

La riqueza de los argentinos

**El balance de la economía
argentina
Una primera aproximación**

**FUNDACION BOLSA DE
COMERCIO**

Investigador: Ariel Coremberg

1. INTRODUCCION	5
2. LA RIQUEZA Y EL PATRIMONIO NACIONAL	8
2.1. Definición	8
2.2. Cobertura y delimitación de los componentes de la Riqueza y el Patrimonio Nacional	10
2.3. Criterios de valuación	14
2.3.1 Introducción	14
2.3.2 Criterios de valuación de activos no financieros tangibles	15
2.3.3 Criterios de valuación de activos no financieros intangibles	15
2.3.4 Criterios de valuación de activos y pasivos financieros.....	18
3. LA RIQUEZA Y EL PATRIMONIO NACIONAL CONSOLIDADO EN LA ARGENTINA.....	20
3.1. Problemas y métodos para la estimación de la riqueza y el patrimonio consolidado en la Argentina.....	20
3.2. La riqueza y el patrimonio nacional consolidado de la economía argentina años 2001 y 2004: resultados principales.....	26
3.2.1 El patrimonio nacional de la Argentina años 2001 y 2004: niveles y evolución	26
3.2.2 Consistencia macroeconómica.....	27
3.2.3 Comparación internacional	29
3.2.4 Composición del Patrimonio Neto Nacional	30
4. EL BALANCE NACIONAL DE LA ECONOMIA ARGENTINA	33
4.1. Objetivos	33
4.2. Grado de desagregación.....	34
4.3. Fuentes utilizadas	35
4.4. Consistencias y principales criterios adoptados	36
4.5. El balance nacional de la economía argentina años 2001 y 2004: resultados principales	41
4.5.1 La composición del patrimonio y del portafolio financiero de los argentinos	42
4.5.2 Indicadores de apalancamiento y liquidez por sector institucional	46
4.5.3 Cambios en la posición financiera y el patrimonio de los argentinos entre los años 2001 y 2004	47
5. CONCLUSIONES	51
6. BIBLIOGRAFIA.....	56

Presentación

La Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha encargado al Lic. Ariel Coremberg un estudio para evaluar:

¿Cuál es la magnitud, quiénes generan y en qué se invierte el capital de los argentinos?

La respuesta a esa inquietud exigió, en primer lugar, la estimación de la magnitud de la riqueza y el patrimonio neto de la República Argentina, consistiendo la información en los distintos tipos de activos que la conforman. En segundo término, una vez obtenida la magnitud de la riqueza nacional consolidada y su asignación por tipo de activo, la inquietud estuvo dirigida a evaluar la composición de la riqueza por sector institucional, desagregando las relaciones financieras entre residentes y con el exterior.

La tarea encarada hasta la fecha consistió básicamente en la estimación y consistencia del balance nacional, mediante una matriz de activos y pasivos financieros y no financieros por tipo y sector para los años 2001 y 2004, así como de la posición patrimonial de los principales sectores institucionales que componen la economía argentina.

La matriz de activos estimada resulta de suma importancia para el análisis macroeconómico y financiero. Por ejemplo, permite detectar más exhaustivamente las oportunidades de inversión a nivel macroeconómico y sectorial que ofrece nuestro país a los fines de atraer la necesaria inversión de no residentes y, sobre todo, el ahorro de los residentes. Asimismo, este instrumento analítico permite evaluar el grado de apalancamiento de los sectores y, por lo tanto, la magnitud en que pueden crecer el sistema financiero y el mercado de capitales; incentivando y orientando el ahorro hacia la inversión productiva.

Por otra parte, la evolución y estructura del patrimonio por sector institucional constituyen variables clave para evaluar el desempeño macroeconómico de una economía. Las variaciones del nivel del patrimonio, así como su composición, determinan los efectos riqueza en hogares y empresas y estos a su vez constituyen las variables fundamentales de las decisiones de gasto e inversión de estos sectores institucionales.

La estimación del balance para cada uno de los sectores institucionales y activos detallados exigió una importante tarea de consistencia y compatibilización de información de distintas fuentes estadísticas y metodologías de valuación, así como de su análisis de consistencia macroeconómica y sectorial, cuya metodología a precios de mercado es recomendada por Naciones Unidas.

Los principales sectores institucionales son: Gobierno, Banco Central, Entidades financieras, Fondos de jubilaciones y pensiones, Empresas no financieras, Hogares y Sector externo.

- *Los activos y pasivos financieros se desagregaron en 31 categorías, entre otras: Reservas, Base monetaria, Circulante, Divisas, Depósitos en el sistema financiero, Créditos otorgados por sistema financiero, Otros activos y pasivos, Bonos y títulos públicos, Inversión en cartera en el exterior, Títulos privados, Deuda y aportes con organismos internacionales, Depósitos y créditos en el exterior, etc.*
- *Los activos no financieros se desagregaron en 10 categorías de activos tangibles producidos y no producidos:*

Producidos: Maquinaria y equipo, Material de transporte, Viviendas, Construcción no residencial privada, Construcción pública, Stock ganadero destino capital, Construcciones agropecuarias y Activos cultivados agrícolas,

No producidos: Tierra de uso agropecuario, Activos del subsuelo: Reservas petroleras y gas, Existencias (agropecuarias estimadas e industriales registradas)

Además de una estimación del Valor del capital humano

Agradecimientos del autor

Este trabajo fue realizado con el auspicio de la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Deseo agradecer especialmente al Dr. Dagnino Pastore, quien tuvo la idea de hacer este trabajo y depositó su confianza en mi persona para llevarlo a cabo. Su permanente intercambio de opiniones y su lectura crítica permitieron concretar exitosamente esta tarea.

Al Profesor Blas González, Director Ejecutivo de la Fundación BCBA, y su equipo de colaboradores, quienes apoyaron permanentemente este trabajo. A los miembros del Comité Ejecutivo, gracias a sus sugerencias y apoyo permanente pudimos llegar a término con esta publicación.

Este trabajo se pudo concretar gracias a los valiosos aportes de Carlos Pallordet, Luis Frank y Luis Lubertino.

Deseo agradecer especialmente los comentarios recibidos a una versión preliminar del Dr. Jorge Berardi, Dr. Alfredo Canavese, Dr. José Dapena Fernández, Lic. Marcelo Dinenzon, Lic. Federico Dorín, Dr. Jorge Ferraris, Lic. Alberto Fracchia, Dr. Héctor Helman, Dr. Daniel Heymann, Cr. Sergio L. Olivo, Dr. Héctor Orlando, Cr. Guillermo Ruberto, Cr. Oscar Valentini, Dr. Angel Vergara del Carril, Lic. Luis Suárez.

Las opiniones y errores de esta publicación son de exclusiva responsabilidad del autor.

1. Introducción

Durante los últimos 50 años, la economía argentina tuvo un crecimiento promedio (3% anual) muy reducido y con elevada volatilidad si se la compara con otras economías emergentes, como consecuencia de su fuerte inestabilidad política y macroeconómica.

La variabilidad del ciclo político impactó negativamente en la estabilidad de las leyes y del conjunto del sistema jurídico, provocando una importante sensación generalizada de inseguridad jurídica en el sector privado. A su vez, la inestabilidad de la economía argentina afectó duramente la credibilidad de los inversores en las políticas económicas, independientemente de la orientación proinversión de alguna de ellas.

Como resultado de la falta de un horizonte de largo plazo previsible y estable, la tasa de inversión privada (incluso pública) tuvo un pobre desempeño, no superando en promedio el 20%, por debajo de las cifras de economías emergentes que han logrado un crecimiento persistente y estable en los últimos 20 años, impactando negativamente sobre las perspectivas de crecimiento de largo plazo.

Uno de los fenómenos asociados al reducido desempeño de la inversión privada ha sido una capitalización insuficiente de su estructura productiva, evidenciado que el stock de capital en la Argentina, en relación con su PBI, resulta menor que el de la mayoría de los países desarrollados y en los cerca de u\$s 120.000 millones de activos de argentinos en el exterior¹.

Para tener una idea de la magnitud que ha alcanzado el stock de activos de argentinos en el exterior, se debe tomar en cuenta que esta cifra resulta casi equivalente al valor del Producto Bruto Interno argentino, representando el flujo anual de cinco años de inversiones realizadas en el país. De acuerdo a estimaciones preliminares realizadas en este estudio, su reinversión completa en el país permitiría aumentar en más de un tercio el stock de capital en manos de residentes, aproximando la capacidad productiva a la del promedio de los países desarrollados, implicando un importante aumento en la capitalización y por lo tanto del proceso de crecimiento económico de nuestro país. No sólo los activos no financieros resultan de magnitud reducida respecto de las economías desarrolladas sino que también resulta menor la magnitud relativa de los activos financieros respecto del tamaño de la economía argentina.

La relevancia de la estructura patrimonial en el análisis macroeconómico ha sido analizada por autores tales como, por ejemplo Tobin (1980) y Dorrance (1978), quienes resaltaron el impacto macroeconómico que producen los efectos riqueza derivados de las variaciones en el precio de los activos sobre el portafolio y el patrimonio de los diversos sectores institucionales de una economía.

En Damill y Fanelli (1988) se resalta la importancia del balance nacional y la estructura del portafolio para el análisis de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, los cambios en la distribución de la riqueza entre agentes privados, así como

¹ Cifras correspondientes al sector privado no financiero, año 2004. Ver DNCI (2004).

también el impacto negativo en la economía del escaso desarrollo de la intermediación financiera y el mercado de capitales.

En Galiani, Heymann y Tomassi (2003), se resalta la importancia que tienen las expectativas de los agentes económicos respecto de su riqueza percibida en la determinación del carácter sostenible del sendero de crecimiento y el tipo de cambio real de una economía.

Por lo tanto, la evolución y estructura del patrimonio por sector institucional constituye una de las variables macroeconómicas clave para evaluar el desempeño de una economía. Las variaciones del nivel del patrimonio, así como su composición, determinan los efectos riqueza en hogares y empresas y estos a su vez constituyen las variables fundamentales de las decisiones de gasto e inversión de estos sectores institucionales, impactando directamente en la sostenibilidad macroeconómica del país.

Por ello, resulta de suma importancia cuantificar y analizar la magnitud y composición los activos que constituyen la riqueza nacional: en qué tipo de activos invierten los argentinos, en qué sectores institucionales se encuentran ubicados y la posición financiera o patrimonio neto de cada uno de los sectores. Ello permitiría detectar más exhaustivamente las oportunidades de inversión a nivel macroeconómico y sectorial de que dispone nuestro país a los fines de atraer la necesaria inversión de no residentes así como también, y sobre todo, el ahorro de los residentes.

Asimismo, la disponibilidad del dato de la magnitud de la riqueza y su composición permitirá al analista económico contar con un importante instrumento analítico.

La estimación aquí realizada permite obtener una noción del grado de apalancamiento del sector privado no financiero, cuestión relevante para el análisis de la solidez financiera de los distintos sectores, variable fundamental de la estabilidad financiera y macroeconómica del país.

La comparación del stock de activos por sector institucional con sus pasivos permitirá definir su posición financiera y patrimonio neto y, además, para el consolidado del país, permite determinar la riqueza y el patrimonio neto nacional de la economía argentina.

Por lo tanto, el objetivo de este estudio es realizar una estimación de la riqueza y el patrimonio nacional por tipo de activo y sector de la economía argentina a los fines de identificar los activos y pasivos principales que forman parte de su patrimonio neto.

En los primeros dos capítulos, se analiza la relevancia, definiciones, grado de cobertura y los principales criterios de valuación de los activos financieros y no financieros y pasivos que componen la riqueza, el patrimonio y el balance nacional, así como también su estimación consolidada a nivel agregado

En el tercer capítulo, se presentan en una primera sección la metodología de valuación de los activos y estimación consolidada de la riqueza y el patrimonio, recomendada a nivel internacional, adaptada al caso argentino. En la segunda sección se presentan los resultados principales de la estimación consolidada.

En el capítulo cuatro, se presenta la metodología adaptada al caso argentino para estimar los patrimonios sectoriales con el criterio desagregado de cuya agregación consistente se obtiene el balance nacional de la economía argentina. Se presenta un resumen de las fuentes de información y criterios utilizados para la asignación sectorial por tipo de activo financiero, respetando el criterio de valuación de los instrumentos según precio de mercado y luego se analizan los resultados principales. Por último, se presentan las conclusiones.

2. La Riqueza y el Patrimonio Nacional

2.1. Definición

Previamente al análisis de la cobertura y metodología de valuación del nivel y componentes del capital de los argentinos, conviene tomar en cuenta dos definiciones básicas a los fines del análisis económico.

De acuerdo con las definiciones establecidas por Naciones Unidas, según el Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN93)², la Riqueza Nacional se define como la suma de los activos no financieros que se encuentran en la economía. Por lo general, en la práctica se incluyen el valor de los activos producidos: viviendas, estructuras no residenciales, obras de infraestructura, maquinarias y equipos, bienes de consumo durables, tierra, activos cultivados y activos del subsuelo. Pero también, aunque poco corriente en la experiencia internacional, y con reducido acuerdo metodológico en cuanto a su valuación, se deberían incluir los activos intangibles tales como el software, los gastos capitalizados de exploración minera y prospección petrolera, el fondo de comercio, el valor del capital humano, etc.

El Patrimonio Neto Nacional debe ser el resultado de la suma consolidada del patrimonio neto de los diferentes sectores institucionales que integran la economía: Gobierno, sector financiero, empresas no financieras, hogares, etc., tomando en cuenta los activos no financieros utilizados por los distintos sectores y los derechos financieros generados entre las unidades económicas (depósitos, créditos, bonos, acciones, etc.)³.

De acuerdo a Propatto (2003) y a Reserva Federal (1991), el balance nacional permite obtener el patrimonio nacional, siempre y cuando se contabilice con valuación homogénea los activos y pasivos financieros entre sectores institucionales. La valuación homogénea permite la consolidación de los activos a nivel de toda la economía, dado que los derechos financieros de un sector son simultáneamente las obligaciones de otro sector.

Dado que los activos/pasivos financieros se hacen netos a nivel macroeconómico, el Patrimonio Neto de la economía argentina se puede obtener como la suma de la Riqueza Nacional, que tal como vimos anteriormente es el valor de los activos no financieros, ajustada por su posición de activos externos netos, dado que una economía puede ser deudora o acreedora neta en su posición financiera con respecto al resto del mundo. Analíticamente:

² Ver ISWGNA (1995): "System of National Accounts", The Inter-Secretariat Working Group on National Accounts- Commission of the European Communities-EUROSTAT, International Monetary Fund, OECD, World Bank, United Nations, Brussels/Luxembourg, New York, París, Washington, DC, 1993.

³ La clasificación de los componentes del balance nacional por tipo de activo y sector institucional permite definir una matriz de doble entrada donde se clasifican las tenencias de activos y pasivos por tipología y sector institucional presentadas en los cuadros 6 y 7 de la sección 4, siendo este el marco conceptual y operativo sobre el cual se va a definir el presente estudio.

$$PN = RN + PII = ANF + PII \quad (1)$$

PN: Patrimonio Nacional

ANF=RN: Activos No Financieros de la Economía Argentina = Riqueza Nacional

PII: Posición de Activos Externos Netos o Posición de Inversión Internacional

En principio, este enfoque, que denominaremos consolidado, permite estimar el total de la riqueza nacional, valuando los activos no financieros (stock de capital fijo, recursos naturales, etc.) y la posición inversión internacional (posición de activos externos) del balance de pagos en forma homogénea, sin necesidad de estimar los balances de cada sector institucional⁴.

Por otra parte, la estimación del nivel de la riqueza nacional por este método constituye el marco de consistencia macroeconómica a partir del cual se puede estimar la riqueza y el patrimonio nacional a partir de la agregación de los patrimonios sectoriales siempre y cuando se valúen homogéneamente los activos y pasivos por tipología y sector institucional:

En términos analíticos, de acuerdo a este enfoque que denominaremos desagregado, el patrimonio nacional resulta de la suma de los patrimonios sectoriales:

$$PN = \sum_i \sum_j A_{i,j} - P_{i,j} \quad (2)$$

donde:

$$A_{i,j} = AF_{i,j} + ANF_{i,j}$$

$A_{i,j}$: activos por tipo i del sector j

$AF_{i,j}$: activos financieros por tipo i del sector j

$ANF_{i,j}$: activos no financieros por tipo i del sector j

$P_{i,j}$: pasivos por tipo i del sector j

Pero dado que los pasivos y activos entre sectores residentes se hacen netos:

$$\sum_i \sum_j AF_{i,j} - P_{i,j} = 0 \quad \forall j \neq k \quad (3)$$

$j \neq k$: sectores residentes

k : sector externo

La expresión (2) resulta:

$$PN = \sum_i \sum_j ANF_{i,j} + \sum_i A_{i,k} - P_{i,k}$$

⁴ Suponiendo por consistencia que los activos y pasivos financieros entre residentes se valúan homogéneamente.

La cual resulta equivalente a la ecuación (1) dado que el segundo término de la igualdad resulta igual al total de los activos no financieros del país más la posición neta de activos externos o posición de inversión internacional:

$$PN = \sum_i \sum_j ANF_{i,j} + \sum_i A_{i,k} - P_{i,k} = RN + PII = ANF + PII$$

donde: $ANF = \sum_i \sum_j ANF_{i,j}$ y $PII = \sum_i A_{i,k} - P_{i,k}$

En este sentido, la estimación aquí presentada del patrimonio nacional de la economía argentina, equivalente al denominado Capital de los Argentinos, resulta tanto del enfoque consolidado (1) como de la agregación de los patrimonios sectoriales o enfoque desagregado (2).

La estimación de la riqueza y el patrimonio nacional tomando en cuenta ambos enfoques permite que los niveles y evolución de los patrimonios netos sectoriales resulten consistentes a nivel macroeconómico, cuyo grado de desagregación permitirá realizar un análisis pormenorizado de la estructura del mercado de crédito, las tenencias sectoriales de la deuda pública, la estructura de los activos y pasivos de los hogares y las empresas no financieras, los niveles de apalancamiento sectoriales, así como la composición por tipo y sectorial de los principales activos no financieros.

2.2. Cobertura y delimitación de los componentes de la Riqueza y el Patrimonio Nacional

Resulta de suma importancia identificar exhaustivamente los componentes de la Riqueza y el Patrimonio Nacional por tipo de activo y sector institucional, tal como se describe en la figura 1.

En este sentido, el sistema de cuentas nacionales estipulado en el SCN93, ofrece el marco de consistencia macroeconómico necesario a los fines de definir qué agregados forman parte del stock de activos y pasivos de una economía respetando el criterio de exhaustividad, los criterios de valuación homogénea que permitan su consolidación a nivel macroeconómico y su posible comparabilidad internacional.

De acuerdo al SCN93, la cobertura de los activos se limita a aquellos que están sujetos a derechos de propiedad y de los que sus titulares pueden obtener beneficios económicos manteniéndolos o bien usándolos en la actividad económica tal como ésta se define en el Sistema.

De acuerdo a la figura 1, se incluyen en el universo de activos económicos, los bienes de capital tangibles tales como las maquinarias, las construcciones, el ganado reproductor, etc., los activos intangibles: el software, el fondo de comercio, las marcas y patentes, etc. y los recursos naturales económicos como el petróleo, el gas, la tierra de

uso agropecuario, Es decir, aquellos activos que son objeto de comercio y que por lo general tienen un precio de mercado o un valor a costo de reposición equivalente.

Asimismo, el SCN93 excluye a un conjunto de bienes del ámbito de los activos por no ser objeto de transacciones económicas o no tener capacidad para rendir beneficios económicos como, por ejemplo, la mayoría de los bienes durables, el capital humano, la cultura propiamente dicha y los recursos naturales no delimitados por derechos de propiedad (ecosistemas, biodiversidad, agua, etc.).

En este último caso, los activos naturales no económicos pueden aparecer en el universo de activos económicos cuando hay una transferencia de activos naturales a usos económicos como, por ejemplo, la transferencia de tierras y terrenos a los usos económicos, los aumentos netos de las reservas minerales comprobadas, la conversión de bosques silvestres en cultivos de madera o en suelo agrícola y la conversión de la reserva de pesca natural en reserva bajo control económico.

Además, existe un conjunto de activos que si bien el SCN93 indica que forman parte del universo de activos, son difíciles de valorar por no tener precio de mercado ni valor de costo: los objetos valiosos (patrimonio artístico, museos, paisaje turístico, originales de obras artísticas y literarias, marcas y patentes, etc.).

Asimismo, el SCN93 considera al gasto en investigación y desarrollo como insumos intermedios y no bienes de capital.

Sin embargo, se debe señalar que hoy en día se está discutiendo en los grupos de análisis de la futura revisión del SCN⁵ la inclusión del capital humano y de los gastos de investigación y desarrollo, sobre la base de la definición de un criterio homogéneo de límite de inclusión, valuación homogénea y comparabilidad con el resto de los activos del sistema económico.

Siguiendo con el SCN93, la clasificación de los activos distingue en un primer nivel entre los activos financieros y no financieros (producidos y no producidos). La mayoría de los activos no financieros tienen una doble finalidad. Son primordialmente objetos utilizables en la actividad económica y al mismo tiempo sirven de depósitos de valor. Los activos financieros son directamente depósitos de valor, aun cuando pueden desempeñar otras funciones (ver figura 1)⁶.

Por problemas de falta de información estadística confiable al momento de finalizar este documento, se han excluido los siguientes activos: bienes durables de consumo, recursos mineros (con excepción de petróleo y gas), recursos pesqueros y una estimación del stock de gastos de investigación y desarrollo y prospección minera.

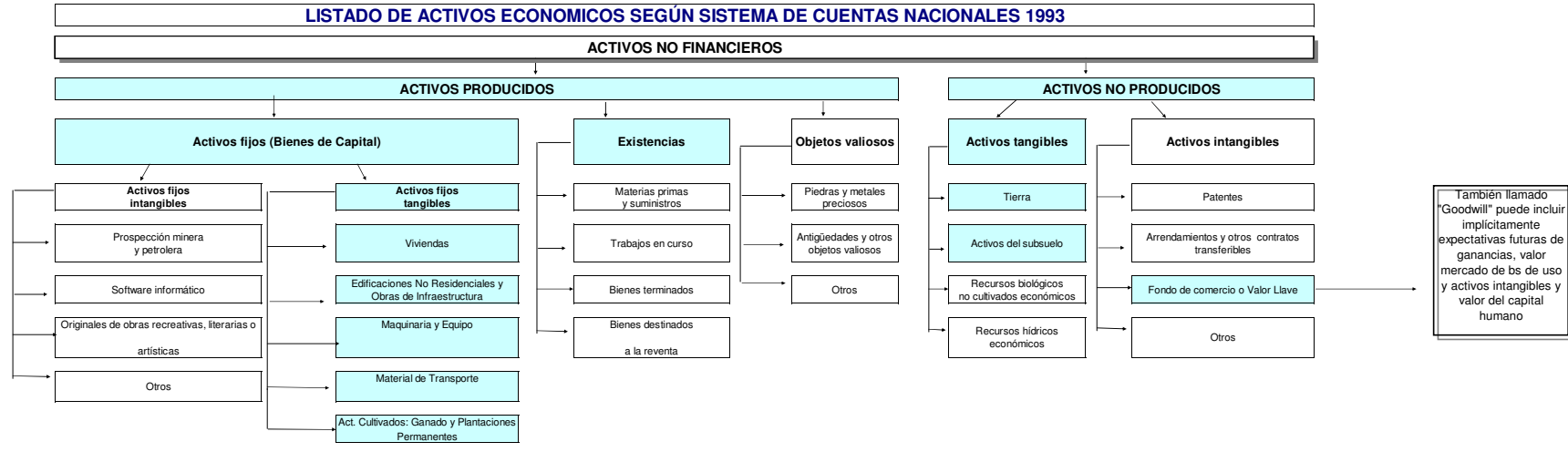
No obstante su exclusión del SCN93, se realizó una estimación del valor del capital humano, basada en metodologías internacionales, entendiendo que este es uno de los activos principales que explica el valor de mercado de las empresas y por lo tanto gran parte de su fondo de comercio (o "goodwill").

⁵ Especialmente en el OECD Canberra Group II: On Measurement On Non Financial Assets.

⁶ En color celeste se presentan los grupos de activos incluidos en esta estimación.

El resto de los activos intangibles (marcas, patentes, etc.) fueron incluidos tomando en cuenta su valuación registrada en una muestra de balances de empresas privadas.

No obstante, las exclusiones aquí realizadas son las que tradicionalmente se encuentran en las experiencias internacionales de la riqueza y el patrimonio sectorial.



ACTIVOS NO PRODUCIDOS

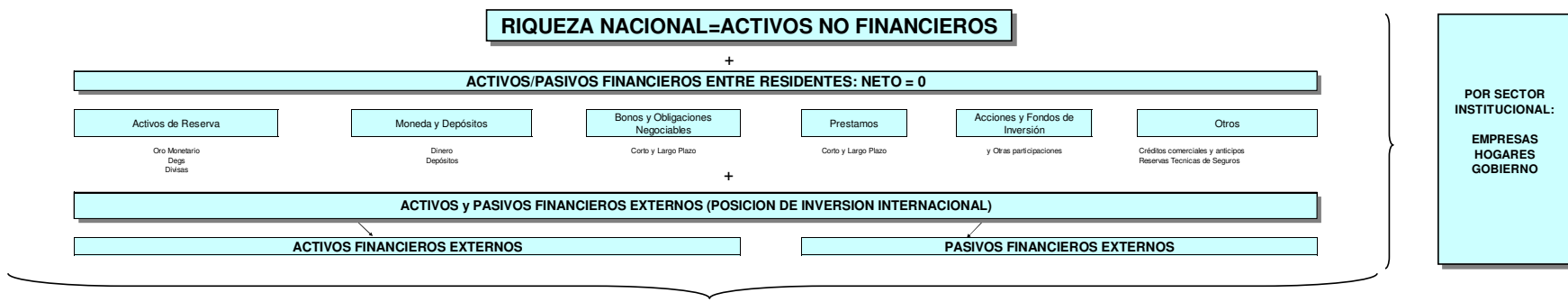
Activos tangibles

- Tierra
- Activos del subsuelo
- Recursos biológicos no cultivados económicos
- Recursos hídricos económicos

Activos intangibles

- Patentes
- Arrendamientos y otros contratos transferibles
- Fondo de comercio o Valor Llave
- Otros

También llamado "Goodwill" puede incluir implícitamente expectativas futuras de ganancias, valor mercado de bs de uso y activos intangibles y valor del capital humano



Fuente: A. Coremberg en base a SCN93

PATRIMONIO NETO NACIONAL

Categorías Excluidas por SCN93 que pueden incidir en la Riqueza Nacional

- | | | | | | | |
|-------------------------------------|--|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| Bienes Durables en manos de Hogares | Partes, piezas y accesorios de Bienes de Capital | Gastos de Investigación y Desarrollo | Recursos Naturales No Económicos | Stock de Inversión Extranjera Directa | Stock de Bienes de Uso de Grandes | Valor Económico del Capital Humano |
|-------------------------------------|--|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|

Incluidos en este cálculo
 Excluidos por el SCN93 y con falta de consenso a la fecha

2.3. Criterios de valuación

2.3.1 Introducción

De acuerdo a la figura 1, los activos que forman parte de la riqueza y el patrimonio nacional presentan una heterogeneidad relevante: activos reales, financieros, externos, etc., cuya valuación por lo general no es homogénea por tipo de instrumento y tenedor.

Ello implica que para obtener el patrimonio nacional compatible con los patrimonios sectoriales se deben agregar una serie de activos, cuyos criterios de valuación deben ser homogéneos a los fines de la consistencia del patrimonio agregado.

Por ello, resulta importante tener presente que en primer lugar para obtener el valor del capital de los argentinos se debe adoptar un criterio metodológico homogéneo que permita la comparación y consolidación de los activos y pasivos y mensurar a cuánto ascienden la riqueza de los argentinos y su patrimonio neto.

Una primera dificultad con la información de base para realizar la valuación surge por lo general con los balances de las empresas. En estos, se valúa la empresa por su valor libros o contable: los bienes de uso o activos reales a costos históricos, o a lo sumo ajustados por inflación, los activos financieros por su valor de mercado⁷ y los pasivos por su valor nominal residual, excluyendo por lo general la contabilización a valor de mercado de los intangibles.

No obstante la uniformidad general de los criterios contables, la imputación de los valores de activos y pasivos pueden estar sujetos a cierta discrecionalidad del contador de cada empresa: con qué índice se actualizan los costos, a qué valor se contabilizan las inversiones en títulos públicos, cuál es el criterio para amortizar y revaluar técnicamente los bienes de uso, etc.

Esta disparidad de criterios por empresa o sector puede ser incluso introducida por la normativa legal en función de la política económica imperante⁸.

Por lo tanto, dado que la estimación del balance por empresa y sector está sujeta a estas disparidades de criterios de contabilización, no se puede asegurar la consistencia del balance a escala nacional, a menos que se adopte un criterio de valuación homogéneo para los balances de los sectores que integran la economía. En las subsecciones siguientes, se presenta una síntesis de los criterios generales adoptados para la valuación homogénea de las principales categorías de activos.

⁷ Excepto las inversiones financieras que no cotizan en el mercado o aquellos activos financieros que se mantienen hasta su maduración, cuyo criterio general es valuar según su valor nominal residual.

⁸ Por ejemplo, en la Argentina, durante la crisis del año 2002, se determinó que los bancos podían (y obligaba a las AFJP) valuar las tenencias de bonos públicos con cotización de mercado por su valor nominal residual. Otro ejemplo: las obligaciones negociables son contabilizadas por el emisor por su valor nominal residual en tanto que figura en el activo de los tenedores por su cotización a precios de mercado de considerarse inversiones de corto plazo.

2.3.2 Criterios de valuación de activos no financieros tangibles

La valuación de los bienes de uso por su valor libros implica introducir un sesgo en el valor de los activos fijos de las firmas, dado que los activos fijos tangibles presentan un costo de reposición, es decir por el precio de mercado de los bienes de capital actualizado (nuevos o usados) por lo general distinto a su costo histórico. Aun cuando se ajusten por inflación por un índice general de precios, la evolución de los precios de los bienes de capital presenta su propia tendencia respecto del nivel general de precios, por lo cual resulta incorrecto actualizarlos automáticamente por un índice general.

La brecha entre costo histórico y costo de reposición se produce en general cuando las empresas recurren a prácticas contables que pueden distorsionar el valor económico de los bienes de uso respecto de su valor de reemplazo: por ejemplo, acelerar las depreciaciones utilizando incentivos fiscales a la inversión o por la propia política de las compañías, a los fines de reducir su exposición ante el impuesto a las ganancias y/o reducir el pago de dividendos, o recurrir al revalúo técnico de los bienes de uso a los fines de corregir el valor de los bienes de uso ya depreciados anteriormente.

Tal como se analiza más detalladamente en la sección siguiente, dados estos problemas de valuación que presentan los balances, además de su falta de disponibilidad para un conjunto relevante de empresas representativas, por lo general se procede a la estimación del stock de capital fijo por tipos de activos mediante fuentes estadísticas exhaustivas, independientes de la información contable de los balances empresariales, tomando en cuenta su valor de reemplazo o costo de reposición equivalente.

La revaluación de los bienes de uso o activos fijos a costo de reposición, produce un aumento del activo y del patrimonio neto respecto de su valor libros, tal como se presenta para el caso de una firma hipotética en el box 1.

2.3.3 Criterios de valuación de activos no financieros intangibles

Siguiendo a Hulten (2004 y 2005a, b), para medir el capital se debe distinguir los criterios analíticos en “qué debería medirse” de la discusión de “cómo debería medirse”, a los fines de eludir lo que Koopmans deseaba evitar: “medición sin teoría”.

En este sentido, Hulten pero también Jorgenson (1995) adoptan el criterio exhaustivo general de considerar inversión a todo gasto en consumo diferido; es decir, a todo uso de recursos que reduce el consumo presente procurando incrementarlo en el futuro⁹.

De ahí surge la necesidad de incluir como inversión y capital a los activos no financieros intangibles, ya que por lo general el gasto en estos se realiza en procura de mayor consumo o retornos futuros. Tal como se describe en la figura 1, los activos no

⁹ Aunque Jorgenson (1995) acota que siempre y cuando los retornos de esa inversión sean internalizados por el inversor.

financieros intangibles incluyen activos tales como el software, las marcas, patentes, prospección minera y petrolera, capital humano y fondo de comercio (“goodwill”).

Sin embargo, estos activos por lo general tienen características particulares que impiden su contabilización y valuación: falta de verificabilidad al no disponer de precios de mercado, su característica de no rivalidad: su utilización simultánea por otros usuarios no disminuye su disponibilidad para cualquier usuario individual así como también su falta de apropiabilidad privada, ya que generan externalidades sobre el conjunto de la sociedad una vez que se convierten en bienes públicos.

No obstante las dificultades de valuación, la influencia de los intangibles sobre el valor de la empresa es innegable y en ocasiones resulta ser la variable fundamental que contribuye al valor.

Dada su dificultad de valuación, por lo general se recurre a métodos indirectos.

En primer lugar, se debe tomar en cuenta que el valor de los intangibles forma parte del valor de mercado de las empresas. Por lo tanto, para hallar el valor de los intangibles se debe valorar las empresas a precios de mercado: por ejemplo, por su valor de cotización.

El criterio de valor de mercado difiere del criterio a costo de reposición, en que el primero supone que el precio de mercado de las firmas refleja no sólo el valor de los activos fijos a precios corrientes o costo de reposición equivalente sino también el valor de los activos intangibles -tales como patentes, marcas, management, etc.-; en cambio, el costo de reposición refleja el valor o precio del activo individual en el mercado, sin tomar en cuenta que forma parte del conjunto de la firma donde se encuentra instalado.

El valor de las firmas por su cotización de mercado, además del resto de los activos intangibles, también refleja los cambios en las perspectivas futuras respecto de la macroeconomía en general, del sector al cual pertenece la empresa y de la situación individual de la firma que no se capta en los costos de reposición de los activos fijos.

La diferencia entre el valor de la firma a precios de mercado y su valor libros reflejaría el llamado fondo de comercio, denominado “goodwill”.

De no contabilizarse por separado el valor de mercado de cada uno de los activos intangibles, el goodwill estimado por diferencia incluirá implícitamente también el valor de estos.

Por ejemplo, si las firmas valúan los bienes de uso por un valor libros distinto del valor de mercado o costo de reposición de los activos fijos, el valor de mercado de las empresas y el goodwill también reflejará la diferencia entre la valuación libros de los activos fijos y su costo de reposición.

En el box 1 se presenta sintéticamente el impacto de la revaluación a costo reposición y a precios de mercado sobre el balance de una firma hipotética.

Box 1

Impacto sobre el balance de los métodos costo de reposición y valor de mercado

En este apartado, se presenta un ejemplo sobre un balance de una firma hipotética del impacto de la revaluación de la empresa por el método de costo de reposición y de valor de mercado, similar al ejemplo presentado en Landefeld y Lawson (1991). Estos dos métodos de valuación revalúan los componentes del balance tanto de los activos como del pasivo más el patrimonio neto.

En las tablas siguientes se presenta el impacto de las revaluaciones en términos de un balance hipotético.

En la tabla 1 se presenta un balance empresarial típico donde los bienes de uso están valuados a costos históricos. En la tabla 2 se muestra el impacto sobre el balance luego de revaluar los activos reales a costo de reposición y en la tabla 3, se presenta el cambio en la situación patrimonial una vez que se revalúa la empresa a valor de mercado.

En la tabla 2 se actualizan los bienes de uso por su costo de reposición, ello implica un crecimiento de su valor del 30% por sobre su registro contable, su valor pasa de \$70 millones a \$91 millones, el total del activo crece en un monto equivalente. En la columna del haber del balance se revalúa el patrimonio neto de \$200 a \$221 millones como resultado de la revaluación de los activos fijos.

En la tabla 3 se presenta el impacto en el balance de la revaluación de la empresa por su valor de mercado. Como resultado de tomar en cuenta la cotización de mercado de las acciones a fin de año, el patrimonio neto de la empresa se revalúa en \$ 50 millones, un 50% adicional por sobre su valor por contabilidad histórica. Como resultado de este ajuste en el patrimonio neto, en la izquierda del cuadro se imputa el goodwill por el mismo monto en el rubro "Otros activos"¹⁰.

Tabla 1: Balance a costo histórico

-en millones de pesos-

Activos		Pasivos + Patrimonio Neto	
Corrientes	100	Pasivos	100
No corrientes	100	Patrimonio Neto	100
Activos fijos	70		
Otros	30		
Total Activos	200	Total Pasivos + PN	200

Tabla 2: Balance con costo de reposición

-en millones de pesos-

Activos		Pasivos + Patrimonio Neto	
Corrientes	100	Pasivos	100
No corrientes	121	Patrimonio Neto	121
Activos fijos ¹¹	91		
Otros	30		

¹⁰ Nótese que el valor de mercado de la firma comprende implícitamente el valor de los activos fijos a costo de reposición.

¹¹ El monto de activos fijos del balance se incrementa en \$21 millones como consecuencia de revaluar el stock de bienes de uso valuados a valor libros (\$70 millones) por su costo de reposición (\$91 millones). El patrimonio neto se incrementa en el mismo monto.

Total Activos	221	Total Pasivos + PN	221
Tabla 3: Balance a precios de mercado -en millones de pesos-			
Activos		Pasivos + Patrimonio Neto	
Corrientes	100	Pasivos	100
No corrientes	150	Patrimonio Neto	150
Activos fijos	70		
Otros ¹²	80		
Total Activos	250	Total Pasivos + PN	250

2.3.4 Criterios de valuación de activos y pasivos financieros

De acuerdo con los criterios generales contables establecidos para las empresas no financieras y el sistema bancario¹³, la valuación de los instrumentos financieros depende de qué lado del balance se encuentren.

Desde el punto de vista del acreedor, los instrumentos financieros mantenidos en el activo con la intención de generar operaciones de compra-venta deben ser valuados a precios de mercado. En cambio, los activos financieros mantenidos como inversión hasta el final de su maduración, así como los préstamos y por lo general los títulos de deuda sin cotización de mercado, deben ser valuados según su valor nominal residual. Desde el punto de vista del deudor, emisor de la deuda, sus pasivos deben ser valuados siempre según su valor nominal residual.

Por lo tanto, de acuerdo a la práctica contable de negocios, a nivel de una firma, el valor del instrumento o derecho financiero dependerá de si este es un activo o un pasivo, y de las intenciones subjetivas de destino de corto o largo plazo del derecho financiero.

Sin embargo, desde el punto de vista agregado de la economía de un país, si bien el criterio contable puede ser válido desde el punto de vista analítico a nivel firma o sectorial, no resulta compatible con los criterios del SCN93, pues implica inconsistencias entre las cuentas del deudor y acreedor. En otros términos, no se podría lograr un balance nacional que sea consistente con el valor de las posiciones patrimoniales y financieras entre los sectores residentes de una economía.

Tal como se señala en Bloem y Porter (2002) y en el SCN93, la consistencia de las Cuentas Nacionales y de las Cuentas Patrimoniales a nivel macroeconómico requiere que los activos financieros deban ser valorizados con el mismo valor independientemente de si aparecen como activos o como pasivos.

En el caso del patrimonio nacional, para lograr una agregación consistente de activos, los instrumentos financieros de mercado deben ser valorizados por su

¹² Si se toma en cuenta el valor de mercado de la empresa, el patrimonio neto se incrementa en \$50 millones. El activo se incrementa por un monto equivalente en el rubro Otros como consecuencia de imputar el goodwill estimado.

¹³ Por ejemplo, por la International Accounting Standards Board (IASB).

cotización tanto en el activo del sector acreedor como del pasivo del sector deudor, excepto que el instrumento no tenga cotización de mercado, por lo cual debe ser valorado por su valor nominal residual en ambos lados del balance de ambos sectores.

En este caso, el criterio contable usual de registrar el instrumento financiero a valor de mercado en el lado del sector acreedor y por su valor nominal en el lado del sector deudor resulta en una asimetría entre ambas posiciones financieras. Esta asimetría se soluciona adoptando el criterio de valuación de mercado para todos los instrumentos financieros que tengan valores de cotización tanto en los sectores deudores como acreedores, dado que estos instrumentos son simultáneamente activos y pasivos a nivel agregado.

Por lo tanto, para obtener el patrimonio neto nacional compatible con los patrimonios sectoriales resulta relevante señalar que el criterio de valuación debe ser tal que se valúe homogéneamente los activos y pasivos sectoriales por el mismo método, de lo contrario no sería posible obtener el patrimonio agregado de la economía de un país que fuera consistente con la agregación de los patrimonios a nivel sectorial.

En definitiva, el criterio general adoptado en este trabajo para valuar los activos y pasivos financieros consolidados y sectoriales resulta el sugerido por el SCN93: precio o valor de mercado.

Cabe notar que el criterio de valuación de los activos-pasivos financieros por su cotización de mercado resulta compatible con el criterio de valuación de los activos no financieros también del SCN93 que, tal como vimos anteriormente, deben ser imputados en el balance por su precios de mercado o por aproximaciones a este: costo de reposición equivalente o por el valor presente de las rentas futuras esperadas, tomando en cuenta sus características (edad, tamaño, etc.).

3. La riqueza y el patrimonio nacional consolidado en la Argentina

Este capítulo presenta los resultados principales de la estimación de la riqueza y el patrimonio nacional para la Argentina para los años 2001 y 2004 por el enfoque consolidado. En la primera sección se analizan la adaptación de los criterios de valuación por tipo activo descriptos en la sección anterior, tomando en cuenta las particularidades de la economía argentina y la disponibilidad, calidad, exhaustividad y consistencia del caso argentino. En la segunda sección se presentan los resultados principales de la estimación consolidada. En el capítulo siguiente, se presentan los resultados de la estimación de la riqueza y el patrimonio nacional por el enfoque desagregado, analizando sintéticamente los principales resultados de las estimaciones del patrimonio nacional por sector institucional.

3.1. Problemas y métodos para la estimación de la riqueza y el patrimonio consolidado en la Argentina

En esta sección, se describen sintéticamente los métodos principales de valuación de activos que permiten obtener una valuación del capital de los argentinos en términos homogéneos, tomando en cuenta los criterios principales de valuación que permiten obtener un valor consistente de la riqueza y el patrimonio nacional que se describieron en el capítulo anterior.

Por lo general, los activos no financieros tangibles deben valuarse por su precio de mercado o costo de reposición equivalente.

En el caso de los activos no financieros producidos (stock de capital fijo), se debería revaluar el valor libros de los bienes de uso de los balances tomando en cuenta los precios de los bienes de capital en el mercado de bienes usados o imputar su costo de reposición según sus atributos principales (modelo, edad, tamaño, etc.).

Sin embargo, en la mayoría de los países, especialmente en la Argentina, independientemente de los problemas de valuación que presentan los balances, se presenta además un problema de falta de disponibilidad de balances para un conjunto relevante de empresas representativas¹⁴.

En estos casos, por lo general se procede a la estimación del stock de capital fijo por tipos de activos mediante fuentes estadísticas exhaustivas, independientes de la información contable de los balances empresariales, tomando en cuenta su valor de reemplazo o costo de reposición equivalente basados en la capitalización de los flujos

¹⁴ Por ejemplo, en España, el Banco Central estima la cuenta financiera tomando en cuenta datos provistos por su propia Central de Balances, que compila una base de datos consistente con variables homogéneas de los balances del sector privado no financiero. Nótese que este déficit de estadísticas en nuestro país obliga a realizar imputaciones o tomar en cuenta estadísticas exógenas como la Encuesta de Grandes Empresas que, de todas maneras, no llega a tomar la dimensión y consistencia necesarias para ser representativa del conjunto de empresas en la Argentina.

de inversión pasados (método de inventario permanente) o más exhaustivamente en datos físicos de censos o registros exhaustivos como ha sido la experiencia reciente en nuestro país¹⁵.

En el caso específico de los activos no financieros no producidos: los recursos naturales, en ausencia de precios de mercado, se recurre al criterio de valor los recursos por el criterio de valor presente de sus rentas esperadas netas de sus costos de extracción o utilización.

En tanto que los activos financieros deben valuarse por su cotización de mercado o, en su defecto, por su valor nominal residual.

Hasta ahora, hemos analizado sintéticamente los criterios y análisis de consistencia para valorar los activos financieros y no financieros tangibles. Sin embargo, para obtener un valor total de la riqueza que sea no sólo consistente a nivel macroeconómico sino también exhaustivo, el valor de la riqueza y el patrimonio nacional no debería excluir ningún tipo de activo, y por lo tanto se deberían incluir también el valor de mercado de los activos intangibles, tales como el capital humano, el goodwill, las patentes y marcas, etc.

Más aún si se toma en cuenta, este tipo de activos por lo general son los que explican la mayor parte del valor de las empresas y por lo tanto de la riqueza nacional.

Sin embargo, tal como vimos anteriormente, casi siempre este tipo de activos no dispone de valores de mercado o su imputación se torna dificultosa por los problemas de falta de verificabilidad, no rivalidad en el uso y consumo y falta de apropiabilidad.

No obstante, recientemente una serie de autores han propuesto metodologías de valuación indirecta de los intangibles, basándose en la analogía con la teoría del capital basada en activos tangibles:

- Método de Valor Bursátil: Hall (2000) (2001a, b) ha propuesto obtener el precio de mercado de los activos intangibles como la diferencia entre la cotización bursátil del activo (acciones y deudas) como variable proxy del valor de mercado de las empresas y su valor libros. De esta manera, se estaría revaluando el activo y el pasivo y patrimonio neto de las empresas incluyendo implícitamente los activos fijos a costo de reposición, el goodwill, el valor de mercado de las marcas y patentes, etc. Nótese que este criterio asegura la exhaustividad, por lo menos en el sector privado, al captar el universo de activos directamente por el valor bursátil de los activos de las empresas (e imputando según sus características principales, el mismo valor a las no cotizantes).
- Método de Capitalización del Gasto en Intangibles: Corrado, Hulten y Sichel (2005a, b) proponen capitalizar los flujos de gastos en intangibles declarados en los balances, similar al método de inventario permanente, tomando en cuenta supuestos diversos sobre vida útil, tipo de depreciación, etc.
- Método de Valor Presente del Consumo: en World Bank (2005) se propone obtener el capital intangible como la diferencia entre el valor total de la riqueza

¹⁵ Ver Coremberg (2002) e INDEC (2004).

obtenida como valor presente del consumo esperado (suponiendo una tasa de descuento determinada y un flujo de consumo futuro esperado) derivada de la teoría del ingreso permanente y la estimación individual del valor de los activos no financieros tangibles.

Sin embargo, la aplicación de estos métodos al caso argentino presenta una serie de problemas, a saber:

- **Método de Valor Bursátil:** la inferencia del valor del mercado del conjunto de las empresas mediante la imputación de la cotización bursátil del reducido número de empresas cotizantes podría llegar a distorsionar la estimación debido al reducido desarrollo del mercado de capitales en la Argentina. Como corolario de lo anterior, la imputación del valor bursátil de empresas cotizantes en Bolsa al resto de empresas que no cotizan con algún criterio de imputación por atributo (sector, tamaño, zona, etc.), presenta problemas ya que por lo general el capital en las empresas pequeñas y medianas y en una proporción importante de las grandes en la Argentina no cotiza en la bolsa, por lo cual valorizar las acciones de este tipo de empresas por imputación de cotizantes similares podría sesgar su valor, ya que no se toma en cuenta el problema de propiedad y control y los diferenciales en la estructura del capital.
- **Método de Capitalización del Gasto en Intangibles:** este método presenta una serie de supuestos con reducida validación empírica, como la estipulación de una vida útil para los intangibles, cuyo valor capitalizado es directamente proporcional a la vida útil supuesta. Por otra parte, en la Argentina, así como quizá en otros países en vías de desarrollo, el gasto en software y otros intangibles se encuentra subdeclarado en los balances o subcaptado en las reducidas estadísticas disponibles, por lo cual se sesga negativamente cualquier inferencia sobre la inversión y stock de este tipo de activos.
- **Método de Valor Presente del Consumo:** el inconveniente de este método es que está sujeto a la subjetividad del investigador, ya que este debe realizar supuestos acerca de la tasa de descuento y de las expectativas de consumo futuro. Más aún, el valor de la riqueza y del capital intangible resulta inversamente proporcional al valor supuesto de la tasa de descuento. Por lo tanto este método, si bien atractivo porque permite obtener un valor de la riqueza independientemente de la estimación de sus componentes, no puede constituir un criterio objetivo de estimación.

La opción elegida fue captar parte del goodwill de las empresas realizando una estimación específica del valor de uno de sus principales activos que otorga valor a la empresa: el valor del capital humano

En este trabajo, se considera que el stock de capital humano constituye un activo fundamental de las empresas e incluso del sector público, que representaría el principal activo intangible de las firmas y explicaría gran parte del fondo de comercio y de su valor de mercado. Por lo tanto, su valuación, si bien implica la imputación de un

valor no de mercado, resulta sumamente relevante para completar el panorama de activos en manos de los argentinos.

En este caso, se adoptó el criterio de valor humano riqueza: valuar el stock de capital humano tomando en cuenta el valor presente de los salarios de la población activa estratificada por cohortes de género, edad y educación multiplicada por la cantidad de personas de cada grupo¹⁶.

En síntesis, adoptando el criterio general de valor de mercado, en función de la estadística disponible, la secuencia de estimación consolidada de los componentes de la riqueza y el patrimonio nacional en la Argentina realizada en este trabajo fue la siguiente:

- 1) Revaluación del Stock de Capital a Precios de Mercado: revaluación de los activos inmobiliarios según su valor venal
- 2) Valuación de los activos o recursos no producidos: tierra de uso agropecuario por su precio de mercado y activos del subsuelo (petróleo y gas) por el criterio de valor presente de su renta
- 3) Riqueza Nacional: inclusión de los Activos Intangibles: en este trabajo, se acota este criterio a los fines de incluir sólo el valor del capital humano¹⁷
- 4) Patrimonio Nacional. Adición de la Posición de Activos Externos valuada a precios de mercado

¹⁶ A este tipo de valuación del capital humano se la denomina en la literatura capital humano riqueza y corresponde a la metodología propuesta por D. Jorgenson y B. Fraumeni (1989) tomando en cuenta el enfoque de G. Becker. La tasa de descuento correspondió a la tasa interna de retorno del capital en la Argentina, obtenida como cociente entre el excedente de explotación y el valor del stock de capital de las Cuentas Nacionales, lo cual resultó en un valor de mínima del valor del capital humano estimado, ver Coremberg (2002) (2005) e INDEC (2004).

¹⁷ El criterio de valor presente del consumo estricto habría adicionado entre un 7% y un 22% de valor de intangibles adicional al capital humano en función de si la tasa de descuento hubiese sido del 8% o del 7% respectivamente. Semejante variabilidad de la riqueza nacional en función del incremento marginal de la tasa de descuento supuesta incentivó el descarte de esta metodología a favor de incluir activos intangibles sólo por una valuación acotada del capital humano, suponiendo una tasa de descuento sensiblemente superior a la tasa de interés para no sobreestimar su valor (ver nota al pie anterior).

FIGURA 2
SECUENCIA DE ESTIMACION DE LA RIQUEZA Y EL PATRIMONIO NACIONAL EN ARGENTINA

						POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL (VM)	PATRIMONIO NETO NACIONAL
					ACTIVOS NO FINANCIEROS INTANGIBLES		
		TIERRA URBANA (Revaluación de construcciones a valor venal)	TIERRA DE USO AGROPECUARIO (VM) RESERVAS PETROLERAS Y GAS (NPV)	ACTIVOS NO PRODUCIDOS TANGIBLES			
STOCK DE CAPITAL							
Maquinaria y Equipo*	CR	STOCK DE CAPITAL TANGIBLE	ACTIVOS PRODUCIDOS TANGIBLES	ACTIVOS PRODUCIDOS TANGIBLES	ACTIVOS NO FINANCIEROS TANGIBLES	RIQUEZA NACIONAL (NPV) (ACTIVOS NO FINANCIEROS)	
Material de Transporte**	CR						
Viviendas***	CR						
Construcción No Residencial Privada ***	CR						
Construcción Pública	CR						
Construcciones Agropecuarias	CR						
Stock Ganadero Destino Capital	VM						
Activos Cultivados Agrícolas	NPV						
Existencias	VM						

CR: costo de reposición equivalente

VM: valor de mercado

NPV: valor presente neto

* Excepto tractores y maquinarias agropecuarias valuadas a precios de mercado

** Excepto Equipo de Transporte Automotor y Aeronaves a precios de mercado

*** Construcción privada a valor de mercado en el año base 1993 hasta 2002, para el año 2004 fue necesario reevaluar a valor venal o de mercado

Los métodos de valuación de este trabajo se adoptaron en función de las fuentes y calidad de datos disponibles en la Argentina. Una síntesis de las fuentes y métodos se puede encontrar en el cuadro siguiente:

CUADRO 1		
METODOS DE VALUACION POR TIPO DE ACTIVO PARA EL PATRIMONIO NACIONAL CONSOLIDADO DE LA ECONOMIA ARGENTINA		
Criterio de Valuación General: valor de mercado (Naciones Unidas)		
Consistencia General: Riqueza=Ingreso Permanente=Valor Presente del Consumo		
Tipo de Activo	Criterio de Valuación	Fuentes de Información
Equipos de Producción	Precio de Mercado o Costo de Reposición Equivalente	Estimación propia según Coremberg (2002) y Cuentas Nacionales- INDEC (2004)
Inmuebles-Capital Ganadero	Precio de Mercado	Estimación propia según Coremberg (2002) e INDEC (2004) y otras
Tierra de Uso Agropecuario	Precio de Mercado	Estimación propia
Reservas de Petróleo y Gas	Valor presente de rentas futuras esperadas	Estimación propia según Sec. Energía/Metod. Bco. Mundial
Capital Humano	Valor Presente de los Salarios de la Población Activa en edad de trabajar estratificada por género, edad y educación multiplicada por el número de personas de cada cohorte	Estimación propia Coremberg (2005) según EPH y Cuentas Nacionales INDEC/Metod. Jorgenson y Fraumeni
Posición de Inversión Internacional (stock de activos y pasivos externos)	Precio de Mercado	Cuentas Internacionales- INDEC

3.2. La riqueza y el patrimonio nacional consolidado de la economía argentina años 2001 y 2004: resultados principales

En esta sección, se presentan los resultados principales de la estimación de la riqueza y el patrimonio nacional para la República Argentina para los años 2001 y 2004, tomando en cuenta los métodos recomendados internacionalmente expuestos en las secciones anteriores adaptados al caso argentino en función de la disponibilidad, fiabilidad y consistencia de las estadísticas disponibles.

La elección de los años 2001 y 2004 se debe principalmente a que permite comparar la situación patrimonial de la economía argentina y sus sectores institucionales, antes y después de la crisis del año 2002. No obstante, se debe aclarar que la elección del año 2004 se debe no sólo a la razón expuesta sino también a la falta de disponibilidad y actualización de datos imprescindibles de años posteriores para realizar esta estimación.

3.2.1 El patrimonio nacional de la Argentina años 2001 y 2004: niveles y evolución

De acuerdo al cuadro 2, el patrimonio nacional de la economía argentina sumaba 3,97 billones de pesos a valores corrientes (u\$s 1.322,6 billones) en el año 2004. En términos per-cápita, la riqueza neta por habitante resulta unos u\$s 35.000, en tanto que el Producto Bruto Interno per-cápita insume unos u\$s 4.000.

El monto del patrimonio nacional creció un 127% en pesos corrientes entre los años 2001 y 2004. En tanto que en moneda constante (descontando los efectos de la inflación), el patrimonio nacional creció un 52,4%.

CUADRO 2				
PATRIMONIO NACIONAL DE LA ECONOMIA ARGENTINA				
-en millones-				
	2001	2004	Variación absoluta	Variación porcentual
Pesos corrientes	1.746.156	3.967.825	2.221.669	127,2%
Pesos constantes	1.746.156	2.661.292	915.135	52,4%
Dólares corrientes	1.746.156	1.322.608	-423.548	-24,3%
PN per-cápita en dólares corrientes	46.995	35.255	-11.740	-25,0%
PBI per-cápita en dólares corrientes	7.232	3.977	-3.254	-45,0%
PN per-cápita en pesos constantes	46.995	70.938	23.943	50,9%
PBI per-cápita en pesos constantes	7.232	8.003	772	10,7%

Fuente: A. Coremberg sobre la base de datos del INDEC y otras fuentes.

PN: Patrimonio Neto Nacional o Riqueza Neta Nacional (ver ecuación 1).

PBI: Producto Bruto Interno.

Si bien el patrimonio neto de la economía argentina en el año 2004 presentaba un nivel en dólares corrientes 24,3% menor que en el año 2001 como consecuencia de la devaluación, se debe tomar en cuenta que la valuación en dólares de las magnitudes

macroeconómicas puede resultar distorsionada como consecuencia de que la economía argentina presentaba un claro desequilibrio en su tipo de cambio nominal y real hacia el año 2001, cuyas consecuencias resultaron evidentes con la salida del Plan de Convertibilidad y posterior default, devaluación y profundización de la crisis económica.

Por otra parte, resulta notable la diferencia entre las fluctuaciones de la riqueza neta y el PBI. Mientras que el patrimonio per-cápita en pesos constantes aumentó un 50,9% entre los años 2001 y 2004, el PBI per-cápita creció sólo un 10,7% durante el mismo período.

Estas cifras reflejan, como era de esperarse, la mayor variabilidad de las fluctuaciones de la riqueza con respecto al ingreso corriente (aproximada por el PBI a precios corrientes) derivada de las mayores fluctuaciones de los precios de los activos con respecto al precio de los bienes y servicios incluidos en el producto. Asimismo, el precio de los activos se encuentra claramente influido por las expectativas respecto de la evolución futura de la economía, y estas pueden estar sujetas a fuertes variaciones, sobre todo en momentos de cambios de tendencia del ciclo económico como los ocurridos en la Argentina entre los años 2001 y 2004.

3.2.2 Consistencia macroeconómica

Por otra parte, resulta importante considerar la consistencia macroeconómica de los datos estimados de Riqueza Neta para la economía argentina.

Para ello, se presenta una comparación del nivel de riqueza neta estimado con las magnitudes macroeconómicas principales de la Argentina: PBI, Inversión y Excedente según las Cuentas Nacionales.

CUADRO 3			
PATRIMONIO NACIONAL DE LA ECONOMIA ARGENTINA			
CONSISTENCIA MACROECONOMICA			
	AÑO 2001	AÑO 2004	Variación Porcentual
PN/PBI	6,50	8,87	36,4%
PN/IBIF	45,83	46,24	0,9%
PN/EBE	13,17	15,36	16,6%

Fuente: A. Coremberg sobre la base de datos del INDEC y otras fuentes.

IBIF: inversión bruta interna fija.

EBE: excedente bruto de explotación de las empresas.

PN: riqueza nacional.

PBI: Producto Bruto Interno.

La relación Riqueza Neta/PBI representaba casi 9 veces el PBI en el año 2004, aunque esta relación era de 6 para el año 2001¹⁸. Este crecimiento se debe

¹⁸ La relación stock de capital fijo (a costo de reposición) a PBI era de 2,84 a precios corrientes en el año 2004, en tanto que si se incluía el valor venal de las tierras urbanas, el ratio alcanzaba a 3,16. La relación casi se triplica como consecuencia de incluir en la medición de riqueza no sólo los bienes de capital tangibles sino también el valor de mercado de la tierra agropecuaria y de la tierra urbana, el valor de las reservas de gas y petróleo así como también el valor del capital humano.

fundamentalmente al incremento del precio relativo de los activos respecto del nivel general de precios debido a las mejoras en las expectativas sobre el crecimiento futuro de la economía como consecuencia del nuevo ciclo de crecimiento iniciado a partir del segundo semestre del año 2002.

Excluyendo el capital humano, el dinamismo del ratio Riqueza Neta a Producto es aún mayor, dado que casi se duplica pasando de un nivel de 2,4 a 4,3 entre los años 2001 y 2004.

El ratio entre Riqueza Neta e Inversión resulta notablemente importante, ya que refleja la cantidad de años de flujos de inversión que la Argentina necesita acumular para duplicar su stock de riqueza neta. De acuerdo al cuadro 3, este ratio en el año 2004 (niveles similares a los del año 2001) implicaba que nuestro país necesitaba 46 años de acumulación de capital a los fines de duplicar su stock de riqueza.

Si se circunscribe la noción de riqueza únicamente a los bienes de capital tangibles, excluyendo a los recursos no renovables y al capital humano cuya acumulación no se refleja en las cifras de inversión de las Cuentas Nacionales, la cantidad de años necesaria se reduce a 16.

Otra relación importante surge de comparar la relación Patrimonio Neto estimado en este trabajo con el Excedente de Explotación de las Cuentas Nacionales (PN/EBE). Conceptualmente, este cociente resulta similar a la relación (P/E) price-earnings utilizada habitualmente en los análisis bursátiles: el ratio está expresado en años e indica en cuántos años el inversor recupera el capital aplicado en la compra de esa acción si la empresa mantiene el nivel de ganancias actuales; cuanto menor sea esta relación, mayor será el riesgo que presenta la empresa y por lo tanto el inversor exigirá un retorno tal que pueda recuperar su capital en pocos años.

De acuerdo a la información de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para un panel fijo de 28 empresas, la relación P/E calculada como el cociente entre el precio de la acción y el excedente bruto de impuestos, intereses y depreciación (EBITDA) en el año 2004 era de 4 años (cifra similar para el universo bursátil), casi el doble que el año 2001 (2,65), reflejando las mejoras en las perspectivas de la economía argentina luego de la crisis del año 2002.

No obstante el nivel del ratio P/E bursátil resulta muy reducido si se lo compara con otros países desarrollados, expresando las diferencias de riesgo e incertidumbre percibidas por los inversores cuando comparan la Argentina con los países desarrollados donde la relación P/E supera los 20 años.

En el caso aquí tratado, el cociente PN/EBE que se presenta en el cuadro 3 expresa una cifra mayor que su análogo bursátil, al representar en su cálculo al conjunto de las empresas y activos o recursos públicos y privados que tiene el país, además de las empresas cotizantes en bolsa.

La notable recuperación económica y las mejoras en las expectativas respecto del crecimiento económico futuro luego de la crisis del año 2002 también se refleja en este cociente, aunque más moderadamente que en el caso del universo bursátil, ya que pasa de un valor de 13,2 años en el año 2001 a 15,4 años en el año 2004.

3.2.3 Comparación internacional

Las cifras de riqueza y patrimonio nacional no están muy difundidas a nivel internacional. A la fecha de cierre de este documento, sólo se han detectado experiencias internacionales de estimación de las cuentas patrimoniales o balance nacional a nivel oficial de las Cuentas Nacionales en Australia, Canadá y Francia.

Los Estados Unidos presentan cifras similares para el conjunto de la economía norteamericana sólo para el año 1990 realizado por la Reserva Federal, presentando cifras patrimoniales de activos financieros y no financieros más actualizadas sólo para el sector privado a los fines de completar la matriz de flujo de fondos habitualmente publicada por la Reserva Federal, estas últimas cifras excluyen los recursos no renovables así como también los activos no financieros del sector público.

Tanto las cifras oficiales de Australia, Canadá como Francia y Estados Unidos, así como también la experiencia de estimación a nivel privado detectada en España, presentan cifras patrimoniales excluyendo activos intangibles, especialmente el capital humano, de ahí que el cuadro siguiente se realiza comparando las cifras de este conjunto de países con la estimación realizada para la Argentina, excluyendo el valor del capital humano en este último caso.

De acuerdo al cuadro 4, la Argentina presenta una Riqueza Neta Tangible en la relación al PBI relativamente menor al resto de los países desarrollados de la muestra. Esta relación se mantiene aun cuando se suman todos los activos, sin hacer netas las relaciones financieras entre residentes, es decir comparando el total del debe del balance nacional con el PBI de cada economía.

CUADRO 4			
PATRIMONIO NETO NACIONAL TANGIBLE DE LA ECONOMIA ARGENTINA*			
COMPARACION INTERNACIONAL			
	Riqueza/PBI	Activos Totales/PBI	Tamaño Intermediación Financiera**
Argentina (2001)	2,40	4,36	0,67
Australia (2001)	4,11	5,2	
Canadá (2004)	3,29	10	1,93
España (2000)	7,00	13,9	0,92
Francia (2001)	4,53	14,5	2,32
EEUU (1990)	2,68	7,5	1,89

*Sólo existen ejemplos de estimaciones comparables consistentes con las recomendaciones metodológicas de Naciones Unidas para Estados Unidos (1990), Australia (2001), Canadá (2004), España (2000) y Francia (2001). En el caso de Estados Unidos, corresponde a una publicación de la Reserva Federal con cifras del año 1990, e incluye sólo el stock de capital fijo. Australia no desagrega activos financieros. En todos los casos se excluye el capital humano. La comparación debe realizarse tomando en cuenta precios relativos de la Argentina próximos al promedio de los países desarrollados de la muestra, de ahí que se tomó la cifra de la Argentina del año 2001, dado que en el año 2004, los ratios se encuentran influidos por los cambios de precios relativos derivados de la devaluación del año 2002.

**Activos Financieros/Activos Tangibles

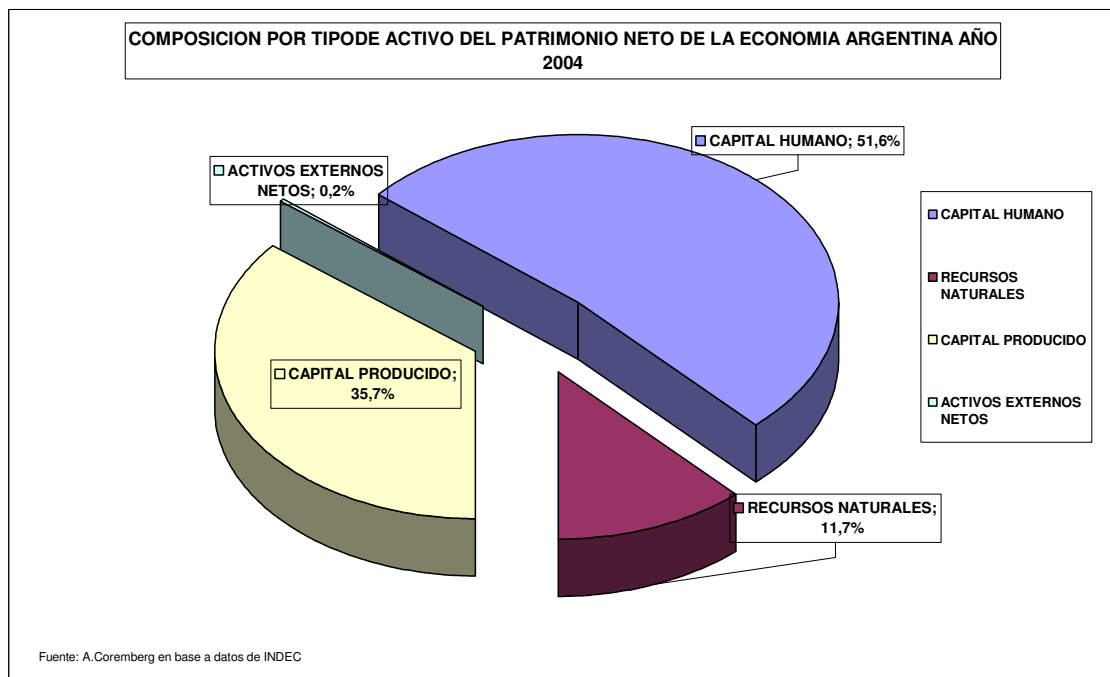
Una importante relación macroeconómica que se obtiene gracias a esta estimación es el ratio tamaño relativo de la intermediación financiera: cociente entre el valor de los activos financieros y el valor de los activos reales. Este ratio es un indicador del tamaño relativo de la superestructura financiera en relación al valor de los activos reales. Asimismo, este indicador expresa la capacidad de multiplicar el valor de las empresas gracias al financiamiento de la inversión con capital externo a las firmas; demostrando indirectamente el grado de difusión y desarrollo del mercado de capitales y el sistema financiero doméstico que tiene una economía.

La Argentina presenta un ratio de interrelación financiera sustancialmente menor (0,67 para el año 2001 y 0,61 para el año 2004) al de otras economías desarrolladas, demostrando la potencialidad de crecimiento futuro de la intermediación financiera y el mercado de capitales.

3.2.4 Composición del Patrimonio Neto Nacional

El Patrimonio Neto de la economía argentina al año 2004 estaba constituido principalmente por el Valor del Capital Humano, 52%; el Stock de Capital, 36% y Recursos Naturales (tierra de uso agropecuario, reservas de petróleo y gas), 12%.

Gráfico 1



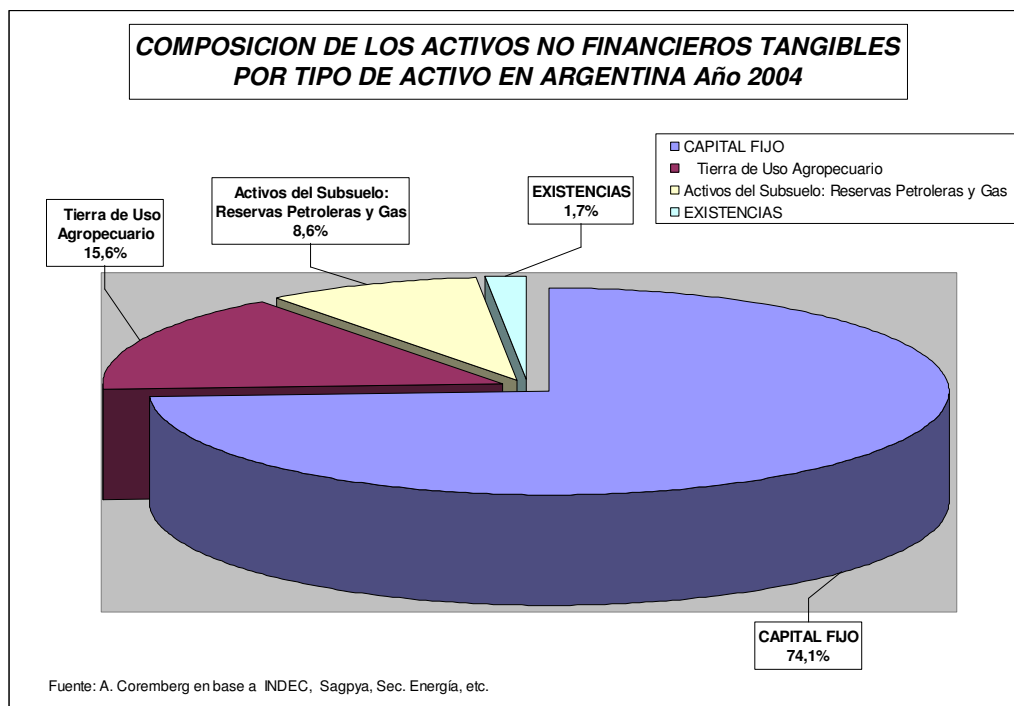
La participación del valor del capital humano en el total del patrimonio resulta similar a la participación del factor trabajo en el ingreso según las Cuentas Nacionales.

Por otra parte, la incidencia del capital humano en la riqueza resultaría inferior a la que presentan la mayoría de los países desarrollados¹⁹.

La gran importancia del valor del capital humano en la riqueza neta nacional permite inferir un efecto adicional de la política educativa (mejoras en la calidad de la enseñanza, incrementos en los años medios de educación de la población). Esta tiene no sólo un impacto directo sobre el bienestar de la población vía mejora en el perfil salarial presente y futuro de la población activa sino también sobre la formación de riqueza y por lo tanto sobre el crecimiento económico del país y su sostenibilidad en el largo plazo.

Los activos no financieros tangibles estaban constituidos principalmente por el stock de capital fijo, 74,1%. Las existencias agropecuarias e industriales detectadas ponderaban un 1,7% del total. El resto eran recursos naturales económicos. De estos, el más importante resulta el valor de la tierra de uso agropecuario (15,6% del total), en tanto que el valor de las reservas petroleras y gasíferas conformaban el restante 8,6% del total de los activos reales totales (ver gráfico 2).

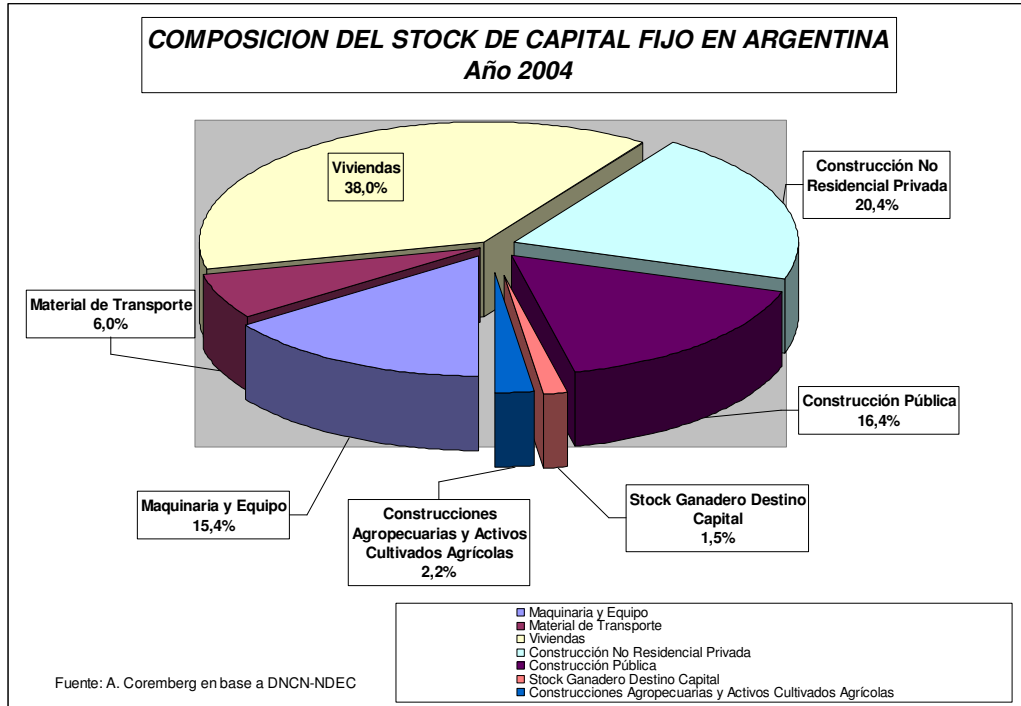
Gráfico 2



La composición del stock de capital fijo presentaba una distribución más heterogénea. Las viviendas era el rubro con un 38%; seguían en importancia la construcción privada no residencial (edificaciones y obras de infraestructura) con un 20,4%; la construcción pública con un 16,4%; las maquinarias y equipos con un 15,4%; el material de transporte con un 6% y por último los activos cultivados y las construcciones agropecuarias con un 2,2% (ver gráfico 3).

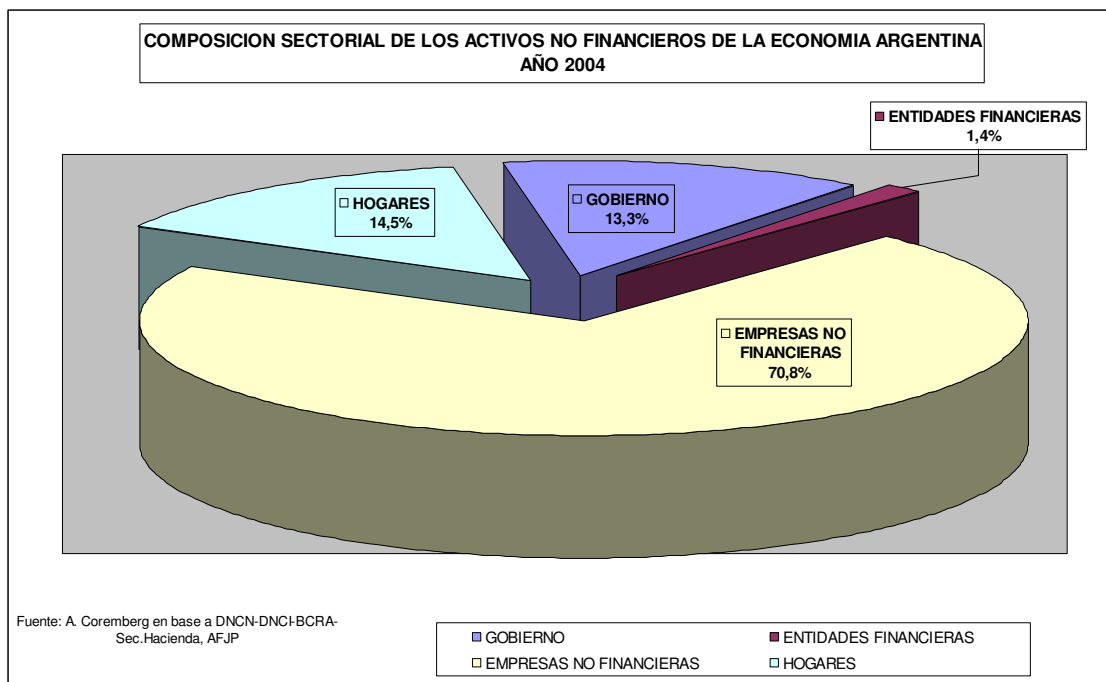
¹⁹ Alrededor de un 75% a un 80% según un reciente trabajo del Banco Mundial, ver World Bank (2005).

Gráfico 3



Asimismo, resulta importante conocer la composición del stock de activos no financieros por sector institucional. De acuerdo al siguiente gráfico, las empresas no financieras poseían el 70,8% de los activos no financieros, los hogares 14,5%, el sector público, 13,3% y las entidades financieras, el 1,4% restante.

Gráfico 4



4. El balance nacional de la economía argentina

4.1. Objetivos

El propósito de esta sección consiste en la estimación y análisis del patrimonio neto nacional por el método desagregado: por la suma de los patrimonios del conjunto de los sectores institucionales de la economía argentina. Específicamente, se buscó esquematizar en forma matricial los activos y pasivos financieros netos de cada sector de la economía respecto del resto de los agentes económicos. Asimismo, se presenta una consistencia a nivel sectorial de la información patrimonial financiera de los sectores con sus activos reales, obteniéndose la riqueza neta o patrimonio neto total de los sectores institucionales consistente con la estimación por el criterio consolidado, obteniéndose el denominado balance nacional de la economía argentina por sector institucional y tipo de activo²⁰.

En esta instancia, se ha tomado como base de cálculo el año 2004, estimándose luego el año 2001 de acuerdo a los mismos criterios.

En particular, el estudio de la serie cobra especial relevancia para comprender la magnitud que ha tenido la influencia de la devaluación de la moneda local (como resultado del abandono del Plan de Convertibilidad) en la evolución de los patrimonios sectoriales. Asimismo, el análisis de la distribución sectorial de los activos financieros y reales de la economía permite detectar oportunidades de intermediación por parte del sistema financiero y del mercado de capitales.

La investigación requirió de la compilación y consistencia de un conjunto de fuentes de información disímiles con diferentes grados de apertura y criterios de valuación. Esto generó una serie de restricciones que debieron tenerse en cuenta a la hora de decidir tanto la apertura de los tipos de activos financieros como el nivel de desagregación de los sectores institucionales.

A continuación, se exponen los principales aspectos metodológicos del análisis, las fuentes utilizadas y los criterios adoptados a lo largo del trabajo para luego pasar a la presentación de los resultados.

²⁰ El antecedente principal para nuestro país de este tipo de estimaciones es Kyska y Marengo (2003). En el trabajo citado se presenta una estimación de una matriz de activos financieros a nivel sectorial para el año 2001. El trabajo aquí realizado presenta una evaluación consistente y consolidada de una matriz de activos no financieros y financieros de los sectores institucionales bajo criterio de valuación homogénea, obteniendo de esta manera la Riqueza Nacional y el verdadero patrimonio de los sectores para los años 2001 y 2004.

4.2. Grado de desagregación

La presentación matricial de los patrimonios sectoriales permite una fácil comprensión de la estructura patrimonial de cada uno de los sectores institucionales que componen la economía del país.

Para ello, la matriz se divide en tantos bloques como sectores se quieran analizar. Cada bloque contiene dos columnas: una para los activos y otra para los pasivos; lo que permite conocer adicionalmente el patrimonio neto de cada sector (la diferencia entre activos y pasivos). A su vez, las filas de la matriz indican los diferentes componentes en los cuales se desagrega la cartera de cada sector institucional.

Dado que el enfoque engloba a todos los sectores institucionales de la economía (incluyendo el sector externo), los activos de un sector deben ser necesariamente pasivos de otro sector. En otros términos, esto significa que la suma –por fila– de cada una de las columnas de activo debe ser idéntica a la suma –por la misma fila– de cada una de las columnas de pasivo. Adicionalmente, lo anterior implica que la suma de los patrimonios netos de todos los sectores debe ser igual a cero, a pesar de que cada sector puede ser en sí deudor o acreedor neto.

Claramente, esta identidad contable, además de constituir la esencia de la presentación matricial, facilita la consistencia de las cifras, permitiendo que algunos datos se deriven como diferencias residuales. De cualquier manera, como se verá más adelante, el criterio general ha sido el de utilizar –siempre que fuera posible– las fuentes primarias de información, señalando (cuando las hubiera) las inconsistencias que violaran la mencionada identidad contable.

La matriz presenta una desagregación en:

- Siete sectores institucionales:
 - Sector Gobierno (consolida gobierno nacional y provincial)
 - Banco Central de la República Argentina (“BCRA”)
 - Sistema financiero (“sistema financiero”)
 - Fondos de jubilaciones y pensiones (“FJP”)
 - Empresas no financieras
 - Hogares
 - Sector externo (no residentes)
- 11 Activos financieros: incluyendo la desagregación en moneda nacional y extranjera en la mayoría de ellos, además de los activos financieros de largo plazo o patrimoniales:
 - Reservas
 - Base monetaria
 - Activos y pasivos con el exterior (incluye depósitos, inversión en cartera, divisas o activos sin devengamiento de renta, créditos con el exterior, préstamos de organismos internacionales)
 - Depósitos en el sistema financiero

- Créditos otorgados por sistema financiero
- Cuotaparte fondos de jubilaciones y pensiones
- Bonos y títulos públicos
- Títulos privados
- Inversión extranjera directa
- Tenencias individuales de acciones free-float

Agrupados en:

- 10 Activos reales tangibles:
 - Maquinaria y equipo
 - Material de transporte
 - Viviendas
 - Construcción no residencial privada
 - Construcción pública
 - Stock ganadero destino capital
 - Construcciones agropecuarias y activos cultivados agrícolas
 - Tierra de uso agropecuario
 - Activos del subsuelo: reservas petroleras y gas
 - Existencias (agropecuarias estimadas e industriales registradas)
- 2 Activos intangibles: el valor del capital humano constituye el principal activo intangible de las firmas y del sector público, constituye indirectamente una parte del fondo de comercio o “goodwill” del sector productivo
 - Valor del capital humano
 - Intangibles registrados en balances

4.3. Fuentes utilizadas

Toda la información utilizada para el armado de la matriz provino de fuentes primarias de acceso público.

La información del Gobierno (sector público no financiero) corresponde a los cuadros de los Boletines Fiscales publicados por la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía de la Nación y comprende el stock de deuda pública de este sector y activos financieros relacionados con operaciones de crédito público.

En lo que respecta al sistema financiero, se utilizaron datos básicos provenientes del Banco Central de la República Argentina. Por el lado del Banco Central, se utilizaron los balances consolidados del organismo mientras que para las entidades financieras se combinó la información de los respectivos balances consolidados con información detallada de depósitos y de créditos. Este último criterio se adoptó de manera de poder generar una mejor asignación de los depósitos y créditos por sector institucional.

Por su parte, los datos de composición de cartera de los fondos de jubilaciones y pensiones se obtuvieron de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de

Jubilación y Pensión. Al respecto, cabe aclarar que estos fondos constituyen íntegramente activos financieros del sector familias, por lo que el patrimonio neto de este sector institucional es igual a cero. Dicho en otros términos, los activos administrados por los FJP tienen como contrapartida un pasivo equivalente constituido por las cuotapartes de dichos fondos en poder de las familias. No obstante lo anterior, la presentación en forma separada permite distinguir los activos invertidos en forma directa por las familias de aquellos que se invierten a través de este sector institucional.

En lo referente al sector empresas no financieras, se utilizó la información de balance de las empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, además de tomar en cuenta información de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas procesada para el trabajo de estimación de stock de capital²¹.

El sector hogares, por su parte, se obtuvo por diferencia respecto del resto del Sector Privado no Financiero (SPNF). En este sentido, dado que el marco de referencia resulta en parte la ENGE (con excepción de depósitos y créditos del sistema financiero, información BCRA), el residuo asignado a hogares puede incluir activos y pasivos de empresas no constituidas en sociedad y empresas pymes. La opción de extrapolar al total de la economía no fue finalmente adoptada dado que la ENGE presenta una representatividad de sólo el 20 al 30% del PBI según el año, además de evitar imputaciones ad-hoc de la estructura financiera de las grandes empresas al resto de la economía²².

Las fuentes de información de los activos no financieros se encuentra informada en el cuadro 1. En el caso de los activos financieros, las fuentes de información se exponen en el cuadro 5.

Finalmente, los datos para el sector externo surgieron de la Posición de Inversión Internacional relevada por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Dicha información, que se publica anualmente, parte en general de las estimaciones de activos y pasivos externos considerados o implícitos en las estimaciones del balance de pagos.

4.4. Consistencias y principales criterios adoptados

En lo que respecta a la distribución general de las cifras por instrumento y sector, se procedió en todos los casos a tomar como punto de partida la información de la PII, ya que esta fuente tiene la ventaja de abarcar la totalidad del sector externo, asegurándonos una base sólida para seguir distribuyendo los datos de otras fuentes. Luego, se procedió a distribuir la información del BCRA y el conjunto de entidades financieras.

A partir de la desagregación de las cifras de la posición de inversión internacional y el sistema financiero se fue consiendiendo e infiriendo la composición patrimonial de los otros sectores.

²¹ Ver INDEC (2004).

²² Asimismo, se utilizó la fuente Baer (2005) para conocer las tenencias (por parte de las familias) de acciones en poder del público (free-float) y emisiones de Obligaciones Negociables (ONs).

El criterio general adoptado en este caso para los activos y pasivos financieros sectoriales ha sido el de valuación a precios de mercado de aquellos que presentan cotizaciones de mercado, de acuerdo al criterio del SCN93. Ello permite compatibilizar el valor de los activos financieros con el valor de los activos reales sectoriales y obtener el valor económico de los patrimonios sectoriales tal cual sugiere el SCN93.

Los activos reales por sector institucional corresponden con el total de activos reales estimados a precios de mercado o costo de reposición equivalente, según cifras y metodologías de la sección 2 y 3.

De acuerdo a la metodología presentada en la sección 2, la revaluación de los activos reales de los sectores institucionales a precio de mercado o costo de reposición equivalente en lugar de su valor libros, implica incrementar el patrimonio neto de cada uno de los sectores por el incremento de valor de los activos. Similar efecto produce la inclusión del valor del capital humano y el resto de los intangibles (declarados en los balances) de magnitud muy reducida. Dado que estos ajustes afectan directamente al patrimonio, los saldos netos financieros no se ven afectados.

A continuación, se presenta los criterios para distribuir los activos financieros por sector institucional:

CUADRO 5		
CRITERIOS DE ASIGNACION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS POR SECTOR INSTITUCIONAL		
	ACTIVO	PASIVO
Reservas	Activos del BCRA-Pasivo del sector externo	
Base monetaria	Disponibilidades de ENF según ENGE + H por residuo	Pasivo del BCRA: Circulante + depósitos de F en el BCRA
Activos y pasivos con el exterior	Inversiones en cartera, depósitos y activos sin devengamiento de renta según datos PII y ENGE	Deudas con organismos internacionales, títulos, etc. según PII
Depósitos en el sistema financiero	G: depósitos en F, BCRA y EXT F: depósitos propios en F, EXT y BCRA ENF: cuentas corrientes, cuentas vista, caja de ahorro y plazos fijos mayores a \$1.000.000 (descontando dato inversores institucionales) H: cuentas vista, caja de ahorro y plazos fijos menores a \$1.000.000 FJP: según balances EXT: PII	F: Depósitos totales de los s. institucionales, y depósitos propios y en el BCRA
Créditos otorgados por sistema financiero	BCRA: préstamos a F F: Crédito total otorgado por F +Utilización de fondos unificados y Recursos devengados sobre préstamos	G: Préstamos al sector público de F + Utilización de fondos unificados y Recursos devengados sobre préstamos F: Créditos del BCRA a F+ Créditos propios de F + Pasivos externos ("líneas de crédito" y "Atrasos") de EXT ENF: crédito a empresas+10% créditos hipotecarios H: 90% créditos hipotecarios+ prendarios, personales y tarjetas de crédito
Cuotaparte FJP	Según Balances de FJP	Según Balances de FJP
Bonos y títulos públicos	F: según BCRA FJP: según balances BCRA: según BCRA ENF: según ENGE	G: Títulos públicos nacionales y emitidos por entes estatales + Títulos en poder del BCRA (fuentes de creación de la BM-

CUADRO 5		
CRITERIOS DE ASIGNACION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS POR SECTOR INSTITUCIONAL		
	H: por residuo entre total y asignación sectorial EXT: según PII	sector oficial) + Valores Públicos en poder de las entidades financieras + tenencias de ENF según ENGE BCRA: incluye títulos emitidos por BCRA
Títulos privados	F: según datos BCRA H: por residuo según Baer (2005) FJP: según Balances EXT: según PII	ENF: según ENGE F: según BCRA y PII
Otros activos y pasivos	Se incluyen distintos conceptos de las diversas fuentes estadísticas citadas: compensación a bancos por amparos, otras fuentes de creación de base monetaria, créditos y débitos netos fiscales, préstamos garantizados, fideicomisos, créditos directos a proveedores y hogares, etc.	
Inversión extranjera directa	F y ENF: según PII H: inversiones inmobiliarias en el exterior según PII	F y ENF: según PII
Acciones (free float)	FJP: según balances H: según Baer (2005) EXT: según PII	Capitalización Bursátil de Empresas Domésticas ajustadas por Free Float

G: Gobierno.

BCRA: Banco Central de la República Argentina.

F: entidades financieras.

FJP: fondos de jubilaciones y pensiones.

ENF: sector empresas no financieras.

H: sector hogares.

EXT: sector externo.

ENGE: encuesta a grandes empresas de INDEC.

PII: posición de inversión internacional según INDEC.

En cuanto al resto de las fuentes primarias (situación patrimonial de los FJP, balance consolidado del BCRA), la información no presentaba la necesidad de adoptar criterios especiales para asignar los datos en la matriz.

En el caso de los títulos públicos y privados, el dato estadístico de las tenencias sectoriales de títulos privados y públicos en cotización se presentaba en general a precios de mercado para los años analizados. Esta suma se ve reflejada con el mismo criterio en el pasivo de los sectores emisores de deuda.

A continuación, se presenta la matriz patrimonial del conjunto de la economía argentina para los años 2001 y 2004.

CUADRO 6

BALANCE NACIONAL DE LA ECONOMIA ARGENTINA AÑO 2001

-en millones de pesos corrientes-

	TOTAL		GOBIERNO		BCRA		ENTIDADES FINANCIERAS		FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES		EMPRESAS NO FINANCIERAS		HOGARES		RESTO DEL MUNDO	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Reservas	14.913	0	0	0	14.913	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14.913
Base Monetaria	11.964	11.964	0	0	0	11.964	2.891	0	0	0	1.202	0	7.871	0	0	0
Activos y Pasivos con el Exterior (depósitos, inv.en cartera, divisas)	88.262	67.260	1.576	23.548	1.160	15.186	2.650	504	383	0	4.556	28.022	77.938	0	67.263	88.265
Depósitos en el Sistema Financiero	70.763	71.983	10.377	0	0	4.388	296	67.595	2.264	0	16.615	0	41.211	0	1.221	0
Créditos otorgados por Sistema Financiero	84.252	91.680	0	24.026	4.888	0	79.365	15.249	0	0	0	25.765	0	26.641	7.428	0
Cuotaparte FJP	20.322	20.322	0	0	0	0	0	0	0	20.322	0	0	20.322	0	0	0
Bonos y Títulos Públicos	26.132	48.690	0	48.690	6.331	0	5.705	0	2.210	0	577	0	11.309	0	22.558	0
Títulos Privados	6.668	16.168	0	0	0	0	4.410	2.660	1.009	0	0	13.508	1.249	0	9.500	0
Otros Activos y Pasivos	114.170	108.098	26.163	47.651	16.549	9.878	26.965	18.939	12.328	0	32.165	24.137	0	7.493	2.253	8.325
Inversión Extranjera Directa	21.282	79.503	0	0	0	0	1.720	7.012	0	0	13.305	72.491	6.257	0	79.503	21.282
Tenencias Individuales de Acciones (Free Float)	9.656	11.862	0	0	0	0	0	365	2.128	0	0	11.497	7.528	0	2.206	0
ACTIVOS/PASIVOS FINANCIEROS RESIDENTES	468.385	527.531	38.116	143.914	43.840	41.417	124.002	112.323	20.322	20.322	68.419	175.420	173.685	34.134	191.932	132.785
ACTIVOS EXTERNOS NETOS (PII)		-59.146		-105.798		2.423		11.679		0		-107.001		139.551		59.147
Maquinaria y Equipo	109.867	-	-	-	-	-	865	-	-	-	109.002	-	-	-	-	-
Material de Transporte	34.039	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34.039	-	-	-	-	-
Viviendas	210.503	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	210.503	-	-	-	-
Construcción No Residencial Privada	114.281	-	-	-	-	-	4.324	-	-	-	109.958	-	-	-	-	-
Construcción Pública	118.846	-	118.846	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stock Ganadero Destino Capital	9.379	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.379	-	-	-	-	-
Construcciones Agropecuarias y Activos Cultivados Agrícolas	12.838	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.838	-	-	-	-	-
Tierra de Uso Agropecuario	47.048	-	-	-	-	-	-	-	-	-	47.048	-	-	-	-	-
Activos del Subsuelo: Reservas Petroleras y Gas	33.144	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33.144	-	-	-	-	-
Existencias	12.129	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.129	-	-	-	-	-
ACTIVOS NO FINANCIEROS TANGIBLES	702.075	-	118.846	-	-	-	5.188	-	-	-	367.538	-	210.503	-	-	-
VALOR DEL CAPITAL HUMANO	1.103.227	-	209.056	-	-	-	40.053	-	-	-	824.508	-	29.609	-	-	-
ACTIVOS NO FINANCIEROS	1.805.303	-	327.902	-	-	-	45.242	-	-	-	1.192.046	-	240.113	-	-	-
ACTIVOS/PASIVOS RESIDENTES	2.273.687	527.531	366.018	143.914	43.840	41.417	169.244	112.323	20.322	20.322	1.260.465	175.420	413.798	34.134	191.932	132.785
RIQUEZA NACIONAL		1.746.156		222.104		2.423		56.921		0		1.085.045		379.663		59.147

Fuente: A. Coremberg en base a DNCN-DNCI-BCRA-Sec.Hacienda, AFJP

CUADRO 7

BALANCE NACIONAL DE LA ECONOMIA ARGENTINA AÑO 2004

-en millones de pesos corrientes-

	TOTAL		GOBIERNO		BCRA		ENTIDADES FINANCIERAS		FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES		EMPRESAS NO FINANCIERAS		HOGARES		RESTO DEL MUNDO	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Reservas	58.938	0	0	0	58.938	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	58.938
Base Monetaria	52.940	52.940	0	0	0	52.940	18.789	0	0	0	1.555	0	32.596	0	0	0
Activos y Pasivos con el Exterior (depósitos, inv.en cartera, div)	314.654	177.198	4.674	72.927	2.646	43.233	4.373	732	5.651	0	29.105	60.306	268.204	0	177.198	314.654
Depósitos en el Sistema Financiero	119.233	119.641	34.929	0	0	610	953	119.031	3.426	0	35.108	0	44.817	0	408	0
Créditos otorgados por Sistema Financiero	98.833	107.893	0	33.731	21.644	0	77.188	33.002	0	0	0	23.665	0	17.495	9.060	0
Cuotaparte FJP	53.745	53.745	0	0	0	0	0	0	0	53.745	0	0	53.745	0	0	0
Bonos y Títulos Públicos	156.390	224.220	0	202.211	8.580	22.009	71.782	0	30.963	0	1.352	0	43.714	0	67.830	0
Títulos Privados	10.894	44.554	0	0	0	0	6.360	5.574	2.087	0	0	38.980	2.448	0	33.660	0
Otros Activos y Pasivos	214.424	198.670	58.517	84.742	70.957	26.874	32.149	31.726	4.683	0	48.118	54.176	0	1.152	3.084	18.838
Inversión Extranjera Directa	64.428	150.840	0	0	0	0	3.987	7.308	0	0	41.589	143.532	18.852	0	150.840	64.428
Tenencias Individuales de Acciones (Free Float)	13.446	20.559	0	0	0	0	0	1.974	6.935	0	0	18.585	6.511	0	7.113	0
ACTIVOS/PASIVOS FINANCIEROS RESIDENTES	1.157.925	1.150.260	98.119	393.611	162.765	145.666	215.581	199.347	53.745	53.745	156.827	339.245	470.887	18.646	449.193	456.858
ACTIVOS EXTERNOS NETOS (PII)		7.665		-295.492		17.099		16.234		0		-182.417		452.241		-7.665
Maquinaria y Equipo	217.750	-	-	-	-	-	1.414	-	-	-	216.336	-	-	-	-	-
Material de Transporte	85.620	-	-	-	-	-	-	-	-	-	85.620	-	-	-	-	-
Viviendas	538.832	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	538.832	-	-	-
Construcción No Residencial Privada	289.528	-	-	-	-	-	7.070	-	-	-	282.458	-	-	-	-	-
Construcción Pública	232.177	-	232.177	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stock Ganadero Destino Capital	21.454	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.454	-	-	-	-	-
Construcciones Agropecuarias y Activos Cultivados Agrícolas	31.259	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31.259	-	-	-	-	-
Tierra de Uso Agropecuario	297.753	-	-	-	-	-	-	-	-	-	297.753	-	-	-	-	-
Activos del Subsuelo: Reservas Petroleras y Gas	164.881	-	-	-	-	-	-	-	-	-	164.881	-	-	-	-	-
Existencias	31.681	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31.681	-	-	-	-	-
ACTIVOS NO FINANCIEROS TANGIBLES	1.910.933	-	232.177	-	-	-	8.484	-	-	-	1.131.440	-	538.832	-	-	-
VALOR DEL CAPITAL HUMANO	2.049.227	-	293.022	-	-	-	46.036	-	-	-	1.673.996	-	36.173	-	-	-
ACTIVOS NO FINANCIEROS	3.960.160	-	525.199	-	-	-	54.520	-	-	-	2.805.436	-	575.005	-	-	-
ACTIVOS/PASIVOS RESIDENTES	5.118.085	1.150.260	623.318	393.611	162.765	145.666	270.101	199.347	53.745	53.745	2.962.264	339.245	1.045.892	18.646	449.193	456.858
RIQUEZA NACIONAL		3.967.825		229.707		17.099		70.754		0		2.623.019		1.027.246		-7.665

Fuente: A. Coremberg en base a DNCN-DNCI-BCRA-Sec.Hacienda, AFJP

4.5. El balance nacional de la economía argentina años 2001 y 2004: resultados principales

La matriz patrimonial de la economía argentina presentada en los cuadros 6 y 7 permite realizar un análisis consistente de la estructura patrimonial por sector institucional y tipo de activo, al compilarse la información bajo el criterio de valuación homogénea de valor de mercado.

Asimismo, la inclusión de los activos no financieros permite obtener el patrimonio neto de cada sector de la economía argentina, tomando en cuenta el impacto que tiene sobre la riqueza de cada sector las variaciones en el precio de los activos reales, además de los activos financieros.

Surgen varias cuestiones para el análisis:

¿Cuáles son los sectores que tienen una mayor proporción del patrimonio nacional de la economía argentina?

¿Cómo se distribuyen sectorialmente las tenencias de activos financieros?

¿En cuáles activos financieros ahorran los principales sectores de la economía argentina?

¿Cómo cambiaron la composición de los activos el sector privado no financiero entre los años 2001 y 2004 entre activos externos, tenencias individuales e intermediación financiera?

¿Cuál es el nivel de apalancamiento de cada uno de los principales agentes económicos y cómo cambió el ratio entre los años 2001 y 2004?

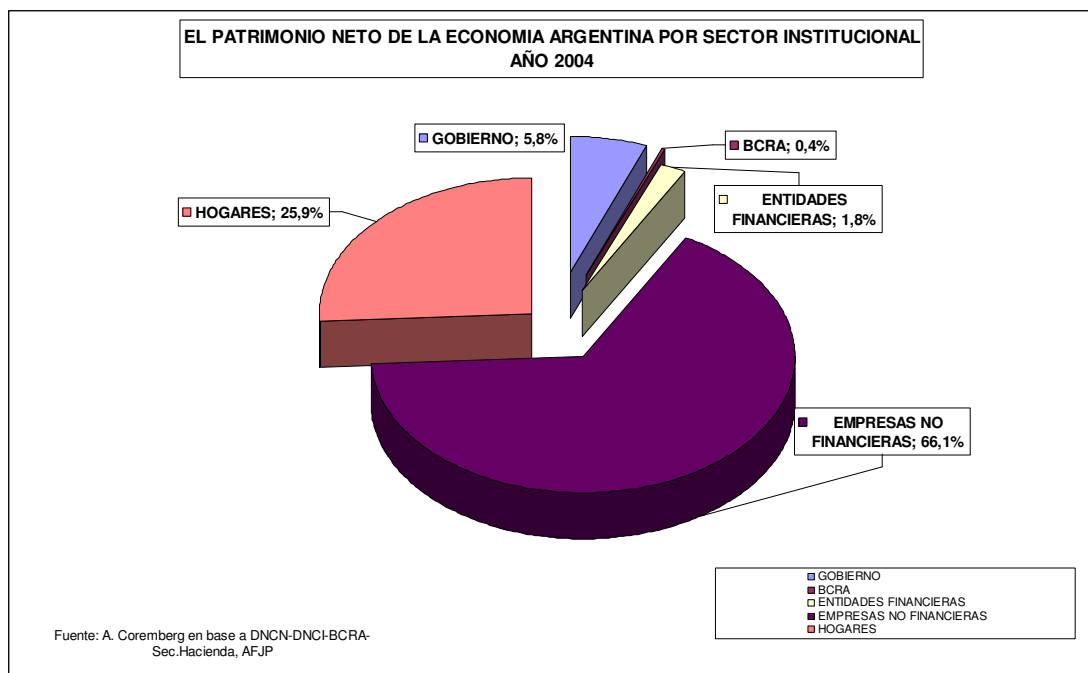
¿Qué efectos patrimoniales tuvo la crisis del año 2002?

¿Qué diferencias presenta la estructura patrimonial de los sectores a fines del Plan de Convertibilidad y luego de la devaluación?

4.5.1 La composición del patrimonio y del portafolio financiero de los argentinos

De acuerdo a las estimaciones realizadas, el sector con mayor incidencia en el patrimonio neto de la economía argentina en el año 2004 eran las empresas no financieras con un 66,1% del total. Luego, le seguían los hogares con un 25,9%, el Gobierno con 5,8%, las entidades financieras con un 1,8% y el Banco Central con un 0,4%, tal como se presenta en el gráfico siguiente.

Gráfico 5

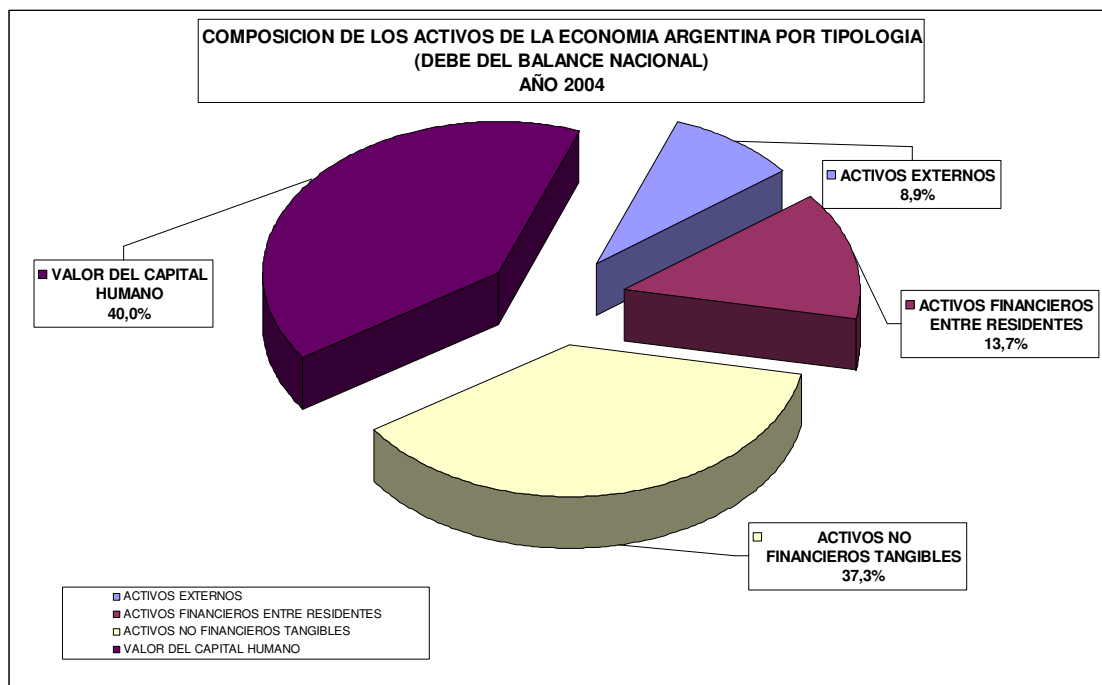


La distribución sectorial del patrimonio nacional de la economía argentina demuestra que el sector principal que poseía la propiedad de la riqueza neta en el año 2004 era el sector privado no financiero, ya que tenía un 92% del total: las empresas no financieras con un 70% de ese total y los hogares el resto.

Ello se explica por la gran importancia que presentan los activos no financieros en el total de los activos que componen los patrimonios de los sectores. De acuerdo al gráfico siguiente, los activos no financieros representaban cerca de un 77,3% del total del activo de la economía argentina, siendo el capital humano poco más de la mitad y los activos no financieros tangibles el resto²³.

²³ Para esta incidencia, se tomó en cuenta la suma de la columna de activos de los cuadros 5 y 6.

Gráfico 6

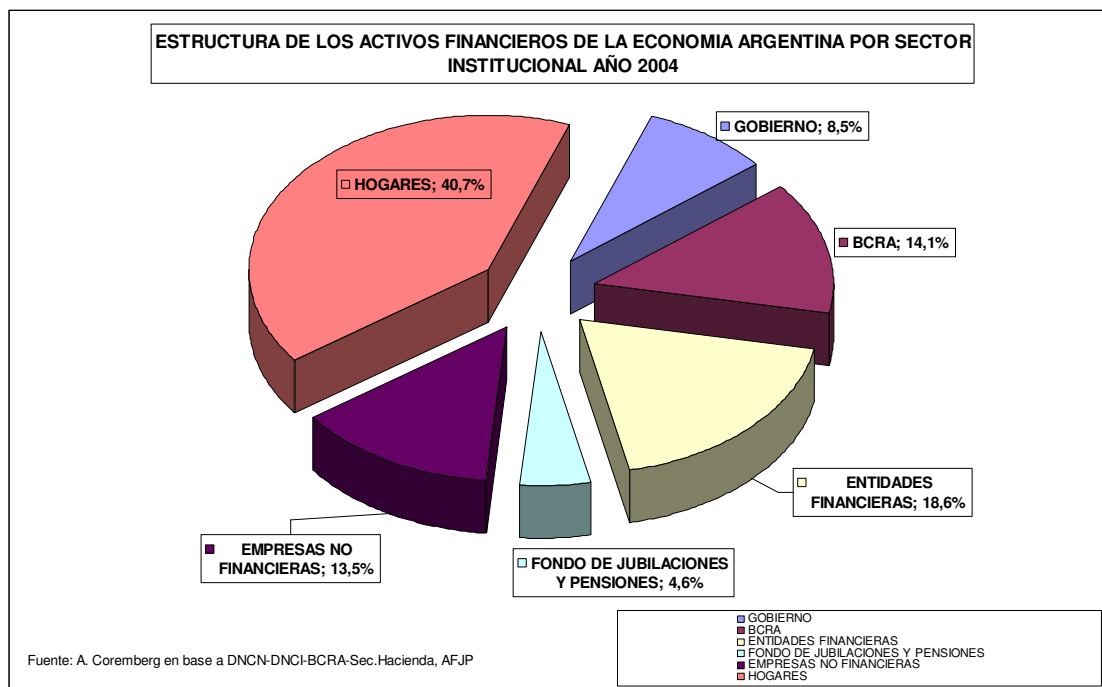


Las tenencias de activos financieros entre residentes participaban en el año 2004, de un 13,7% del total y los activos externos de un 9%. La incidencia de los activos externos es mayor, si se excluye del análisis los activos no financieros: los activos externos constituían el 40% del total de activos financieros (un 57% en el caso del sector privado no financiero).

Sin embargo, si se excluyen los activos no financieros del análisis, la composición sectorial del stock de activos financieros resulta diferente. Si bien el sector privado no financiero sigue siendo el predominante, su participación en el total disminuye como consecuencia de la mayor importancia relativa que cobran las tenencias de activos financieros de los sectores Gobierno y Banco Central y los bancos y fondos de jubilaciones y pensiones.

De acuerdo al gráfico siguiente, la composición de activos financieros por sector institucional en el año 2004 estaba constituida principalmente por el sector privado no financiero con el 54,2%; 75% de ese total eran hogares y el resto empresas no financieras. Le seguían en importancia las entidades financieras con el 18,6%, el Banco Central con el 14,1%, el Gobierno con el 8,5% y los fondos de jubilaciones y pensiones con el 4,6%.

Gráfico 7



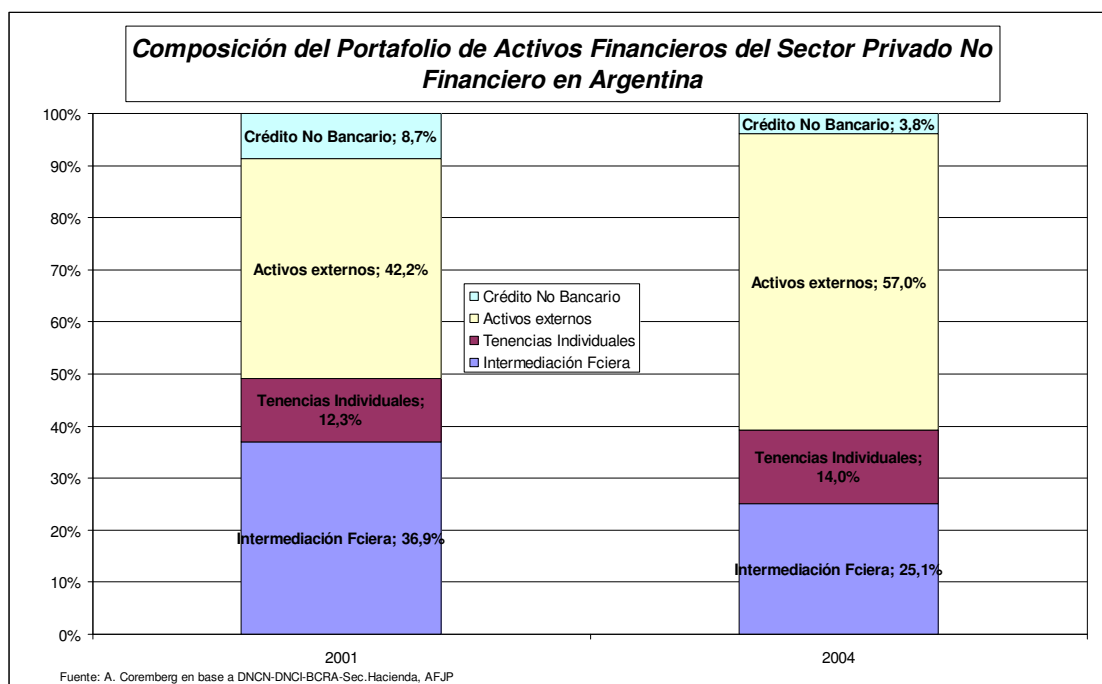
Por otra parte, la matriz de activos estimada en este trabajo permite realizar un análisis del portafolio financiero de los argentinos: desagregando el total de los activos financieros por tipo de instrumento.

Tomando en cuenta que gran parte de las decisiones de inversión y ahorro las realiza el sector privado no financiero (hogares y empresas no financieras) y que a su vez la canalización del ahorro hacia la inversión la realizan segmentos como el sector bancario, los fondos de jubilaciones y pensiones, etc., resulta relevante analizar la composición del portafolio del sector privado no financiero desagregando los activos financieros entre aquellos que se canalizan a través del sistema financiero: (depósitos bancarios e inversores institucionales: FJP, seguros y fondos comunes de inversión), las tenencias individuales de activos financieros (circulante y títulos privados y públicos), los activos externos (divisas, inversión de cartera, inversión extranjera directa, depósitos) y el crédito no bancario otorgado por grandes empresas no financieras (créditos fiscales, créditos directos a clientes y proveedores, otros activos corrientes y no corrientes, etc.).

El gráfico siguiente muestra la composición del portafolio del sector privado no financiero y su evolución entre los años 2001 y 2004²⁴:

²⁴ Este análisis resulta similar al presentado en Baer (2005). Si bien los cambios en el portafolio son similares, los valores presentados en este trabajo son distintos como consecuencia de tomar en cuenta la inversión extranjera directa y el crédito no bancario.

Gráfico 8



El portafolio del sector privado no financiero cambió notablemente su composición entre los años 2001 y 2004. La intermediación financiera y el crédito no bancario cayeron en términos de su participación en el portafolio de 36,9% a 25,1% el primero y de 8,7% a 3,8% el segundo. Esta caída en la intermediación del ahorro se produce a favor de una mayor participación de los activos externos, como consecuencia de la devaluación del peso y la pesificación de los depósitos en dólares en la Argentina.

Por otra parte, las tenencias individuales de activos financieros incrementaron levemente su incidencia en el total del portafolio entre los años 2001 y 2004: de 12,3% a 14%, aunque su composición se alteró sustancialmente: a favor del circulante (de 3,7% a 5,4%) y la tenencia de títulos públicos (4,9% a 5,2%). Esto se explica fundamentalmente por el aumento de la liquidez y la cotización de los títulos públicos posdevaluación y en detrimento relativo de las tenencias de acciones (3,1% a 1%).

También resulta interesante desagregar la composición de las tenencias de activos externos de la economía argentina. Los activos de sectores residentes argentinos (sector privado financiero y no financiero, inversores institucionales y sector público) en el exterior participaban en un 40% del total de activos financieros. De ese total, un 13% estaban constituidos por reservas internacionales, un 14% por inversiones directas de empresas argentinas en el exterior y un 73% por inversión en cartera y resto.

4.5.2 Indicadores de apalancamiento y liquidez por sector institucional

La disponibilidad de la matriz de activos y pasivos de la economía argentina permite obtener una serie de indicadores usualmente utilizados en el análisis financiero de las firmas.

Por ejemplo, el ratio deuda sobre activos totales indica el grado de apalancamiento que presentan los sectores. Este ratio es un indicador del grado de solvencia que presenta una firma, es decir si la magnitud de sus activos alcanza para responder por las deudas.

De acuerdo al cuadro 8, la economía argentina presenta un nivel relativamente bajo de apalancamiento en el año 2004: aproximadamente presentaba un endeudamiento equivalente al 22,5% del total de sus activos. El sector Gobierno presentaba un coeficiente por arriba del promedio (63,1%) en tanto que el sector privado presentaba un endeudamiento con respecto al total de sus activos muy por debajo del promedio: 11,5% para las empresas y 1,8% los hogares. Ello se explica por la baja propensión a endeudarse del sector privado y por la elevada proporción de activos no financieros de mercado (tierra agropecuaria, inmuebles, etc.) en la estructura patrimonial del sector privado.

CUADRO 8		
GRADO DE APALANCAMIENTO DE LA ECONOMIA ARGENTINA		
Deuda/Activos	2001	2004
TOTAL ECONOMIA	23,2%	22,5%
GOBIERNO	39,3%	63,1%
EMPRESAS NO FINANCIERAS	13,9%	11,5%
HOGARES	8,2%	1,8%

Si bien el grado de apalancamiento de la economía argentina presenta una leve disminución si se compara el año 2001 (23,2%) con el año 2004 (22,5%), los cambios en el ratio de endeudamiento a nivel sectorial resultan notables. El conjunto del sector privado no financiero disminuye su grado de exposición en casi 10 puntos porcentuales: de 22,2% a 13,2%, no sólo por la notable reducción en la demanda de crédito sino también por el incremento del valor de los activos reales. En cambio, el sector público no financiero incrementó el apalancamiento en más de 20 puntos porcentuales: de 39,3% en el año 2001 a 63,1% en el año 2004 (previo al canje de la deuda pública).

Resulta relevante notar que el grado de apalancamiento de un sector o firma depende no sólo de la magnitud del stock de deuda sino también de la valorización de sus activos.

La disminución del grado de exposición del sector privado entre los años 2001 y 2004 se debe principalmente al impacto sobre el activo del balance nacional y sectorial del incremento en los precios de los activos financieros y primordialmente de los activos no financieros.

En el caso de los activos financieros, los precios aumentaron como consecuencia de la recuperación económica, aunque este efecto también incrementa el

valor de mercado de las deudas. Por lo tanto, el efecto patrimonial primordial viene dado por el notable incremento del precio los activos no financieros (tierra, petróleo, inmuebles, etc.) vinculados con la mejora en los precios internacionales de los commodities.

Este análisis permite una primera aproximación a la solvencia de la economía argentina desde el punto de vista patrimonial. Sin embargo, no todo el activo resulta líquido a la hora de responder por las deudas. El ratio activos financieros sobre pasivos permite analizar el grado de liquidez de cada uno de los sectores institucionales²⁵. Si este ratio es menor a uno, los activos financieros no serán suficientes para cubrir a los pasivos corrientes.

CUADRO 9		
GRADO DE LIQUIDEZ DE LA ECONOMIA ARGENTINA		
Activos Financieros/Pasivos	2001	2004
TOTAL ECONOMIA	0,89	1,01
GOBIERNO	0,26	0,25
BCRA	1,06	1,12
ENTIDADES FINANCIERAS	1,10	1,08
EMPRESAS NO FINANCIERAS²⁶	0,39	0,46
HOGARES	5,09	25,25

El conjunto de la economía argentina presentaba un stock de activos financieros similar al total de pasivos en el año 2004, al igual que el Banco Central y el sistema financiero. El sector no financiero presentaba datos muy dispares: por un lado los hogares presentaban un elevado grado de liquidez: sus activos eran 25 veces sus pasivos; situación opuesta al sector Gobierno y empresas no financieras cuyos activos financieros no alcanzaban a cubrir sus pasivos. Esta configuración del patrimonio financiero resulta un indicador indirecto de que el financiamiento se está produciendo desde el sector hogares hacia el Gobierno y las empresas no financieras, tal como veremos en la sección siguiente.

4.5.3 Cambios en la posición financiera y el patrimonio de los argentinos entre los años 2001 y 2004

El análisis de la evolución del patrimonio de los sectores institucionales y su estructura constituyen una de las variables macroeconómicas clave para evaluar el desempeño de una economía.

Las variaciones del nivel del patrimonio, así como su composición, determinan los efectos riqueza en hogares y empresas y estos a su vez constituyen las variables fundamentales de las decisiones de gasto e inversión de estos agentes.

²⁵ El ratio de liquidez aquí utilizado resulta diferente al comúnmente empleado para el análisis financiero de las firmas, ya que no se distingue entre instrumentos financieros de corto y largo plazo.

²⁶ Se debe tomar en cuenta que en el caso de empresas no financieras, se incluyen sectores con baja rotación de capital (empresas industriales) como de alta rotación (supermercados), el indicador es el resultado ponderado de ambos tipos de empresas.

El análisis de los componentes financieros de la matriz patrimonial nacional permite determinar cuáles sectores presentan superávit financieros que pueden destinarse a financiar los sectores con necesidades de financiamiento.

En el cuadro siguiente, se presentan las posiciones financieras de los sectores institucionales de la economía argentina en los años 2001 y 2004.

CUADRO 10				
POSICION FINANCIERA POR SECTOR INSTITUCIONAL DE LA ECONOMIA ARGENTINA				
-en millones de pesos-				
	2001	2004	Diferencia	Tasa de variación
TOTAL ECONOMIA	-59.146	7.665	66.811	-113%
GOBIERNO	-105.798	-295.492	-189.694	179%
BCRA	2.423	17.099	14.676	606%
ENTIDADES FINANCIERAS	11.679	16.234	4.555	39%
EMPRESAS NO FINANCIERAS	-107.001	-182.417	-75.416	70%
HOGARES	139.551	452.241	312.690	224%

La evolución de la posición financiera neta de los sectores institucionales entre los años 2001 y 2004 refleja el impacto de la recuperación económica luego de la crisis económica de los años 1999 al 2002.

La disminución de pasivos y el incremento de activos externos netos de los sectores no residentes entre los años 2001 y 2004 dieron por resultado que la Argentina pasara de ser deudora externa neta a acreedora externa neta.

La economía argentina presentaba, en el año 2001, una posición deudora neta de \$59.146 millones frente al resto del mundo. En cambio, la economía argentina se convirtió en acreedora externa neta en el año 2004 de \$7.665 millones, es decir un incremento absoluto en el stock de activos externos netos de \$66.811 millones.

Este importante incremento en el patrimonio financiero del país se debió principalmente al incremento en el stock de activos financieros netos de los hogares por más de \$300.000 millones y en menor proporción del Banco Central y las entidades financieras. Estos sectores que presentaban un importante superávit financiero, financiaron de hecho el incremento del pasivo neto del Gobierno en casi \$190.000 millones y de las empresas no financieras por \$75.000 millones y la formación de activos externos por \$66.000 millones, asociado al incremento en el valor de los títulos públicos y privados originados en la recuperación económica posdevaluación.

Tal como vimos anteriormente, los activos no financieros constituyen el activo principal de la riqueza neta de los sectores institucionales. Por lo tanto, variaciones en sus precios tendrán importantes efectos riqueza sobre el patrimonio de cada uno de los agentes, y consecuentemente sobre las decisiones de consumo, inversión y producción de estos.

Para tener una noción acerca de la verdadera posición patrimonial de los sectores institucionales, se deben incluir los activos no financieros (tangibles e intangibles) que poseen los sectores, tomando en cuenta la estimación de la riqueza o patrimonio neto estimado en forma consolidada del capítulo anterior, que permite su inclusión a precio de mercado o costo de reposición equivalente.

En el cuadro siguiente, se presentan los cambios en el patrimonio neto de los sectores institucionales de la economía argentina entre los años 2001 y 2004. Cabe notar que la estimación consolidada del patrimonio nacional presentado en la sección 3 resulta consistente con la estimación desagregada aquí presentada.

CUADRO 11				
POSICION PATRIMONIAL TOTAL DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES				
-en millones de dólares-				
	2001	2004	Variación absoluta	Variación porcentual
PATRIMONIO NACIONAL	1.746.157	3.967.825	2.221.668	127,2%
ACTIVOS NO FINANCIEROS	1.805.303	3.960.160	2.154.858	119,4%
GOBIERNO*	327.902	525.199	197.296	60,2%
ENTIDADES FINANCIERAS	45.242	54.520	9.278	20,5%
EMPRESAS NO FINANCIERAS	1.192.046	2.805.436	1.613.390	135,3%
HOGARES	240.113	575005,36	334.893	139,5%
POSICION FINANCIERA	-59.146	7.665	66.811	-113,0%
GOBIERNO	-105.798	-295.492	(189.694)	179,3%
BCRA	2.423	17.099	14.676	605,7%
ENTIDADES FINANCIERAS	11.679	16.234	4.555	39,0%
EMPRESAS NO FINANCIERAS	-107.001	-182.417	(75.416)	70,5%
HOGARES	139.551	452.241	312.690	224,1%
PATRIMONIO NETO	1.746.157	3.967.825	2.221.668	127,2%
GOBIERNO	222.104	229.707	7.602	3,4%
BCRA	2.423	17.099	14.676	605,7%
ENTIDADES FINANCIERAS	56.921	70.754	13.833	24,3%
EMPRESAS NO FINANCIERAS	1.085.045	2.623.019	1.537.974	141,7%
HOGARES	379.664	1.027.246	647.582	170,6%

*Los bienes de uso del Banco Central quedaron implícitamente incluidos en el stock de activos no financieros del sector Gobierno como consecuencia del método de cálculo del stock de capital.

Al incluirse los activos no financieros, las variaciones patrimoniales cobran una mayor magnitud derivada de los importantes efectos riqueza originados en las variaciones de precio de los activos reales.

El cuadro anterior expresa claramente el resultado patrimonial como la suma de los activos no financieros y la posición financiera (activos financieros menos pasivos).

El patrimonio neto de la economía argentina se incrementó en \$2,2 billones, un 127% de variación nominal entre los años 2001 y 2004. Todos los sectores mejoraron su patrimonio neto. Particularmente notable resulta la mejora en el sector privado no financiero, gracias al aumento del precio de los activos no financieros: el patrimonio de las empresas no financieras se incrementa un 142% y el de los hogares, un 171%.

Aunque de menor magnitud absoluta, resulta relevante la mejora en el patrimonio del Banco Central como resultado de la recuperación del nivel de reservas luego de la crisis del año 2002, así como también el incremento del patrimonio neto del sistema financiero por el impacto de la recuperación económica sobre su estructura de activos. En tanto que el sector Gobierno no presenta prácticamente variaciones en su patrimonio neto.

La importante recuperación económica de la economía argentina luego de la crisis del año 2002 impactó en ambos lados del balance nacional.

Los precios de los instrumentos financieros de inversión: títulos públicos y privados, acciones, etc., mejoraron notablemente su paridad, incrementando los activos para los acreedores (especialmente de los hogares, Banco Central y sistema financiero) pero también el valor de los pasivos para los deudores. De acuerdo a los cuadros 10 y 11, en el caso específico del Gobierno y de las empresas no financieras, este efecto tuvo como resultado un incremento en la posición financiera negativa de estos sectores.

Sin embargo, en el caso de las empresas no financieras, el valor de sus activos también aumentó, no sólo como resultado del incremento de sus tenencias de activos financieros sino también y sobre todo, por el impacto de la recuperación económica sobre el precio de los activos no financieros que forman parte de su patrimonio. El valor de los activos no financieros de este sector creció un 135% entre los años 2001 y 2004.

También los hogares vieron incrementados el valor de los activos no financieros: 140% para el mismo período, variación positiva que mejora aún más el patrimonio neto ya incrementado por la variación positiva en su posición financiera (224%).

En otros términos, la recuperación económica posdevaluación tuvo un importante efecto riqueza en todos los sectores, especialmente en las empresas no financieras cuya posición financiera negativa se incrementó como resultado de la variación positiva en el precio de los títulos privados por la mejora en el valor de las empresas, pero que no obstante repercutió en una mejora neta en los niveles de liquidez y de solvencia (ver cuadros 8 y 9) debido al incremento en el valor de sus activos financieros y reales y por lo tanto en su patrimonio neto.

Caso distinto se presenta para el sector Gobierno. La mejora en el valor absoluto de sus activos se ve exactamente compensado por el incremento en el valor absoluto de los títulos públicos, repercutiendo en un efecto nulo sobre su patrimonio neto.

5. CONCLUSIONES

Este trabajo se propuso analizar la magnitud y composición del capital de los argentinos. La disponibilidad de este tipo de estimaciones resulta crucial a la hora de analizar las implicancias posibles que tienen las fluctuaciones en el valor de la riqueza sobre el bienestar y el crecimiento de la economía argentina. Además, desde el punto de vista sectorial y por tipo de activo, la disponibilidad de estas cifras permite obtener una idea aproximada de las oportunidades que presenta la economía argentina para el desarrollo del mercado de capitales y la intermediación financiera.

Para lograr este objetivo, el documento presenta las metodologías y resultados principales de la estimación de la riqueza, el patrimonio neto y el balance nacional de la economía argentina desagregada por sector institucional y tipo de activo.

En los primeros dos capítulos, se analiza brevemente la relevancia, definiciones, grado de cobertura y los principales criterios de valuación de los activos financieros y no financieros y pasivos que componen la riqueza, el patrimonio y el balance nacional. Para ello, se analiza la posibilidad de valuación de las tenencias de activos entre sectores residentes bajo el criterio homogéneo de valuación de mercado y su adaptación a los distintos tipos de activos, tomando en cuenta la propuesta de Naciones Unidas (SCN93). En este sentido, se analizan las proposiciones de Hall, Hulten y Banco Mundial para incluir y valorar los activos intangibles y obtener una medida exhaustiva y consistente de la riqueza y patrimonio neto nacional consolidado compatible con una estimación desagregada a nivel sectorial.

En el tercer capítulo, se presentan en una primera sección la metodología de valuación de los activos y estimación consolidada de la riqueza y el patrimonio, recomendada a nivel internacional, adaptada al caso argentino. En la segunda sección, se presentan los resultados principales de la estimación.

De acuerdo a las estimaciones realizadas, el Patrimonio Nacional de la Economía Argentina sumaba 3,97 billones de pesos a valores corrientes (u\$s 1.322,6 billones) en el año 2004. En términos per-cápita, la Riqueza Neta por habitante resulta unos u\$s 35.000, en tanto que el Producto Bruto Interno per-cápita insume unos u\$s 4.000.

El monto del patrimonio nacional creció un 127% en pesos corrientes entre el año 2001 y 2004. En tanto que en moneda constante (descontando los efectos de la inflación), el patrimonio nacional creció un 52,4%.

Por otra parte, resulta notable la diferencia entre las fluctuaciones de la riqueza neta y el PBI. Mientras que el patrimonio per-cápita en pesos constantes aumentó un 50,9% entre los años 2001 y 2004, el PBI per-cápita creció sólo un 10,7% durante el mismo período, confirmando la propuesta de la teoría económica que señala que las fluctuaciones de la riqueza son mayores que las del ingreso corriente.

El cociente Patrimonio Neto-Excedente presenta niveles mayores que su análogo bursátil (price/EBITDA) y menor al de otros países desarrollados, aunque ambos presentan un crecimiento notable entre los años 2001 y 2004.

En el año 2004, la riqueza neta es de casi 9 veces el PBI, aunque esta relación era de 6 para el año 2001.

Este crecimiento se debe fundamentalmente al incremento del precio relativo de los activos respecto del nivel general de precios, debido a las mejoras en las expectativas sobre el crecimiento futuro de la economía como consecuencia del nuevo ciclo de crecimiento iniciado a partir del segundo semestre del año 2002.

En el año 2004, la Argentina presenta una Riqueza Neta Tangible en la relación al PBI relativamente menor al resto de los países desarrollados de la muestra.

La Argentina presentaba una profundidad financiera (ratio activos financieros/ activos tangibles) sustancialmente menor (0,67 para el año 2001 y 0,61 para el año 2004) al de otras economías desarrolladas, demostrando la potencialidad de crecimiento futuro de la intermediación financiera y el mercado de capitales.

El Patrimonio Neto de la economía argentina al año 2004 estaba constituido principalmente por el valor del capital humano, 52%; el stock de capital, 36% y recursos naturales (tierra de uso agropecuario, reservas de petróleo y gas), 12%.

La participación del valor del capital humano en el total del patrimonio resulta similar a la participación del factor trabajo en el ingreso según las Cuentas Nacionales. Por otra parte, la incidencia del capital humano en la riqueza resultaría inferior a la que presentan la mayoría de los países desarrollados.

La gran importancia del valor del capital humano en la riqueza neta nacional permite inferir un efecto adicional de la política educativa (mejoras en la calidad de la enseñanza, incrementos en los años medios de educación de la población). Esta tiene no sólo un impacto directo sobre el bienestar de la población vía mejora en el perfil salarial presente y futuro de la población activa sino también sobre la formación de riqueza y, por lo tanto, sobre el crecimiento económico del país y su sostenibilidad en el largo plazo.

Los Activos No Financieros Tangibles estaban constituidos principalmente por el stock de capital fijo, 74,1%. Las existencias agropecuarias e industriales detectadas ponderaban un 1,7% del total. El resto eran recursos naturales económicos. De estos, el más importante resulta el valor de la tierra de uso agropecuario (15,6% del total), en tanto que el valor de las reservas petroleras y gasíferas conformaban el restante 8,6% del total de los activos reales totales.

La composición del Stock de Capital Fijo presentaba una distribución más heterogénea. Las viviendas era el rubro con un 38%; seguían en importancia la construcción privada no residencial (edificaciones y obras de infraestructura) con un 20,4%; la construcción pública con un 16,4%; las maquinarias y equipos con un 15,4%; el material de transporte con un 6% y por último los activos cultivados y las construcciones agropecuarias con un 2,2%.

En el capítulo cuatro, se presenta la metodología adaptada al caso argentino para estimar los patrimonios sectoriales con el criterio desagregado de cuya agregación consistente se obtiene el balance nacional de la economía argentina.

Se presenta un resumen de las fuentes de información y criterios utilizados para la asignación sectorial por tipo de activo financiero, respetando el criterio de valuación de los instrumentos según precio de mercado.

De acuerdo a la estimación realizada, la distribución sectorial del patrimonio nacional de la economía argentina demuestra que el sector principal que tenía la propiedad de la riqueza neta en el año 2004 era el sector privado no financiero, ya que poseía un 92% del total: las empresas no financieras con un 70% de ese total y los hogares el resto.

Ello se explica por la gran importancia que presentan los activos no financieros en el total de los activos que componen los patrimonios de los sectores. Los activos no financieros representaban cerca de un 77,3% del total del activo de la economía argentina, siendo el capital humano poco más de la mitad y los activos no financieros tangibles el resto.

La composición de activos financieros por sector institucional en el año 2004 estaba constituida principalmente por el sector privado no financiero con el 54,2%; 75% de ese total eran hogares y el resto empresas no financieras. Le seguían en importancia las entidades financieras con el 18,6%, el Banco Central con el 14,1%, el Gobierno con el 8,5% y los fondos de jubilaciones y pensiones con el 4,6%.

Los activos externos del sector privado no financiero constituían la mayor parte de su tenencia: 57% del total de activos financieros.

El portafolio del sector privado no financiero cambió notablemente su composición entre los años 2001 y 2004. La intermediación financiera y el crédito bancario cayeron en términos de su participación en el portafolio de 36,9% a 25,1% el primero y de 8,7% a 3,8% el segundo. Esta caída en la intermediación del ahorro se produce a favor de una mayor participación de los activos externos, como consecuencia de la devaluación del peso y la pesificación de los depósitos en dólares en la Argentina.

Por otra parte, las tenencias individuales de activos financieros incrementaron levemente su incidencia en el total del portafolio entre los años 2001 y 2004: de 12,3% a 14%, aunque su composición se alteró sustancialmente: a favor del circulante (de 3,7% a 5,4%) y la tenencia de títulos públicos (4,9% a 5,2%), explicado fundamentalmente por el aumento de la liquidez y la cotización de los títulos públicos posdevaluación y en detrimento relativo de las tenencias de acciones (3,1% a 1%).

La economía argentina presenta un nivel relativamente bajo de apalancamiento en el año 2004: aproximadamente presentaba un endeudamiento equivalente al 22,5% del total de sus activos. El sector Gobierno presentaba un coeficiente por arriba del promedio (63,1%) en tanto que el sector privado presentaba un endeudamiento con respecto al total de sus activos muy por debajo del promedio: 11,5% para las empresas y 1,8% los hogares.

La disminución del grado de exposición del sector privado entre los años 2001 y 2004 se debe especialmente al impacto sobre el activo sectorial del incremento en los precios de los activos financieros y principalmente de los activos no financieros.

En el caso de los activos financieros, los precios aumentaron como consecuencia de la recuperación económica, aunque este efecto también incrementó el valor de mercado de las deudas. Por lo tanto, el efecto patrimonial primordial viene dado por el incremento notable del precio los activos no financieros (tierra, petróleo, inmuebles. etc.) vinculados con la mejora en los precios internacionales de los commodities.

La evolución de la posición financiera neta de los sectores institucionales entre los años 2001 y 2004 también refleja el impacto de la recuperación económica luego de la crisis económica de los años 1999 al 2002.

La economía argentina pasó de ser deudora neta en el año 2001 a acreedora externa neta en el año 2004. Este importante aumento en el patrimonio financiero del país se debió principalmente al incremento en el stock de activos financieros netos de los hogares y en menor proporción del Banco Central y las entidades financieras. Estos sectores, que presentaban un importante superávit financiero, financiaron de hecho el incremento del pasivo neto del Gobierno y de las empresas no financieras y la restante formación de activos externos por \$66.000 millones, asociado al incremento en el valor de los títulos públicos y privados originados en la recuperación económica posdevaluación.

Para conocer el cambio en el patrimonio de los sectores, resulta necesario incorporar los activos no financieros al análisis.

El patrimonio neto de la economía argentina se incrementó en \$2,2 billones, un 127% de variación nominal entre los años 2001 y 2004. Todos los sectores mejoraron su patrimonio neto. Particularmente notable resulta la mejora en el sector privado no financiero, gracias al aumento del precio de los activos no financieros. En tanto que el sector Gobierno no presenta prácticamente variaciones en su patrimonio neto.

La importante recuperación económica de la economía argentina luego de la crisis del año 2002 impactó en ambos lados del balance nacional.

Los precios de los instrumentos financieros de inversión: títulos públicos y privados, acciones, etc., mejoraron notablemente su paridad, incrementando los activos para los acreedores (especialmente de los hogares, Banco Central y sistema financiero) pero también el valor de los pasivos para los deudores. En el caso específico del Gobierno y de las empresas no financieras, este efecto tuvo como resultado un incremento en posición financiera negativa de estos sectores.

En el sector Gobierno, el incremento en el valor de los títulos públicos se ve exactamente compensado por la mejora en el valor de sus activos teniendo un efecto nulo sobre su patrimonio neto.

Sin embargo, en el caso de las empresas no financieras, el valor de sus activos aumentó más que proporcionalmente con respecto a sus pasivos, no sólo como resultado del incremento de sus tenencias de activos financieros sino también y sobre todo, por el impacto de la recuperación económica sobre el precio de los activos no financieros que forman parte de su patrimonio. El valor de los activos no financieros de este sector creció un 135% entre los años 2001 y 2004.

También los hogares vieron incrementados el valor de los activos no financieros: 140% para el mismo período, variación positiva que mejora aún más el patrimonio neto ya incrementado por la variación en su posición financiera (224%).

En otros términos, la recuperación económica posdevaluación tuvo un importante efecto riqueza en todos los sectores asociados a la mejora en el precio de los recursos naturales. El impacto resultó notable en las empresas no financieras, repercutió en una mejora neta en los niveles de liquidez y de solvencia debido al incremento en el valor de sus activos financieros y reales y por lo tanto en su patrimonio neto, aun cuando su posición financiera se deterioró como resultado del incremento del valor de mercado de sus deudas.

En síntesis, el trabajo demuestra:

- La importancia que tienen las fluctuaciones en el valor de los activos no financieros en la riqueza de los sectores institucionales en la Argentina
- La correlación positiva entre el valor de mercado de los pasivos y de los activos financieros y no financieros: una mejora en las expectativas de crecimiento futuro incrementa el valor de los activos pero también de los pasivos y del patrimonio neto
- La importancia en la magnitud del capital humano en el total de la riqueza en la Argentina
- La elevada proporción de activos externos en el total de activos financieros del sector privado no financiero en la Argentina
- El importante papel que tuvieron la valorización de los recursos no renovables (tierra, petróleo y gas) en el efecto riqueza positivo sobre los principales activos de los argentinos a partir de la recuperación luego de la crisis del año 2002
- El escaso desarrollo del mercado de capitales y la intermediación financiera en términos del valor de los activos no financieros
- La escasa propensión a endeudarse del sector privado, tanto hogares como empresas no financieras
- El importante incremento procíclico de los ratios de endeudamiento y liquidez de los sectores principales de la economía argentina
- Las estimaciones de la riqueza expuestas permiten señalar las oportunidades que se presentan para el desarrollo futuro del mercado de capitales y la intermediación del ahorro doméstico en la Argentina que permita una mayor profundización financiera hacia niveles cercanos a los de los países desarrollados en consonancia con la importancia que tienen el capital humano y los activos reales en el patrimonio nacional.

6. BIBLIOGRAFIA

- Baer, Fernando (2005): "Argentina: preferencias y asignación de activos y pasivos de residentes", *Documento de Trabajo* N° 10, Centro para la Estabilidad Financiera (CEF), noviembre de 2005.
- Bloem, Adriaan and Porter, Cornelis (2002): *The Macroeconomic Statistical Treatment of Non-Performing Loans*, OECD Meeting of National Accounts Experts (2002).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1991): *Balance Sheets for the U.S. Economy, 1945-90*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Publication C, Washington, DC, marzo 1991.
- Carlson, Keith M. (1991): *The US Balance Sheet: What Is It and What Does It Tell Us?*, Federal Reserve Bank Of St. Louis.
- Copeland, T., Koller, T. and Murrin, John (2000): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons Ed.
- Coremberg, Ariel (2002): "Capital Stock Contribution to the Productivity of the Argentine Economy During The 1990's", International Association for Research in Income and Wealth 27th Conference, Nancy Ruggles Travel Grant Prize for 2002 http://www.h.scb.se/scb/Projekt/iariw/program/8Acapital_stock.PDF.
- Coremberg, Ariel (2005): *El valor económico de la educación y el capital humano en Argentina*, Coord. Gral. Estudios de Costos del Sistema Educativo. Ministerio de Educación, Argentina.
- Corrado, Carol, Hulten, Ch. and Sichel, D. (2005a): *Intangible Capital and Economic Growth*, WP Board of Governors of the Federal Reserve System, diciembre 2005.
- Corrado, Carol, Hulten, Ch. and Sichel, D. (2005b). "Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework", in "Measuring Capital in the New Economy", Corrado, C., Haltiwanger, J. and Sichel, D. eds., *Studies in Income and Wealth*, Vol. 65, The University of Chicago Press, Chicago.
- Damill, Mario y Fanelli, José María (1988): "Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", *DT/12-CEDES*.
- DNCI (2004a): *Metodología de estimación del balance de pagos*, INDEC.
- DNCI (2004b): *Metodología de estimación de la Posición de Inversión Internacional (PII)*, INDEC.
- Dorrance, Graeme S. (1978): *National Monetary and Financial Analysis*, 1978, St. Martin's Press, N.W.
- Galiani, S., Heymann, D. y M. Tommasi (2003): "Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad", *Desarrollo Económico* N° 169, vol. 43 abril-junio 2003.
- Hall, Robert E. (2000). "e-Capital: The Link between the Stock market and the Labor Market in the 1990s", *Brookings Papers on Economic Activity* (2000:2): 73-118.
- Hall, Robert E. (2001a). "Struggling to Understand the Stock Market", *American Economic Review Papers and Proceedings* 91, mayo, 1-11.

- Hall, Robert (2001b): "The Stock Market and Capital Accumulation", *American Economic Review*, diciembre 2001.
- Hulten, Ch.; Corrado, Carol and Sichel, Daniel (2004): "Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework, 2004-65", *Staff Working Papers in the Finance and Economics Discussion Series (FEDS)*, Federal Reserve Board, Washington DC.
- Hulten, Ch; Corrado, Carol and Sichel, Daniel (2005): "Intangible Capital and Economic Growth", *CRIW/NBER Summer Institute*, diciembre 2005.
- INDEC (2004): "Estimación del stock de capital fijo de la República Argentina 1990-2003. Fuentes, métodos y resultados", Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC, Secretaría de Política Económica, Ministerio de Economía. http://www.mecon.gov.ar/secpro/dir_cn/stock_capital.htm/ <http://www.indec.gov.ar>.
- ISWGNA (1993): "System of National Accounts", The Inter-Secretariat Working Group on National Accounts- Commission of the European Communities-EUROSTAT, International Monetary Fund, OECD, World Bank, United Nations, Brussels/Luxembourg, New York, Paris, Washington, DC, 1993.
- Jorgenson and Fraumeni (1989): "The Accumulation of Human and Non-Human Capital", 1984, in *The Measurement of Saving, Investment and Wealth*. Eds R.E. Lipsey and H.S. Tice Univ. Chicago Press.
- Jorgenson, Dale (1995), *Productivity Volume 1: Postwar U.S. Economic Growth*, MIT Press.
- Kyska, Helga y Marengo, Fernando (2003): "Efectos de la devaluación sobre los patrimonios sectoriales de la economía argentina", *Documento de Trabajo*, Universidad Católica Argentina.
- Landefeld, Steven and Lawson, Ann (1991): "Valuation of the U.S. Net International Investment Position", *Survey of Current Business*, mayo 1991.
- Naredo, José Manuel y Oscar Carpintero (2002): *El balance nacional de la economía española*, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederados, España.
- OECD (2001): *Measuring Capital. OECD Manual. Measurement of Capital Stocks, Consumption of Fixed Capital and Capital Services*, OECD Publications, Francia.
- Propatto, J.C. Aldo (2003): *El Sistema de Cuentas Nacionales*, Ed. Macchi, Buenos Aires, Argentina.
- Tobin, J. (1980): *Asset Accumulation and Economic Activity*, Oxford, Basic Blackwell.
- Tula, Santiago y Volpato, Maximiliano (2005): *Mercado de capitales: clave del desarrollo*, Fundación Bolsa de Comercio y Universidad Católica.
- World Bank (2005): "Where is the Wealth of Nations", World Bank.