de la empresa tanto actuales como futuros.

A esta altura cabe hablar de decisor por cuanto existen derivaciones beneficiosas para las Pymes dado que no solamente puede tratarse de la decisión de una entidad financiera sino incluso esta calificación puede servir también para quien decide en una gran empresa que otorga crédito comercial a una Pyme o eventualmente si operan con Pymes como proveedoras verán reducido su riesgo de abastecimiento, de necesidades de stocks o de necesidad de financiarlas ante posibles riesgos de incumplimiento.

Por otra parte, los beneficios cuantitativos de contar con una calificación apropiada, a esta altura, pueden deducirse fácilmente. La Pyme contará con un adecuado acceso al crédito o, si ya lo tuviere, podrá ver incrementado su margen crediticio o podrá operar a tasas de interés sensiblemente más bajas, se le eximirán o atenuarán ciertas condiciones o se verá beneficiada con alguna combinación de estas variables.

Los beneficios de una calificación de una Calificadora de Riesgo no se agotan en lo expuesto, no solo sirven para el acceso al crédito bancario o comercial (o la obtención de mejores condiciones, especialmente en tasa de interés) no solo son una carta de presentación para terceros, sino que también, la aplicación de la metodología de la Calificadora permite establecer a la propia dirección de la Pyme un diagnóstico

sobre su situación actual y una proyección de su panorama futuro que resultan claves para el propio ordenamiento interno de la Pyme que le sirve inclusive más allá del resultado de su gestión crediticia.

Esta última circunstancia es posible dado que las Pautas Mínimas reseñadas apuntan a que el informe de la Calificadora tenga los contenidos suficientes como para constituir una cabal presentación de la empresa, en particular, tendiendo a demostrar la viabilidad del negocio o sea de la empresa como proyecto, conformando, de este modo, un verdadero Plan de Negocios.



PRIMER INFORME DE AVANCE.

Coordinación:

Dr. Mario E. Burkún

Experto:

Lic. Carlos Chiti.

Acorde con los objetivos generales del Programa, citados en el Anexo I. Plan de Trabajos y poniendo especial énfasis en el desarrollo del Punto 5 del mismo, se realizó la preparación de un Seminario/Taller que tendrá lugar en la Provincia de Jujuy, en la ciudad de San Salvador de Jujuy, previsto para el mes de Noviembre de 1999.

El evento está conformado por Exposiciones Teóricas y Talleres de participación y aplicación práctica de los conceptos vertidos sobre la realidad local.

Se describe el conjunto del Temario del evento.

Primer día.

9.00	Inscripción.
9.30 - 11.00	<b>Inauguración del Seminario Taller</b>
11.00-11.15	Café.
11.15- 13.30	<b>Descentralización y gobiernos Subnacionales. Organismos Financieros Multilaterales y Financiamiento Regional.</b>
13.30	<b>Almuerzo</b>

15.30 - 17.00	<b>El Proceso de Globalización en la Argentina (I).</b>
17.00 - 17.15	<b>Café.</b>
17.15 - 18.45	<b>El Proceso de Globalización en la Argentina (II).</b>
18.45 - 21.00	<b>Experiencias y Casos del Impacto del Proceso de Globalización en la Argentina.</b>
21:30	<b>Cena.</b>

Materiales a utilizar, presentados en el Documento Base sobre Políticas e instrumentos financieros para el desarrollo local y regional, durante esta jornada:

“Argentina: Los flujos del capital en los 90.”

“Análisis del posicionamiento argentino en el proceso de globalización.”

“Asignación de recursos escasos en la globalización.”

### Segundo día.

9.00 - 10.45	<b>Globalización y Fluctuaciones Financieras Internacionales y Política Fiscal para la Estabilidad y el Crecimiento Económico de la Región.</b>
10.45 - 11.00	<b>Café.</b>
11.00 - 13.00	<b>La experiencia regional. Reformas Institucionales para el Desarrollo Económico de Provincias, Municipios y Comunas. (I)</b>
13.30	<b>Almuerzo.</b>
15.00 - 17.45	<b>Cofinanciamiento Bancario Privado, Mercado de Capitales y Fondos de Desarrollo.</b>
17:45 - 18.00	<b>Café.</b>

18.00 - 20:30 **Experiencias y Casos de alternativas de financiamiento para Provincias y Municipios.**

21.00 **Cena.**

Materiales a utilizar, presentados en el Documento Base sobre Políticas e instrumentos financieros para el desarrollo local y regional, durante esta jornada:

“Programa de Saneamiento Financiero, Reformas y Desarrollo Económico de Municipios y Comunas de la República Argentina.”

“Esquemas de Financiamiento en un Proceso de Descentralización.”

“Programa de Saneamiento Financiero de Municipios y Comunas de la Argentina.”

Tercer día.

9.00 - 10.45 **Herramientas e instrumentos para una nueva arquitectura del Sistema Financiero Regional.(I)**

10.45 - 11.00 **Café.**

11.00 - 13.00 **Herramientas e instrumentos para una nueva arquitectura del Sistema Financiero Regional.(I)**

13.30 **Almuerzo.**

15.00 - 17.45 **Experiencias y Casos en la aplicación de instrumentos financieros a la realidad local.(I)**

17:45 - 18.00 **Café.**

18.00 - 20:30 **Experiencias y Casos de aplicación de instrumentos financieros a la realidad local. (II)**

21.00 **Cena.**

Materiales a utilizar, presentados en el Documento Base sobre Políticas e instrumentos financieros para el desarrollo local y regional, durante esta jornada:

“Propuesta de emisión de un Bono Global de Saneamiento Financiero para los Municipios y Comunas de la Argentina.”

“Una Propuesta para la Refinanciación de Deuda Pública Provincial que incluye Titularización de Créditos Hipotecarios.”

“Elementos y Características del Sistema de Calificadoras de Riesgo que funciona en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores.”

#### Cuarto día.

9.00 - 10.45	<b>Discusión y Debate Grupal sobre los principales contenidos del Seminario-Taller.(I)</b>
10.45 - 11.00	<b>Café.</b>
11.00 - 13.00	<b>Discusión y Debate Grupal sobre los principales contenidos del Seminario-Taller.(II)</b>
13.30	<b>Almuerzo.</b>
15.00 - 17.45	<b>Presentación de Ponencias y Comentarios de los participantes.</b>
17:45 - 18.00	<b>Café.</b>
18.00 - 20:30	<b>Conclusiones.</b>
21.00	<b>Cena.</b>

Coordinador: Dr. Mario E. Burkún  
Experto: Lic. Carlos Chiti

Buenos Aires, 19 de noviembre de 1.999.-

Señor Coordinador  
del Programa de Gestión  
del Desarrollo Territorial  
Dr. Mario E. Burkún  
PRESENTE

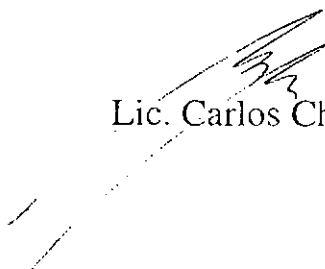
De mi mayor consideración:

Me dirijo a Ud. a los efectos de informarle acerca de la postergación de la fecha del Seminario Taller que tendrá lugar en la ciudad de San Salvador de Jujuy, Provincia de Jujuy.

La decisión de no efectuar dicho evento en la fecha prevista fue tomada por las autoridades locales en atención a inconvenientes derivados de la situación de público conocimiento en torno al resultado electoral en la categoría de Gobernador de la Provincia.

Por lo tanto, la nueva fecha acordada para realizar el Seminario Taller será los días 24, 25 y 26 del corriente en el Jujuy Palace Hotel.

Sin otro particular, saluda a Ud. muy atte.-



Lic. Carlos Chiti

Consejo Federal de Inversiones – Ministerio del Interior  
Secretaría de Asistencia Financiera a las Provincias

“Programa de apoyo, capacitación y fortalecimiento Institucional para el desarrollo de sistemas competitivos en las Provincias y Municipios”.

Programa de GESTION DEL DESARROLLO TERRITORIAL

1 de diciembre de 1999.

Consejo Federal de Inversiones

Secretario General: Ingeniero Juan José Ciacara

Ministerio del Interior

Ministro: Dr. Carlos Vladimiro Corach

Secretario de Asistencia Financiera a las Provincias: Dr. Rodolfo E. Vacchiano

Comité Operativo

Consejo Federal de Inversiones

Titular: Ing. Susana B. de Blundi

Alternos: Ing. Marta Velázquez Cao

Ministerio del Interior

Titular: Ing. Alfredo Sanchez

Alternos: Cont. Rubén Gómez Giordano

Políticas e Instrumentos Financieros para el Desarrollo  
Local y Regional

Aspectos financieros de la planificación y gestión del desarrollo local

Seminario / Taller Región NOA

AUTOR DEL INFORME. Lic. Carlos Chitti.

Coordinador del Programa: Dr. Mario E. Burkún.



## **Indice General**

Introducción

Objetivos

Profesores a cargo

Destinatarios

Organizaciones Participantes

Primera Parte. Políticas Económicas y Problemas Financieros

Segunda Parte. Metodología e Instrumentos Financieros.

Seminario / Taller Región NOA

Jujuy, San Salvador de Jujuy

Palace Hotel

## **INTRODUCCIÓN**

El Seminario-taller estuvo destinado a la Región NOA y se llevó a cabo en la ciudad de San Salvador de Jujuy, Provincia de Jujuy, en el Hotel Jujuy Plaza los días 24, 25 y 26 de noviembre de 1.999. Los funcionarios de contacto en la Provincia fueron el Sr. Ministro de Economía Dr. Anibal Marcos Carreras y el Señor Secretario de Estado, Coordinador Ejecutivo de la Unidad Ejecutora Provincial (UEP), Dr. Adrián Flavio Merlo.

### **1. Objetivos.**

Fomentar la capacitación profesional en las temáticas relativas a los aspectos financieros internacionales, nacionales y regionales.

Generar un marco conceptual para interpretar el fenómeno de la globalización.  
Desarrollar el contexto nacional de la última década, de manera de abarcar los elementos constitutivos del modelo de crecimiento.  
Describir el impacto de la globalización en el marco regional y local.  
Proveer los instrumentos y la metodología adecuada para la comprensión de la problemática financiera en el plano local y regional.  
Proporcionar a los destinatarios (funcionarios y miembros de organismos o instituciones representativas de los estamentos sociales locales) los instrumentos y herramientas técnicas necesarias para la formulación de propuestas financieras adaptadas a las necesidades productivas regionales.  
Dotar a los participantes de la información necesaria para la identificación de las necesidades financieras locales y darle los elementos para el tratamiento de dicha información que le permitan la formulación de proyectos que contemplen formas asociativas para una gestión del desarrollo territorial.  
Capacitar a los participantes en la formulación de proyectos que permitan definir mecanismos de fortalecimiento institucional y de vinculación entre los actores sociales entre sí de manera de permitir una gestión de los problemas financieros acorde con una programación y una planificación estratégica de la inversión.

## **2. Profesores a cargo.**

El seminario / taller se efectuó teniendo como docente al Lic. Carlos Chitti

## **3. Destinatarios.**

El seminario / taller estuvo dirigido a actores públicos y privados insertos en la gestión y desarrollo de las actividades significativas de qué hacer regional. Funcionarios provinciales y municipales, así como representantes del sector privado formaron parte activa del mismo.

## **4. Organizaciones Participantes.**

Consejo Federal de Inversiones – Jujuy -	Claudio García
Legislatura de la Provincia de Jujuy.	Lic. Rolando Guerrero Asesor del Presidente de la Legislatura y Vicegobernador electo, Ing. Héctor Daza.
Legislatura de la Provincia de Jujuy	Hugo Jimenez Vargas, Asesor del Bloque del

	Partido Justicialista.
Instituto de Capacitación Política	
Legislatura de Jujuy (ICAP)	Walter Robledo.
Instituto de la Vivienda y Urbanismo	
De la Provincia de Jujuy (IVUJ)	Juan Carlos Aguirre, Vicepresidente.
Superior Tribunal de Cuentas	Dr. Marcelo Genzel
Comisión Municipal Puesto Marques y	
Universidad de Jujuy	Lic. Oscar Normando Huertas.
Ministerio de Bienestar Social	Alejandro Diaz / Sonia Cufi/ Hugo Aramayo Ricardo Alarcón.
Dirección Provincial de Recursos	
Hídricos.	Mario Flores/ Héctor Montero/Roberto Bernal
Oficina de Crédito Público	Dr. Grosso Daniel, César Cabrera, José Tabera
Procuración (Fiscalía de la Provincia	
De Jujuy)	Dr. Juan José Zarif
Contaduría General de la Provincia	Julio Oscar Rosas.
Colegio de Arquitectos de la Provincia	
De Jujuy	Arq. Gustavo Barreto.

## 5. Primera Parte. Políticas Económicas y Problemas Financieros.

### 5.1. OBJETIVO.

La formación y calificación en esta temática para los participantes con miras a conceptualizar las definiciones claves para la comprensión de la última década y la construcción de posibles escenarios futuros.

### 5.2. CONTENIDO.

Módulo 1: El concepto de globalización y el papel del sistema financiero internacional.

- Definición de globalización y breve periodización de la misma.
- El comportamiento de los Organismos Financieros Internacionales y de la Banca Privada en el proceso de globalización.
- El papel de la descentralización regional y la vinculación con el comportamiento de los gobiernos nacionales.
- La modificación del encuadre territorial. Lo local y lo global. La integración regional. NAFTA. Unión Europea. MERCOSUR+CHILE.

Resultados del Módulo.

- Aspectos formativos.  
La globalización como proceso histórico y fáctico.  
La relación entre integración regional y problemas financieros internacionales.  
Las formas de financiamiento y la regulación a través de los Organismos Financieros

Multilaterales.

Módulo 2 y 3: El proceso de globalización en Argentina. Experiencias y Casos del Impacto del Proceso de Globalización en la Argentina:

La última década de cambios profundos en el país y la región. El análisis del proceso de acumulación partiendo de:

El escenario a fines de los 80. El fenómeno de la hiperinflación y sus implicancias. Los problemas de ahorro y financiamiento.

La convertibilidad y sus implicancias en el retorno al mercado de crédito voluntario. La deuda externa y las negociaciones financieras internacionales. Club de París y Plan Brady.

La Argentina como mercado emergente. Consumo, ahorro e inversión. El proceso de privatizaciones.

La convertibilidad y las fallas del mercado financiero. El “tequila” y su impacto.

Crecimiento y confiabilidad externa.

Presupuesto Nacional y Políticas Regionales.

Asignación de recursos escasos y prácticas económicas en la década.

Resultados de los módulos 2 y 3:

Aspectos formativos:

- Identificación del escenario macroeconómico en la década del 90.
- Identificación a partir de las prácticas económicas realizadas de la visión que tienen las calificadoras de riesgo internacionales y los organismos financieros del comportamiento nacional, regional y local.

### **5.3. TRABAJO DE TALLER.**

A partir del debate del contenido de las exposiciones y localizando la discusión en las filmas proyectadas se realizó un ejercicio de identificación de parámetros económicos y sociales claves para definir la factibilidad de implementar alternativas financieras estratégicas en el plano local y regional para obtener fuentes genuinas de financiamiento en la globalización.

### **5.4. Material utilizado.**

Se trabajo con los siguientes artículos que forman parte del Documento Base.

“Argentina: Los flujos del capital en los 90”.

“Análisis del Posicionamiento Argentino en el proceso de globalización”.

“Asignación de recursos escasos en la globalización”.

## **6. Segunda parte. Metodología e Instrumentos Financieros.**

### **6.1. OBJETIVO.**

Proveer las herramientas e instrumentos para una nueva arquitectura del Sistema Financiero Regional.

### **6.2. CONTENIDO.**

Definir formas de aplicar a la realidad local instrumentos financieros que permitan facilitar reprogramaciones de deuda, dilaciones crediticias, o nuevas formas de financiamiento genuino para la formulación y evaluación de proyectos de inversión y crecimiento.

Módulo 4: El saneamiento financiero en las provincias y municipios.

Necesidad de suprimir gastos innecesarios y mejorar la gestión en la ejecución presupuestaria.

Eliminación de déficit vía la generación de recursos genuinos.

Reducción del costo regional, mejorando la administración y buscando la solvencia fiscal.

Deuda pública y deuda privada. Reprogramaciones y formas de disminución del riesgo regional.

Descentralización y participación de diversos actores sociales en la determinación de proyectos de inversión.

Resultado del módulo 4:

Aspectos formativos:

El conocimiento del ordenamiento regional y local surgido de la Ley de Administración Financiera.

Las reformas implementadas a nivel subnacional y local.

El proceso de descentralización y el impacto en el Presupuesto Público.

Las posibilidades de disminuir el costo local y regional para formular proyectos de inversión.

Módulo 5:

Instrumentos a utilizar por Provincias y Municipios para reprogramar el endeudamiento:

- Mediante la emisión de un Bono Global de Saneamiento Financiero.

- Por la Titularización de Créditos Hipotecarios.

Formas crediticias que pueden surgir de un Sistema de Calificadoras de Riesgo en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores.

Resultado del módulo 5:

Aspectos formativos:

La posibilidad de ampliar las herramientas financieras que en permitan disminuir las condiciones restrictivas del mercado de financiamiento local e internacional.

### **6.3 TRABAJO DE TALLER.**

Elección de proyectos concretos a desarrollar de securitización a nivel regional.  
Escenarios de creación de bonos locales de financiamiento con redes de municipios y comunas que puedan tener un comportamiento autosustentable.  
Trabajo de identificación de tareas a desarrollar para la emisión del Bono “Tácita de Plata” para la Municipalidad de San Salvador de Jujuy.  
Formulación de los criterios para la calificación de Riesgo del Título.  
Identificación de los pasos a seguir para securitizar los títulos provenientes del otorgamiento de créditos hipotecarios por el IVUJ a través del mecanismo FONAVI.  
Regularización de escrituras, hipotecas y cesiones. Identificación de la morosidad de la cartera  
Segmentación y homogeneización de la Cartera. Relaciones entre el monto del crédito otorgado, el valor de mercado y el monto restante a ser abonado.  
Fideicomiso, fondo fiduciario, titularización y fondos frescos para Jujuy.

### **6.4 MATERIAL UTILIZADO.**

Se trabajo con los siguientes artículos que forman parte del Documento Base:

“Programa de Saneamiento Financiero, Reformas y Desarrollo Económico de Municipios y Comunas de la República Argentina.”  
“Esquemas de Financiamiento en un Proceso de Descentralización.”  
“Programa de Saneamiento Financiero de Municipios y Comunas de la Argentina.”  
“Propuesta de emisión de un Bono Global de Saneamiento Financiero para los Municipios y Comunas de la Argentina.”  
“Una propuesta para la Refinanciación de Deuda Pública Provincial que incluye Titularización de Créditos Hipotecarios.”  
“Elementos y Características del Sistema de Calificadoras de Riesgo que funciona en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores.”

# SEIS ESCENARIOS DE LA GLOBALIZACION

	<b>Gobierno Según mecanismos de mercado</b>	<b>Gobierno según mecanismos mixtos de colaboración</b>
<b>Lógica dominante FRAGMENTACIÓN</b>	<b>Escenario de Supervivencia</b>	
	<b>Escenario del APARTHEID</b>	<b>Escenario de la PAX TRIADICA</b>
<b>Lógica dominante INTEGRACIÓN</b>	<b>Escenario de fidelidad a la OMC</b>	<b>Escenario global integrado y viable.</b>
	<b>Sistema global regionalizado</b>	

## Donde va la economía mundial

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Producto Bruto del Mundo</b>	3.7	4.1	4.2	<u>2.5</u>	3.0	3.5 ↑
<b>Economías Avanzadas</b>	2.5	2.7	3.2	2.2	2.8	2.7
EE.UU.	2.2	2.8	3.9	<u>3.9</u>	<u>3.7</u>	2.6 ↓
Japón	1.4	3.5	1.4	-2.8	1.0	1.5
Europa	2.5	1.7	2.4	2.8	2.1	2.8
<b>Tigres Asiáticos (1)</b>	7.4	6.4	5.8	<u>-1.8</u>	<u>5.2</u>	5.1
<b>4 Tigrecitos (2)</b>	7.8	6.7	3.6	<u>-9.8</u>	<u>1.4</u>	3.6
<b>América Latina</b>	1.3	3.4	5.3	2.2	0.1	3.9
<b>Comercio Mundial</b>	9.5	6.3	9.9	<u>3.6</u>	<u>3.7</u>	6.2
<b>Precios al Consumo</b>						
Economías Avanzadas	2.5	2.4	2.1	1.5	1.4	1.8
Economías en Desarrollo	22.7	13.2	9.2	10.3	6.7	5.8

(1) Corea, Taiwán, Hong Kong y Singapur

(2) Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia



CUADRO 1  
SECTOR PUBLICO ARGENTINO  
ESTRUCTURA DE EROGACIONES

	Nación	Provincias	Municipios
1980	65.9	28.7	5.5
1981	69.5	25.6	4.9
1982	76.0	20.6	3.5
1983	71.5	24.4	4.1
1984	66.9	29.3	3.8
1985	67.2	27.8	5.0
1986	63.1	31.4	5.5
1987	64.5	29.9	5.6
1988	65.0	29.8	5.2
1989	67.8	27.2	5.0
1990	62.6	30.8	6.6
1991	59.2	33.0	7.9
1992	55.4	36.4	8.2
1993	51.6	39.4	9.0
1994	52.0	39.2	8.9
1995	52.6	39.1	8.3
1996	52.6	39.0	8.3
1997	53.1	38.3	8.6
Average 1980-1990	67.3	27.8	5.0
Average 1991-1997	53.8	37.8	8.4

Fuente: FIEL en base a Dirección Nacional de Gasto Social, MECON.

# Reseña de BANCOS N°10

Octubre de 1999 (\*)

## Sumario

- Ranking de Depósitos
- Ranking de Activos
- Evolución del Patrimonio Neto
- Evolución de los Préstamos
- Evolución de la Rentabilidad
- Evolución de la Morosidad
- Evolución de la Solvencia
- Evolución de la Eficiencia
- Indicadores de Desempeño de los 10 Bancos Top (por Activos)

## Ranking de Depósitos

Cuadro I  
RANKING DE DEPOSITOS CON FUSIONES (\*\*)

Posic. Jun 99	Nombre de la entidad	Posic. Jun 98	Depósitos totales (en millones)	SHARE	Var. (%) últimos 12 meses
1	BANCO DE LA NACION ARGENTINA (1)	1	12.400.7	14.98	6.87
2	BANCO DE LA PROVINCIA DE Bs. As. (2)	2	9.408.6	11.37	1.99
3	BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.	3	7.298.9	8.82	13.18
4	BANCO FRANCES S.A. (1)	4	5.492.5	6.64	9.58
5	BANCO RIO + BANCO DE RIO TERCERO	6	5.426.0	6.56	27.31
<b>TOTAL 5 PRIMERAS</b>			<b>40.826.6</b>	<b>48.36</b>	
6	CITIBANK N.A.	5	5.377.8	6.50	18.03
7	BANKBOSTON NATIONAL ASSOCIATION (1)	7	4.795.7	5.79	34.86
8	HSBC BANK ARGENTINA S.A. (1)	8	2.725.6	3.29	15.93
9	BANCO DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES (1)	10	2.383.3	2.88	20.29
10	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.A.	9	2.278.1	2.75	3.10
<b>TOTAL 10 PRIMERAS</b>			<b>57.547.0</b>	<b>69.58</b>	
11	BANCO DE LA PROVINCIA DE CORDOBA (1)	11	1.746.0	2.11	-4.09
12	SCOTIABANK QUILMES S.A.	13	1.557.1	1.88	5.28
13	BISEL + BANCO DE ENTRE RIOS	14	1.552.9	1.88	12.32
14	BANCO CREDICOOP COOPERATIVO LIMITAD	15	1.542.9	1.86	26.30
15	BANCO BANSUD S.A.	12	1.252.5	1.51	-24.25
16	BANCO SUQUIA S.A.	16	1.237.1	1.49	11.51
17	BANCO DE LA PAMPA (1)	19	882.8	1.07	5.55
18	ABN AMRO BANK N. V.	26	853.0	1.03	44.37
19	LLOYDS BANK (BLSA) LIMITED	20	833.3	1.01	7.79
20	BANCO SUDAMERIS ARGENTINA S.A. (1)	22	728.7	0.88	15.56
<b>TOTAL 20 PRIMERAS</b>			<b>89.773.3</b>	<b>84.30</b>	
<b>TOTAL 40 PRIMERAS</b>			<b>77.470.5</b>	<b>93.60</b>	
<b>TOTAL RESTO DEL SISTEMA (78)</b>			<b>6.298.1</b>	<b>6.48</b>	
<b>TOTAL DEL SISTEMA (118)</b>			<b>82.768.6</b>	<b>100.00</b>	

Las entidades presentan información a Jun99, excepto: (1) al 05/99, (2) al 02/99.

(\*\*) Este ranking se construye teniendo en cuenta las fusiones que han tenido lugar en nuestro sistema financiero.

(\*) Datos correspondientes a Junio de 1999

## EJECUCION PRESUPUESTARIA BASE CAJA

-En millones de \$ corrientes-

	1998					1999				
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
<b>INGRESOS CORRIENTES</b>	13,565.1	14,658.3	14,084.0	13,691.7	55,999.1	13,359.7	13,879.0	14,080.7		41,319.4
Tributarios	9,427.1	10,931.6	9,960.7	10,043.4	40,362.8	9,265.8	9,994.4	9,754.5		29,014.7
Seguridad Social	3,188.5	2,841.1	3,138.4	2,842.0	12,010.0	3,143.2	2,506.3	2,870.9		8,520.4
Otros	949.5	885.6	984.9	806.3	3,626.3	950.7	1,378.3	1,455.3		3,784.3
<b>EGRESOS CORRIENTES</b>	12,241.3	12,621.5	12,839.8	12,451.3	50,153.9	12,400.2	12,229.8	13,159.4		37,789.4
Personal	1,729.5	1,600.9	1,776.8	1,652.5	6,759.7	1,802.3	1,698.8	1,844.1		5,345.2
Bienes y Scios.	557.5	623.2	579.8	607.2	2,367.7	515.5	539.0	498.5		1,553.0
Pasividades	4,303.9	4,122.7	4,718.8	4,335.2	17,480.6	4,360.2	4,026.7	4,699.4		13,086.3
Transferencias	5,647.9	6,273.3	5,761.2	5,855.1	23,537.5	5,721.6	5,951.7	6,109.0		17,782.3
Otros	2.5	1.4	3.2	1.3	8.4	0.6	13.6	8.4		22.6
<b>AHORRO/DESAHORRO</b>	<b>1,323.8</b>	<b>2,036.8</b>	<b>1,244.2</b>	<b>1,240.4</b>	<b>5,845.2</b>	<b>959.5</b>	<b>1,649.2</b>	<b>921.3</b>		<b>3,530.0</b>
<b>RECURSOS DE CAPITAL</b>	117.9	65.0	115.7	210.2	508.8	1,832.0	844.5	62.7		2,739.2
Privatizaciones	82.5	9.2	0.0	4.6	96.3	2,311.7	794.0	5.0		3,110.7
Otros	35.4	55.8	115.7	205.6	412.5	52.1	50.5	57.7		160.3
<b>EGRESOS DE CAPITAL</b>	924.0	934.0	941.2	968.0	3,767.2	814.4	859.0	686.0		2,359.4
Inversion Real	212.8	180.3	256.9	238.0	888.0	176.5	166.2	136.4		479.1
Otros	711.2	753.7	684.3	730.0	2,879.2	637.9	692.8	549.6		1,880.3
<b>SUPERAVIT PRIMARIO</b>	517.7	1,167.8	418.7	482.6	2,586.8	1,977.1	1,634.7	298.0		3,909.8
<b>IDEM S/PRIVATIZAC.</b>	435.2	1,158.6	418.7	478.0	2,490.5	(334.6)	840.7	293.0		799.1
<b>INTERESES DEUDA</b>	1,739.5	1,549.7	1,546.7	1,824.4	6,660.3	2,090.2	1,858.3	1,934.1		5,882.6
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	(1,221.8)	(381.9)	(1,128.0)	(1,341.8)	(4,073.5)	(113.1)	(223.6)	(1,636.1)		(1,972.8)
<b>IDEM S/PRIVATIZACIONES</b>	(1,304.3)	(391.1)	(1,128.0)	(1,346.4)	(4,169.8)	(2,424.8)	(1,017.5)	(1,641.1)		(5,083.5)

Fuente: CEdEi con datos de Secretaría de Hacienda de la Nación

## Resultado del Sector Público Provincial.

	1998	Est. CARTA 1999	1999 vs. 1998
<b>REC. CORRIENTES</b>	<b>32,071</b>	<b>31,240</b>	<b>-832</b>
I.1) Tributarios	28,364	27,604	-760
1.1.1) Origen Provincial	11,628	11,454	-174
1.1.2) Origen Nacional	16,736	16,150	-586
I.2) No Tributarios	1,880	1,901	21
I.3) Venta de Bienes y servicios	287	249	-38
I.4) Intereses Cobrados	236	194	-42
I.5) Transferencias Corrientes	1,305	1,292	-13
1.5.1) Aportes No Reintegrables	649	566	-83
1.5.2) ATN	572	605	33
1.5.3) Resto	84	120	37
<b>RECURSOS DE CAPITAL</b>	<b>1,064</b>	<b>1,245</b>	<b>181</b>
II.1) Privatizaciones	538	729	191
II.2) Otros	526	516	-10
<b>INGRESOS TOTALES (I+II)</b>	<b>33,135</b>	<b>32,484</b>	<b>-651</b>
<b>INGRESOS TOTALES (s/priv)</b>	<b>32,597</b>	<b>31,755</b>	<b>-842</b>
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>29,819</b>	<b>30,511</b>	<b>692</b>
V.1) Consumo y Operación	20,549	21,102	553
V.2) Intereses de deuda	1,203	1,240	38
V.3) Transferencias	8,068	8,169	101
V.3.1) Sector Privado	2,737	2,832	95
V.3.2) Sector Público	5,317	5,316	-2
V.3.3) Sector Externo	14	21	8
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>5,137</b>	<b>4,452</b>	<b>-685</b>
VI.1) Inv. Real	3,046	3,170	124
VI.2) Inversión Financiera	1,439	690	-749
VI.3) Bienes Preexistentes	68	49	-19
VI.4) Transf. de Capital	584	542	-42
<b>GASTO TOTAL (V+VI)</b>	<b>34,956</b>	<b>34,963</b>	<b>6</b>
<b>GASTO PRIMARIO</b>	<b>33,754</b>	<b>33,722</b>	<b>-31</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-1,821</b>	<b>-2,478</b>	<b>-657</b>
<b>RESULTADO GLOBAL (S/ PRIV)</b>	<b>-2,359</b>	<b>-3,207</b>	<b>-848</b>
<b>RESULTADO GLOBAL DEL SPN</b>	<b>-3840</b>	<b>-5783</b>	<b>-1943</b>
<b>RESULTADO GLOBAL CONSOLIDADO (X+XI)</b>	<b>-6,199</b>	<b>-8,990</b>	<b>-2,791</b>
<b>RESULTADO GLOBAL CONSOLIDADO EN % del PBI</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-1.1%</b>

# La calificación de riesgo que hace el mercado

Medido según un bono a 10 años

		País	A cuanto coloca cada país
Investment Grade	Grupo 1	Japón	1.69
		Suiza	3.24
	Grupo 2	Alemania	5.16
		Francia	5.30
		España	5.42
		Italia	5.43
		Canadá	5.81
	Grupo 3	EE.UU.	6.00
		Hong Kong	7.34
		Polonia	7.68
Uruguay		7.87	
Tailandia		7.88	
Calidad Especulativa	Grupo 4	Chile	7.88
		México	9.66
	Grupo 5	Colombia	12.36
		Turquía	12.46
		<b>Argentina</b>	<b>12.59</b>
	Grupo 6	Indonesia	13.02
Brasil		15.21	
		Venezuela	17.46

Nota (1): los países están ordenados desde el que paga menos tasa hasta el que paga.

Nota (2): las tasas de Japón, Suiza, Alemania, Francia, España, Italia y Canadá esta expr en moneda local.

## RIESGO ECONÓMICO

### Sistema y estructura económica

- Economía de mercado o planificada
- Dotaciones de recursos, grado de diversificación
- Tamaño, composición del ahorro y la inversión
- Tasa y características del crecimiento económico

### Política fiscal y deuda pública

- Balance fiscal del sector público
- Composición de la deuda en las distintas monedas extranjeras, estructura de la deuda pública
- Costo fiscal de la Deuda pública y el pago de intereses
- Pasivos contingentes

### Política monetaria e inflación

- Tendencias en la inflación
- Tasas de crecimiento del dinero y el crédito
- Política cambiaria
- Grado de autonomía del banco central

### Flexibilidad de la balanza de pagos

- Impacto sobre las cuentas externas de las políticas monetarias y fiscales
- Estructura, performance y respuesta de la cuenta corriente
- Tamaño y composición de los flujos de capital

### Posición financiera externa

- Tamaño y composición en las distintas monedas de la deuda externa pública y privada
- Estructura de madurez y carga de servicio de deuda
- Nivel, composición de las reservas y otros activos

## RIESGO POLÍTICO

### Sistema político

- Forma de gobierno y adaptabilidad de las instituciones
- Grado de participación popular
- Orden en la sucesión de los mandatos
- Grado de consenso sobre los objetivos de política económica
- Historia de cumplimiento del servicio de deuda

### Ambiente social

- Estándares de vida, distribución del ingreso y la riqueza
- Condiciones del mercado laboral
- Características culturales y demográficas

### Relaciones internacionales

- Integración en el sistema comercial y financiero mundial

Fuente: Beers (1997)

# ¿QUE ES LA SECURITIZACION?

□ LA SECURITIZACION ES UNA  
OBLIGACION FINANCIERA  
RESPALDADA POR EL FLUJO DE  
FONDOS DE UN CONJUNTO  
ESPECIFICO DE ACTIVOS

# CARACTERISTICAS DE LA SECURITIZACION

- El originador de los Activos, los vende a quien luego emite deuda respaldada por esos Activos.
- El vendedor de los activos permanece como administrador de los mismos.
- Los inversores sólo tienen recurso contra los activos del Fideicomiso, pero no contra el vendedor de los Activos.



# MEJORAS PARA REDUCIR EL RIESGO DE LAS EMISIONES

## ■ MEJORAS CREDITICIAS INTERNAS

- **SOBRECOTERIZACION:** los activos del fideicomiso tienen mayor valor al monto emitido.
- **SUBCOORDINACION:** dentro de una emisión existen Títulos de Deuda con prioridad de cobro por encima del resto.
- **SPREAD:** diferencial de tasa entre los Activos Fideicomitidos y los Títulos de Deuda.

## ■ MEJORAS CREDITICIAS EXTERNAS

- **FONDOS DE RESERVA**
- **GARANTIAS DE TERCEROS**
- **CARTAS DE CREDITO**

# SECURITIZACION EN LA ARGENTINA

## MARCO LEGAL Y REGULATORIO

- ▮ **Código Civil Argentino**
- ▮ **Ley 24.441 de Financiamiento de Vivienda**
- ▮ **Regulaciones de la Comisión Nacional de Valores**

# OPERACIONES DE SECURITIZACION

---

- ▣ FLUJOS FUTUROS DE EXPORTACIONES DE EMPRESAS PRIVADAS
- ▣ FLUJOS FUTUROS DE ENTIDADES PUBLICAS
- ▣ SECURITIZACION DE CARTERAS HIPOTECARIAS
- ▣ SECURITIZACIONES DE OTROS ACTIVOS

# **CRITERIOS DE CALIFICACION PARA LA SECURITIZACION**

- ANALISIS CREDITICIO**
- ASPECTOS FINANCIEROS**
- ANALISIS DE ASPECTOS LEGALES**
- SEGUIMIENTO DE LA CALIFICACION**

# ANALISIS CREDITICIO

SE ANALIZA LA CARTERA  
DE ACTIVOS PARA  
DETERMINAR PROBLEMAS  
POTENCIALES EN LOS  
FLUJOS DE FONDOS QUE  
PUDIERAN OCASIONAR  
DEFICITS TEMPORARIOS O  
PERMANENTES DEL FLUJO  
DE FONDOS

# ASPECTOS FINANCIEROS

- ENTIDADES QUE BRINDAN EL RESPALDO FINANCIERO
- VENDEDOR/ ADMINISTRADOR
- PAPEL DEL FIDUCIARIO Y DEL AGENTE DE PAGO
- RIESGO DE REINVERSION
- IMPUESTOS
- GASTOS
- FUNGIBILIDAD DE LOS FONDOS

# ANALISIS LEGAL

---

SE DEBE EVALUAR EL  
RIESGO DE DEMANDAS DE  
TERCEROS SOBRE LOS  
BIENES QUE  
CONSTITUYEN LA  
GARANTIA

# SECURITIZACION SEGÚN EL EMISOR

ABARCAN EMPRESAS  
PRIVADAS,  
GOBIERNOS FEDERALES Y  
GOBIERNOS REGIONALES



# SECURITIZACION SEGÚN EL ACTIVO

- TRANSACCIONES QUE EMPLEAN COMO FUENTE DE REPAGO LOS FLUJOS GENERALES DEL EMISOR QUE SE ENCUENTRAN A DISPOSICION DE TODO ACREEDOR
- TRANSACCIONES QUE UTILIZAN UN CONJUNTO DE ACTIVOS ESPECIFICOS DEL EMISOR QUE SE SEGREGAN DEL RESTO DE LOS ACTIVOS

# TRANSACCIONES CON ACTIVOS ESPECIFICOS

- FLUJOS FINANCIEROS
- CUENTAS A COBRAR POR EXPORTACION
- DERECHOS DE COBRO DE REGALIAS
- COPARTICIPACION FEDERAL DE  
IMPUESTOS
- CUENTAS A COBRAR POR PRESTACION  
DE SERVICIOS TELEFONICOS

# SECURITIZACION DE COPARTICIPACION FEDERAL DE IMPUESTOS

CONSISTE EN LA  
SECURITIZACION POR  
PARTE DE UN EMISOR  
GUBERNAMENTAL DE SU  
DERECHO A LA  
REDISTRIBUCION DE  
IMPUESTOS

# SECURITIZACION DE COPARTICIPACION FEDERAL DE IMPUESTOS

**A TOMAR EN CUENTA:**

**CAPACIDAD DE CUMPLIR  
PUNTUALMENTE CON LAS  
OBLIGACIONES**

**MARCO JURIDICO DE LA  
COPARTICIPACION**

**PRELACION DEL BONO  
RESPECTO DE OTRAS  
OBLIGACIONES**

# DEUDA PROVINCIAL CON GARANTIA DE COPARTICIPACION FEDERAL DE IMPUESTOS

- RECAUDACION IMPOSITIVA BAJO EL SISTEMA DE COPARTICIPACION FEDERAL
- ESTRUCTURA JURIDICA Y TERMINOS DE EMISION DE LA DEUDA
- CALIFICACION CREDITICIA DE LA PROVINCIA
- FLUJOS DE FONDOS DE LA OPERACION

# RECAUDACION IMPOSITIVA BAJO EL REGIMEN DE COPARTICIPACION FEDERAL

- CADA PROVINCIA TIENE EL DERECHO DE CEDER U OTORGAR EN GARANTIA SUS ASIGNACIONES EN CONCEPTO DE PARTICIPACION
- LA PRIORIDAD DE PAGO DE CADA CESION ESTA DETERMINADA POR EL ORDEN CRONOLOGICO EN EL CUAL DICHA CESION SE PERFECCIONA

# **REQUISITOS PARA LA CALIFICACION DE GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES**

**Autoridad fiscal de la región  
incluyendo tipos de  
impuestos y si éstos son  
compartidos con otros  
niveles de gobierno.**

**Transferencia hacia y desde  
otros niveles de gobierno,  
incluyendo el método para  
determinarlos y modificarlos.**

# **POSICION Y POLITICA FINANCIERA**

**□Análisis de las políticas de liquidez.**

**□Deudas de empresas propiedad de la autoridad local .**

**□Deuda sobrepuesta de otros organismos gubernamentales que comparten la misma base fiscal.**



# **REQUISITOS PARA LA CALIFICACION DE GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES**

## **SISTEMAS**

### **ADMINISTRATIVOS:**

**Limitaciones legales ,si las hay y procedimientos para emitir deuda,aumentar impuestos,aprobar presupuestos y hacer préstamos e inversiones.**

# **REQUISITOS PARA LA CALIFICACION DE GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES**

**□ División de la  
responsabilidad entre  
funcionarios electos y  
empleados públicos  
permanentes.**

**□ Relaciones laborales  
incluyendo tasas de rotación  
procesos de acuerdos  
salariales estado de los  
contratos principales.**