



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado  
Especialización en Administración Financiera

POSGRADO

29480289

**Trabajo Final**

*Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y  
la crisis financiera internacional en los instrumentos de  
financiación del mercado de capitales argentino*

**Autor :**  
**Sabrina Isabela Cauzzo**

**Tutor :**  
**Diego Galiana**

Top. 0.12  
C1  
Tesis M  
2010

**Buenos Aires, julio de 2010**

## ÍNDICE      GENERAL

	<u>Página</u>
<b>1. RESUMEN DEL TRABAJO.</b>	7
<b>2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.</b>	9
<b>3. DESARROLLO.</b>	
<b>3.1. MERCADO DE CAPITALES.</b>	15
<b>3.1.1. FINANCIAMIENTO PÚBLICO</b>	16
<b>3.1.1.1. TÍTULOS PÚBLICOS.</b>	16
<b>3.1.2. FINANCIAMIENTO PRIVADO.</b>	18
<b>3.1.2.1. ACCIONES.</b>	18
<b>3.1.2.2. OBLIGACIONES NEGOCIABLES.</b>	21
<b>3.1.2.3. FIDEICOMISOS FINANCIEROS.</b>	24
<b>3.1.2.4. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.</b>	26
<b>3.2. ELIMINACIÓN DE LAS AFJP Y CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.</b>	28
<b>3.2.1. ELIMINACIÓN DE LAS AFJP.</b>	28
<b>3.2.2. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.</b>	32
<b>3.3. EFECTOS DE LA ELIMINACIÓN DE LAS AFJP Y DE LA CRISIS GLOBAL EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO.</b>	35
<b>4. CONCLUSIÓN.</b>	64
<b>5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.</b>	67
<b>6. ANEXO.</b>	69
<b>6.1. ÍNDICES DE BONOS IAMC – 2007-2009.</b>	69
<b>6.2. COMPOSICIÓN ÍNDICE MAE – 2007-2009.</b>	71
<b>6.3. ÍNDICES DE ACCIONES – 2007-2009.</b>	72
<b>7. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO.</b>	79
<b>8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)</b>	81

## **ÍNDICE DE CUADROS**

<b><u>Cuadro</u> <u>No. :</u></b>	<b><u>Título</u> – <u>Fuente</u></b>	<b><u>Página</u></b>
<b>I</b>	MONTOS NEGOCIADOS 2007-2009. Fuente: Bolsar.	10
<b>II</b>	FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL 2007-2009. Fuente: IAMC y BCRA.	11
<b>III</b>	FINANCIAMIENTO GRANDES EMPRESAS 2007-2009. Fuente: IAMC.	13
<b>IV</b>	FINANCIAMIENTO PYMES 2007-2009. Fuente: IAMC.	13
<b>V</b>	EMISIONES DE TÍTULOS PÚBLICOS 2007-2009. Fuente: Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía.	17
<b>VI</b>	VALOR ÍNDICES DE BONOS DEL IAMC 2007-2009. Fuente: IAMC.	19
<b>VII</b>	EMPRESAS QUE COLOCARON ACCIONES POR SUSCRIPCIÓN 2007-2009. Fuente: CNV.	21
<b>VIII</b>	ACCIONES CON MAYOR RENDIMIENTO 2007. Fuente: IAMC.	21
<b>IX</b>	ACCIONES CON MAYOR RENDIMIENTO 2008. Fuente: IAMC.	21
<b>X</b>	ACCIONES CON MAYOR RENDIMIENTO 2009. Fuente: IAMC.	22
<b>XI</b>	EMISIONES ON 2007-2009. Fuente: CNV y BCRA.	24
<b>XII</b>	PYMES QUE COLOCARON ON EN 2007-2009. Fuente: CNV.	24
<b>XIII</b>	EMPRESAS QUE COLOCARON VCP. Fuente: CNV.	25

<b>XIV</b>	COLOCACIONES FF 2007-2009. Fuente: IAMC y BCRA.	26
<b>XV</b>	CANTIDAD DE COLOCACIONES FF 2007-2009. Fuente: IAMC.	26
<b>XVI</b>	NEGOCIACIÓN CPD 2007-2009. Fuente: IAMC.	28
<b>XVII</b>	TASAS DE INTERÉS PROMEDIO CPD 2007-2009. Fuente: IAMC.	28
<b>XVIII</b>	PLAZOS PROMEDIO CPD 2007-2009. Fuente: IAMC.	28
<b>XIX</b>	INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN DE LAS AFJP. Fuente: SAFJP.	30
<b>XX</b>	INVERSIONES DE AFJP AL 30/09/2008. Fuente: IERAL.	31
<b>XXI</b>	PARTICIPACIÓN DE LAS AFJP EN ACCIONES AL 30/09/2008. Fuente: IERAL.	31
<b>XXII</b>	INDICADORES MACROECONÓMICOS – COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES 2007-2008. Fuente: Banco Mundial.	34
<b>XXIII</b>	INDICADORES MACROECONÓMICOS – COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES 2007-2008 (2º parte). Fuente: Banco Mundial.	34
<b>XXIV</b>	INDICADORES MACROECONÓMICOS – COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES 2007-2008 (3º parte). Fuente: Banco Mundial.	34
<b>XXV</b>	MONTOS NEGOCIADOS -OCT. 08 – NOV. 08. Fuente: Bolsar.	36
<b>XXVI</b>	PASIVOS FINANCIEROS 2007-2008. Fuente: Mecon.	36
<b>XXVII</b>	RESERVAS INTERNACIONALES 2007-2008. Fuente: BCRA.	37
<b>XXVIII</b>	DEUDA EXTERNA TOTAL 2007-2008. Fuente: Mecon.	37
<b>XXIX</b>	EXPORTACIONES 2007-2008. Fuente: INDEC.	37
<b>XXX</b>	IED 2007-2008. Fuente: INDEC.	38

<b>XXXI</b> PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN 2007-2008. Fuente: BCRA.	38
<b>XXXII</b> COMERCIO EXTERIOR 2008-2009. Fuente: INDEC.	38
<b>XXXIII</b> TOTAL DUDA PÚBLICA 2007-2008. Fuente: INDEC.	39
<b>XXXIV</b> DISTRIBUCIÓN DE RECURSOS MONETARIOS 2007-2009. Fuente: INDEC.	39
<b>XXXV</b> FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO 2008-2009. Fuente: BCRA.	40
<b>XXXVI</b> DESARROLLO MERCADO DE CAPITALES 2007-2008. Fuente: INDEC.	40
<b>XXXVII</b> CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EMPRESAS DOMÉSTICAS. Fuente: IAMC.	48
<b>XXXVIII</b> EMISIONES DE ON POR MONEDA DE EMISIÓN. Fuente: CNV.	52
<b>XXXIX</b> EMISIÓN ON PYMES 2007-2009. Fuente: CNV.	55
<b>XL</b> EMISIONES FF POR MONEDA DE EMISIÓN 2007-2009. Fuente: CNV.	57

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<u>Gráfico</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
<b>I</b>	MONTOS NEGOCIADOS 2007-2009. Fuente: Bolsar.	10
<b>II</b>	MONTOS NEGOCIADOS SECTOR PRIVADO 2007-2009. Fuente: Bolsar.	11
<b>III</b>	FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL 2007-2009. Fuente: IAMC.	13
<b>IV</b>	FINANCIAMIENTO POR TAMAÑO DE EMPRESA. Fuente: IAMC.	13
<b>V</b>	FINANCIAMIENTO GDES. EMPRESAS POR INSTRUMENTO. Fuente: IAMC.	13
<b>VI</b>	FINANCIAMIENTO PYMES POR INSTRUMENTO. Fuente: IAMC.	14
<b>VII</b>	MONTOS NEGOCIADOS 2007-2009. Fuente: Bolsar.	35
<b>VIII</b>	FINANCIAMIENTO POR TAMAÑO DE EMPRESA 2007-2009. Fuente: IAMC.	41
<b>IX</b>	VOLÚMENES NEGOCIADOS BONOS 2007-2009. Fuente: Bolsar.	42
<b>X</b>	ÍNDICES DE BONOS 2007-2009. Fuente: IAMC.	43
<b>XI</b>	VOLÚMENES OPERADOS ACCIONES 2007-2009. Fuente: Bolsar.	44
<b>XII</b>	VALORES DE CIERRE IGB 2007-2009. Fuente: Bolsar.	45
<b>XIII</b>	SUSCRIPCIONES DE ACCIONES 2007-2009. Fuente: IAMC.	46

<b>XIV</b>	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL 2007-2009. Fuente: Bolsar.	47
<b>XV</b>	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR RESIDENCIA. Fuente: IAMC.	47
<b>XVI</b>	VALORES CIERRE PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES. Fuente: Bolsar.	48
<b>XVII</b>	EVOLUCIÓN Merval – S&P 500 2007-2009. Fuente: Bolsar, BCRA y S&P.	49
<b>XVIII</b>	VOLÚMENES OPERADOS FF Y ON 2007-2009. Fuente: Bolsar.	50
<b>XIX</b>	EMISIONES ON 2007-2009. Fuente: CNV.	51
<b>XX</b>	EMISIONES DE ON POR MONEDA DE EMISIÓN 2007-2009. Fuente: CNV.	52
<b>XXI</b>	EMISIONES DE ON POR SECTOR EN 2007. Fuente: CNV.	53
<b>XXII</b>	EMISIONES DE ON POR SECTOR EN 2008. Fuente: CNV.	53
<b>XXIII</b>	EMISIONES DE ON POR SECTOR EN 2009. Fuente: CNV.	53
<b>XIV</b>	EMISIONES VCP 2007-2009. Fuente: CNV.	54
<b>XXV</b>	COLOCACIONES FF 2007-2009. Fuente: IAMC.	56
<b>XXVI</b>	EMISIONES FF POR MONEDA DE EMISIÓN 2007-2009. Fuente: CNV.	57
<b>XXVII</b>	COMPOSICIÓN DE FF EN 2007. Fuente: CNV.	58
<b>XXVIII</b>	COMPOSICIÓN DE FF EN 2008. Fuente: CNV.	58
<b>XXIX</b>	COMPOSICIÓN DE FF EN 2009. Fuente: CNV.	58

<b>XXX</b>	CANTIDAD DE EMISIONES FF 2007-2009. Fuente: IAMC.	59
<b>XXXI</b>	CANTIDAD DE EMISIONES FF PYMES 2007-2009. Fuente: IAMC	60
<b>XXXII</b>	NEGOCIACIÓN CPD 2007-2009. Fuente: IAMC.	60
<b>XXXIV</b>	TASA DE INTERÉS PROMEDIO CPD 2007-2009. Fuente: IAMC.	62
<b>XXXV</b>	PLAZOS PROMEDIO CPD 2007-2009. Fuente: IAMC.	63

## 1. RESUMEN DEL TRABAJO

El objetivo de este trabajo consiste en explicar los efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino. A tal fin, se analizará a través de información pública el comportamiento de cada uno de los instrumentos de financiación, tanto públicos como privados, en el período 2007-2009, es decir en los años en los cuales estos cambios han tenido lugar.

El tema en cuestión resulta sumamente interesante, ya que existen muy pocos antecedentes de trabajos de similares características.

El presente trabajo comenzará con una introducción, en la cual se analizarán los montos negociados y el financiamiento a través del mercado de capitales, tanto público como privado, en el período de estudio, teniendo en cuenta la participación de las pymes y las preferencias tanto de éstas como de las grandes empresas.

A continuación, cada uno de estos instrumentos contará con un apartado en donde se describirán sus características, teniendo en cuenta las ventajas y desventajas de su implementación para las empresas y para los inversores.

Una vez descriptos los instrumentos de financiación, se explicará el proceso que derivó en la eliminación del régimen de capitalización, teniendo en cuenta la participación de las AFJP en el mercado de capitales. Asimismo, se describirá el origen y el desarrollo de la crisis financiera internacional, teniendo en cuenta sus canales de transmisión.

Luego, en lo que constituye el capítulo principal de este documento, se analizarán variables tales como volúmenes operados y emisiones, a los fines de dar cuenta de los cambios ocurridos en el mercado de capitales tras la estatización de los fondos de jubilaciones y tras el desarrollo de la crisis financiera global.

Finalmente, se arribará a una conclusión.

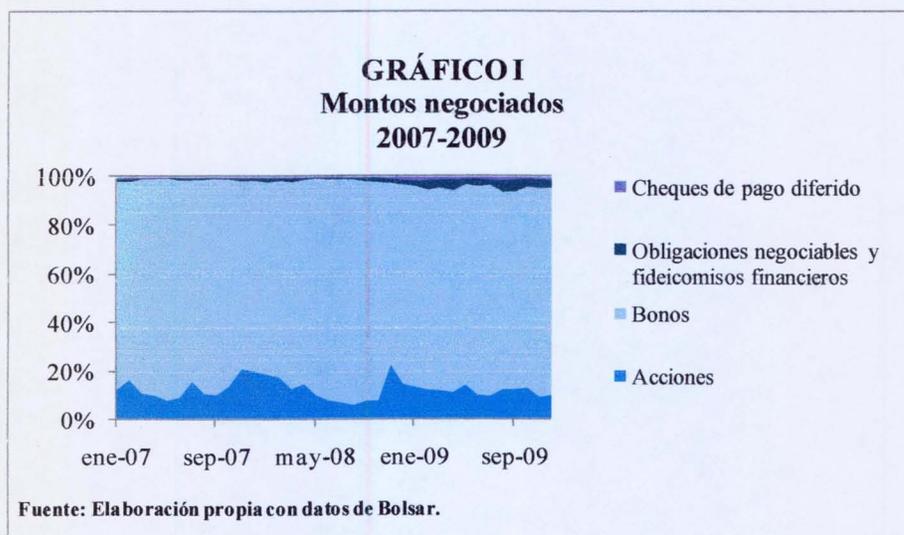
## **2. INTRODUCCIÓN AL TEMA**

El mercado de capitales argentino es el ámbito no monetario dentro del sistema financiero, utilizado por inversores públicos y privados para invertir excedentes y obtener financiamiento para realizar proyectos o reestructurar pasivos. En su seno se encuentran una diversidad de instrumentos plausibles de ser utilizados para cumplir con ambos fines.

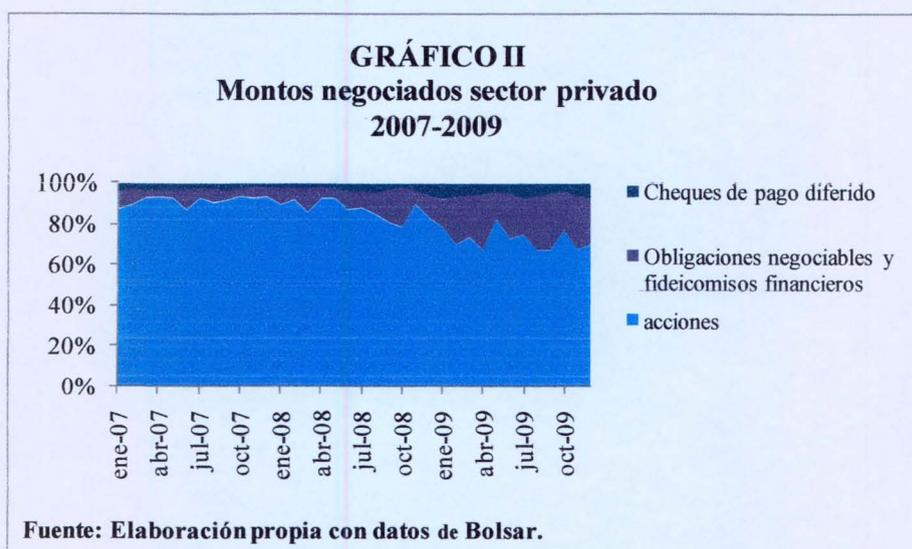
Si nos enfocamos en el lado de la financiación, las instituciones públicas tienen acceso a la emisión de títulos de renta fija (bonos), mientras que el sector privado puede optar entre la emisión de acciones, obligaciones negociables, fideicomisos financieros y operar con cheques de pago diferido. Cada uno de estos instrumentos posee características distintivas, que lo hacen más o menos atractivo para la empresa y para el inversor. Asimismo, como luego evidenciaremos, el comportamiento y las preferencias de las grandes empresas no es el mismo que el de las pymes.

<b>CUADRO I - MONTOS NEGOCIADOS 2007-2009</b>		
<b>Instrumento</b>	<b>Montos negociados (millones de pesos)</b>	<b>Participación</b>
Bonos	396.309,8	86,45%
Acciones	53.223,8	11,61%
Ob. Neg y fid. Fin.	6.786,0	1,48%
Cheques de pago dif.	2.121,1	0,46%
<b>Total</b>	<b>458.440,7</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Bolsar.



Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

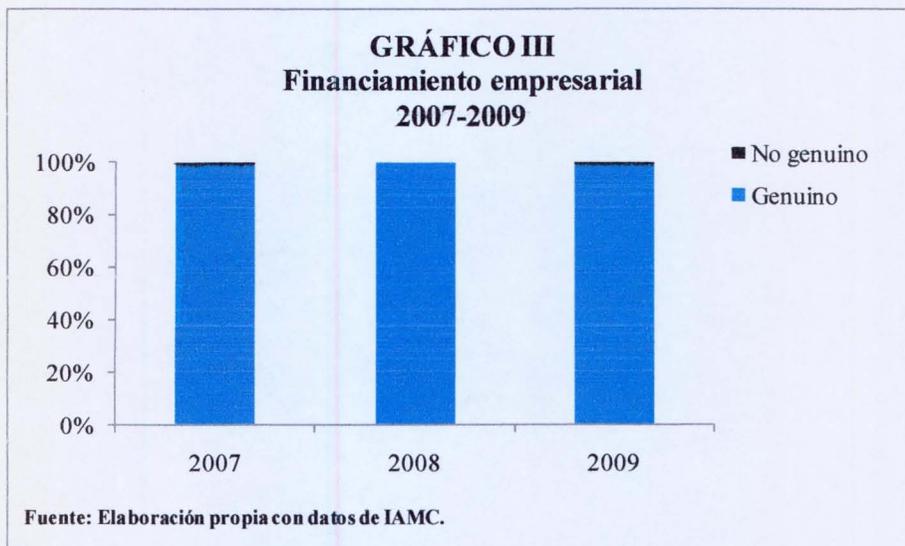


Mirando los gráficos precedentes, podemos observar que en el período 2007-2009, la mayor parte de las negociaciones consistió en operaciones con bonos. Ahora bien, dentro del sector empresarial, la mayoría de las operaciones se realizaron en acciones, seguidas por obligaciones negociables y fideicomisos financieros, y el último lugar fue ocupado por los cheques de pago diferido.

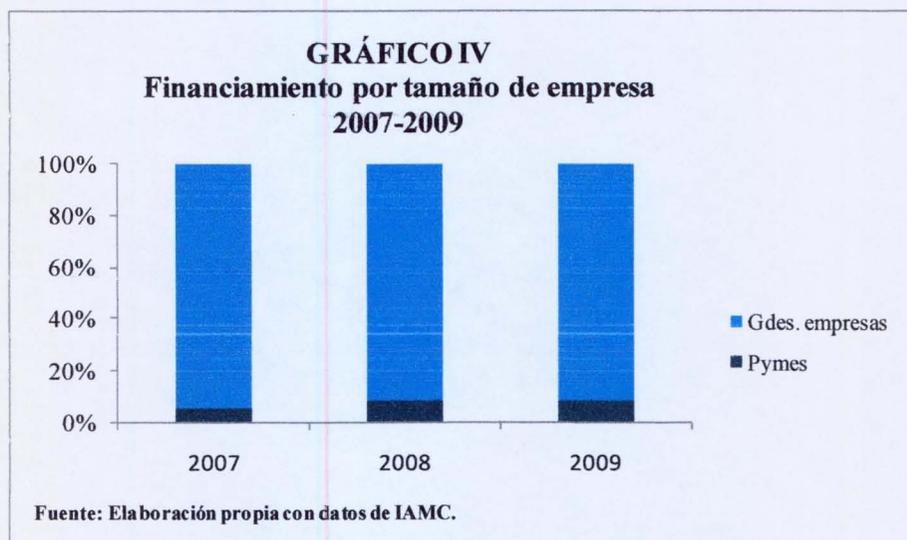
Enfoquémonos ahora en el financiamiento empresarial.

CUADRO II - FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL 2007-2009						
Año	Financ. Empresarial (millones de pesos)	Financiamiento genuino	Gdes. Empresas (millones de pesos)	Pymes (millones de pesos)	Participación	
					Gdes. Empresas	Pymes
2007	21.671,5	99,5%	20.522,9	1.148,6	94,7%	5,3%
2008	13.227,8	100,0%	12.090,2	1.137,6	91,4%	8,6%
2009	14.487,3	99,7%	13.299,4	1.188,0	91,8%	8,2%

Fuente: IAMC y BCRA.



En primer lugar, es interesante destacar que prácticamente la totalidad del financiamiento del sector privado en el mercado de capitales es genuino, es decir, consiste en nuevo financiamiento y no en reestructuraciones o productos estructurados (sintéticos). (7.1.)



Por otro lado, el gráfico anterior da cuenta de que en el período analizado más del 90% de la financiación empresarial en el mercado de capitales correspondió a las grandes empresas. Esta situación ilustra la poca capacidad que tienen las pymes para conseguir financiamiento a través del mercado, ya sea por desconocimiento del funcionamiento del mismo o por escasez de garantías. Tal es así, que en los últimos

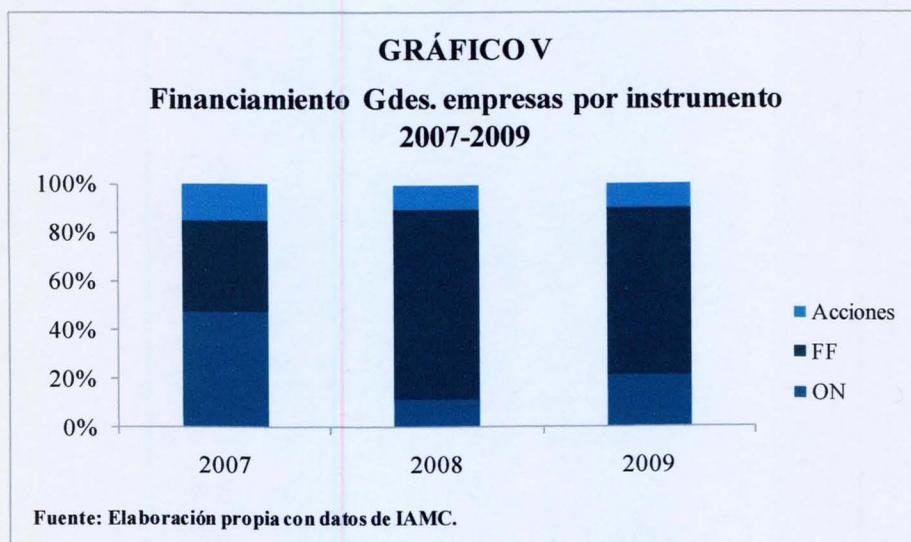
años, alrededor de solamente el 5% del financiamiento de estas empresas ha sido obtenido a través del mercado de capitales.

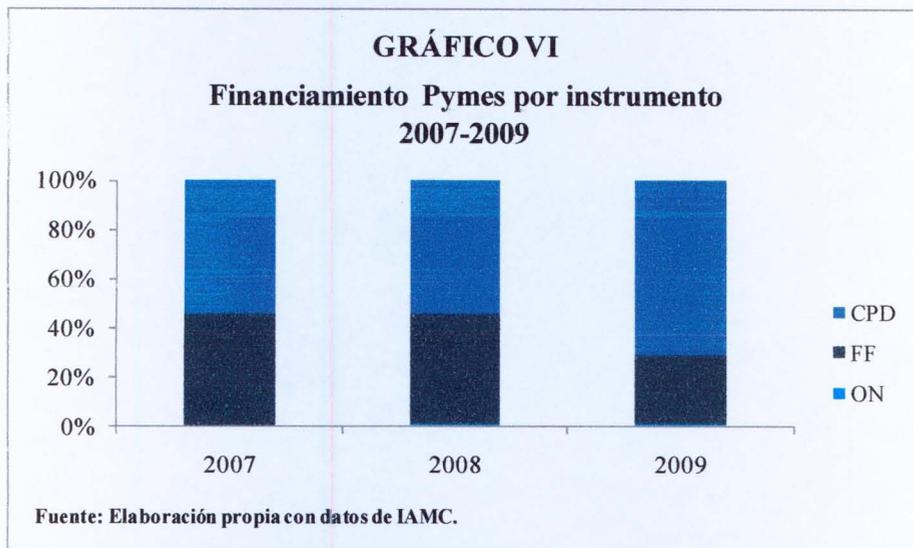
<b>CUADRO III - FINANCIAMIENTO GRANDES EMPRESAS 2007-2009</b>			
<b>Año</b>	<b>Acciones</b>	<b>Oblig. Negociables</b>	<b>Fideic. Financieros</b>
2007	14,9%	47,4%	37,7%
2008	10,5%	11,5%	78,0%
2009	10,0%	21,0%	69,0%

Fuente: IAMC.

<b>CUADRO IV - FINANCIAMIENTO PYMES 2007-2009</b>			
<b>Año</b>	<b>Cheques de pago dif.</b>	<b>Oblig. Negociables</b>	<b>Fideic. Financieros</b>
2007	54,0%	0,5%	45,5%
2008	53,9%	1,1%	45,0%
2009	71,0%	1,0%	28,0%

Fuente: IAMC.





Por último, en cuanto a las preferencias de financiación de estos dos grandes grupos, los gráficos anteriores nos indican que las grandes empresas han dado prioridad a las obligaciones negociables y a los fideicomisos financieros, y luego han optado por la emisión de acciones, mientras que las pymes han optado en mayor medida por la utilización de cheques de pago diferido, seguidos por fideicomisos financieros y han emitido muy pocas obligaciones negociables en términos relativos.

### 3. DESARROLLO DEL TRABAJO

### **3.1. MERCADO DE CAPITALES**

#### **3.1.1. FINANCIAMIENTO PÚBLICO**

##### **3.1.1.1. TÍTULOS PÚBLICOS**

Los títulos públicos representan la deuda emitida por el Estado Nacional, los estados provinciales o los municipios. Se trata de una promesa de pago por medio de la cual el emisor se compromete a devolver el capital que los inversores le prestan, más los intereses correspondientes, en un plazo determinado y según un cronograma acordado. Estos títulos pueden ser emitidos en pesos o en dólares y existen distintos tipos.

Tipos:

- Bonos con tasa fija: La tasa de interés está prefijada y es igual para toda la vida del bono.
- Bonos con tasa variable: La tasa de interés que paga en cada cupón es distinta, ya que está relacionada con una tasa de referencia, la cual puede variar. Algunas de las tasas de referencia más utilizadas para la emisión de bonos son la LIBOR (tasa interbancaria para préstamos en dólares en el mercado de Londres), PRIME (tasa preferencial para préstamos en el mercado norteamericano), BAIBOR (tasa interbancaria del mercado de Buenos Aires) y BADLAR (Tasa promedio pagada por los bancos en Argentina por plazos fijos en dólares por plazos de entre 30 y 35 días y por montos mayores o iguales a un millón de dólares).
- Cupón cero: El capital se paga al vencimiento y no se pagan intereses.
- Con opciones incorporadas: Incluyen opciones especiales, de venta o compra.
- Convertibles: Pueden ser canjeados por otros bonos o por acciones.
- Bullet: Pagan capital e intereses al vencimiento.

- Perpetuos: No devuelven el capital, sino que pagan intereses regularmente en forma indefinida.

#### Ventajas de operar con Bonos:

- Certeza del cobro de la renta al vencimiento, ya que este tipo de instrumento tiene un cronograma de pagos prefijado por lo cual los inversores perciben la renta estipulada y la devolución del capital en la forma y plazo acordados.
- Liquidez, debido a que si bien se pueden mantener hasta el vencimiento, un inversor puede decidir venderlos en el mercado en cualquier momento previo a esa fecha.
- Existen variados tipos de títulos que se adecúan a los distintos perfiles de inversores de acuerdo a plazos, tasas y otras condiciones establecidas en la emisión.

Habiendo repasado las características de este instrumento de financiación del sector público, veamos las emisiones de bonos que se han realizado en el período de nuestro interés.

<b>CUADRO V - EMISIONES DE TÍTULOS PÚBLICOS 2007-2009</b>			
<b>Instrumento</b>	<b>Fecha de emisión</b>	<b>Cupón</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>
Bono de la Nación Argentina en dólares estadounidenses (Bonar X)	17/04/2007	7%	17/04/2017
Bono de la Nación Argentina en pesos (Bonar V)	12/06/2007	10,50%	12/06/2012
Bono de la Nación Argentina en pesos (Bonar 2013)	04/04/2008	BADLAR +350 p.b.	04/04/2013
Bono de la Nación Argentina en pesos (Bonar 2014)	30/01/2009	BADLAR +275 p.b.	30/01/2014
Bono de la Nación Argentina en pesos (Bonar 16)	18/03/2009	BADLAR +325 p.b.	18/03/2016
Bono de la Nación Argentina en pesos (Bonar 15)	10/09/2009	BADLAR +300 p.b.	10/09/2015

Fuente: Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía.

Miremos ahora qué ha ocurrido con los índices de bonos (6.1.):

Año	Cortos		Largos	
	En pesos	En dólares	En pesos	En dólares
2007	430,6	243,08	1087,73	517,51
2008	356,48	178,57	607,06	235,36
2009	1076,38	393,68	1372,56	673,78

Fuente: IAMC.

Notamos entonces una caída para todas las clases de índices del IAMC en el año 2008 seguida de una recuperación en el 2009.

### **3.1.2. FINANCIAMIENTO PRIVADO**

#### **3.1.2.1. ACCIONES**

Las acciones son títulos que representan una parte del capital social de una Sociedad anónima.

Tipos:

- Acciones ordinarias: Otorgan derecho a voto y poseen derechos económicos en igual proporción a su participación en el capital social. Como principio, cada acción ordinaria da derecho a un voto, pero el estatuto puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción.
- Acciones preferidas: Otorgan una preferencia económica o dividendos de cobro preferentes con respecto a las acciones ordinarias.
- Acciones de participación: Representan una participación en el capital social pero carecen de derecho a voto.
- Acciones no rescatables: Sólo pueden ser rescatadas como consecuencia de una reducción de capital decidida por la asamblea de accionistas, sin que el plazo de dicho rescate esté fijado al momento de la emisión o quede librado a opción del accionista.

- Acciones rescatables: Son aquéllas cuyo rescate o compra total o parcial por la emisora o por terceros está fijado en el tiempo o librado a opción del accionista.

#### Ventajas de financiarse con acciones:

- La firma se cubre de la volatilidad de los retornos, ya que cuando los retornos son altos, los dividendos que pagan las acciones suelen ser mayores y cuando los retornos son bajos, los dividendos suelen ser menores.
- Compartir el riesgo con los nuevos accionistas.
- Obtener recursos líquidos sin ampliar el pasivo.
- Acceder a una valuación objetiva de la firma.
- Mejorar la imagen corporativa.

#### Desventajas de financiarse con acciones:

- La emisión de acciones implica la decisión de incorporar socios a la firma, de este modo también implica compartir los beneficios y las decisiones estratégicas.
- Como toda firma que se financia en el mercado de capitales, ante la emisión de acciones se debe presentar información de balances auditados para ser conocida públicamente.
- A medida que se incorporan socios a la firma, la toma de decisiones es menos personalizada y muchas veces la emisión implica ceder directores a los inversores minoristas.

Habiendo descrito las ventajas y desventajas de financiarse con acciones, veamos ahora qué ha ocurrido con este instrumento de financiación en los años de estudio.

En primer lugar, el cuadro a continuación nos indica las empresas que suscribieron acciones en el período de estudio.

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

CUADRO VII - EMPRESAS QUE COLOCARON ACCIONES POR SUSCRIPCIÓN 2007-2009		
2007	2008	2009
Pampa Holding S.A.	Colorín I.M.S.S.A.	Petrolera del Conosur S.A.
Alpargatas S.A.	Instituto Rosembusch S.A.	Aluar Aluminio Argentino S.A.
Edenor S.A.	Solvay Indupa S.A.	
Banco Patagonia	Socotherm América	
Euromayor S.A. de Inversiones	Consultatio S.A.	
Mañana S.A. de Seguros de Personas	Agroamerican Group S.A.	
Cía. Industrial Cervecera S.A.	Ribeiro S.A.C.I.F.	
Grupo Clarín S.A.	Banco Santander S.A.	
Grafex S.A.		
Emp. Distribuidora Eléctrica S.A.		
Cresud S.A.		
IRSA		
Petroq. Comodoro Rivadavia S.A.		

Fuente: CNV.

Por otro lado, los cuadros siguientes presentan las acciones que tuvieron el mayor rendimiento en el período analizado.

CUADRO VIII - ACCIONES CON MAYOR RENDIMIENTO EN 2007	Variación anual	
	en pesos	en dólares
Quickfood	295,7%	285,9%
Longvie	177,6%	170,6%
Pertrak	165,0%	158,5%
Molinos Juan Semino	158,9%	152,6%
Morixe hnos.	155,4%	149,1%
Socotherm Americas	153,6%	147,3%
Molinos Río de la Plata	151,2%	145,0%
Petróleo brasilero acc. Ordinarias	149,1%	143,0%
Grimoldi	147,3%	141,4%
Petróleo brasilero acc. Preferidas	139,4%	132,3%

Fuente: IAMC

CUADRO IX - ACCIONES CON MAYOR RENDIMIENTO EN 2008	Variación anual	
	en pesos	en dólares
Cía. Argent. De Comodoro Rivadavia	50,0%	56,0%
YPF	44,6%	32,0%
Mercado de Valores de Bs.As.	25,0%	29,6%
García Reguera	14,3%	11,5%
Rigoleau	13,8%	4,1%
Molinos Río de la Plata	13,5%	3,3%
Carlos Casado	8,8%	-0,4%
Acindar	8,2%	1,7%
Estrada	7,1%	-2,0%
Euromayor de inversiones	1,6%	-7,0%

Fuente: IAMC

CUADRO X - ACCIONES CON MAYOR RENDIMIENTO EN 2009	Variación anual	
	en pesos	en dólares
Boldt Gaming	243,3%	211,7%
Banco Patagonia	234,0%	203,2%
Mirgor	224,9%	195,0%
Molinos Juan Semino	205,1%	177,0%
Carbochlor	193,5%	166,5%
Boldt	188,9%	159,7%
Banco Hipotecario	177,4%	151,9%
Banco Macro	176,3%	150,9%
S.A. San Miguel	173,9%	148,7%
Grupo Financiero Galicia	156,0%	132,4%

Fuente: IAMC

Notamos de esta manera una importante caída en los rendimientos de las acciones en el año 2008 y una recuperación en el 2009.

### 3.1.2.2. OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Las obligaciones negociables (ON) son bonos corporativos, es decir, poseen características muy similares a las de los bonos de organismos nacionales, pero el emisor es una entidad privada.

Estos títulos, como veremos luego, son emitidos tanto por pymes como por grandes empresas.

Los valores de corto plazo (VCP) son ON emitidas a un plazo inferior a un año y que incluyen un solo pago de capital e intereses, el cual se concreta al vencimiento.

Tipos de ON:

- **Simple:** Son aquellas que representan un pasivo para la emisora y para el inversor un derecho de cobro de capital e interés.
- **Convertibles:** A diferencia de las ON simples, otorgan la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones de la emisora al

precio que se haya determinado en la suscripción de las ON. Las sociedades por acciones son las únicas autorizadas a emitir ON convertibles.

- Con garantía común: El patrimonio del emisor garantiza la emisión.
- Con garantía especial: Determinados bienes se afectan como garantía de la emisión, por ejemplo un inmueble.
- Con garantía flotante: La garantía se encuentra representada por todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros o una parte de ellos, de la sociedad emisora.
- Con otras garantías: La garantía está compuesta por prenda con registro, prenda común, cesión fiduciaria de créditos, aval o fianza personal.

#### Ventajas de financiarse con ON:

- Diversidad de estructuración de las obligaciones negociables: Permite a la emisora diseñar la financiación de acuerdo a sus necesidades y proyecciones particulares.
- Conversión en acciones: Las ON pueden emitirse con la posibilidad de que el inversor pueda convertirlas en acciones, lo que evita que la emisora realice desembolsos para cancelar su deuda.
- Programa global: La empresa puede emitir ON en el marco de un programa global, lo que le permite solicitar la autorización de emisión de un monto máximo que podrá completar mediante diversas series.
- Ventajas impositivas: Las emisoras de ON cotizantes en Bolsa tienen una exención del impuesto al valor agregado sobre la totalidad de las prestaciones relativas a la emisión, suscripción y colocación del título.

#### Desventajas de financiarse con ON:

- Al ser las ON instrumentos de deuda de entidades privadas, en muchos casos requieren pagar un interés adicional sobre el que pagan los títulos públicos y de esta manera, ante perturbaciones financieras locales suele ser muy dificultosa la emisión a tasas convenientes.

- Como todo endeudamiento, la emisión de ON implica un apalancamiento para la firma, de modo que un exceso de endeudamiento puede incrementar la volatilidad de los retornos de la firma, y por ende, perjudicar a los accionistas.
- Al igual que con la emisión de acciones, la firma que se financia en el mercado de capitales debe presentar información de balances auditados, con el objeto de ser conocida públicamente.

Veamos ahora qué ha ocurrido con las emisiones de obligaciones negociables en el período de estudio.

<b>CUADRO XI - EMISIONES ON 2007-2009</b>		
<b>Año</b>	<b>Mill. de pesos</b>	<b>Cantidad</b>
2007	10.227	34
2008	1.273	10
2009	2.592	36

Fuente: CNV y BCRA.

Observemos, por otro lado, las pequeñas y medianas empresas que han colocado obligaciones negociables en el período de nuestro interés.

<b>CUADRO XII - PYMES QUE COLOCARON ON EN 2007-2009</b>		
<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Worldfabrics S.A. Plásticos Homero Pet. S.A. Alvarez Hermanos S.A.C.e.I. Petropack S.A. Estab. Metal. Cavana S.A. Sport's Life S.A.	Regional Trade S.A. Worldfabrics S.A. Coop. Agríc. Ganad. De Arroyo Corral Ltda. Cerámica Santiago S.A. Savant Pharm S.A. Alvarez Hermanos S.A.C.e.I. Tubos Trans Electric S.A.	UMBRO Argentina S.A. BAE Negocios S.A. Ovoprot International S.A. Alvarez Hermanos S.A.C.e.I. Regional Trade S.A. Edesur S.A. Data 2000 S.A. Trantor S.A.
<b>Total: 22 millones de pesos</b>	<b>Total: 18 millones de pesos</b>	<b>Total: 37 millones de pesos</b>

Fuente: CNV.

Finalmente, miremos las empresas que colocaron valores de corto plazo en el período analizado.

<b>CUADRO XIII - EMPRESAS QUE COLOCARON VCP EN 2007-2009</b>		
<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Bazar Avenida S.A. Valle de Las Leñas S.A. Atlantis S.A. Banco Finansur S.A. Consumo S.A.	Banco Finansur S.A. Nuevo Banco Industrial de Azul S.A. Atlantis S.A. Bazar Avenida S.A. Valle de Las Leñas S.A. Consumo S.A.	Bazar Avenida S.A. Banco Finansur S.A. Atlantis S.A. Central Piedra Buena S.A. Frávega S.A.C.I.e.I. Garbarino S.A.C.I.e.I. Banco Superville S.A.
<b>Total: 89 millones de pesos</b>	<b>Total: 197 millones de pesos</b>	<b>Total: 318 millones de pesos</b>
Fuente: CNV.		

### 3.1.2.3. FIDEICOMISOS FINANCIEROS

El Artículo 1 de la Ley de Fideicomisos (Ley 24.441) define al fideicomiso de la siguiente manera:

“Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

Dentro del conjunto de fideicomisos existen los fideicomisos financieros (FF). En este tipo de contrato, el fiduciante es una entidad que desea financiarse a través de la titularización de algún activo. En este sentido, otorga el derecho a administrar una parte de sus activos (activos fideicomitados) a un fiduciario (que en general es una entidad financiera reconocida) para que con la garantía del activo suministrado por el fiduciante venda en el mercado certificados de deuda fiduciaria, que son instrumentos que dan derecho a un flujo de dinero (en general atado al rendimiento de los activos fideicomitados por el fiduciante) y administrados por el fiduciario. Cualquier compañía puede otorgar parte de sus activos a un fiduciario para que pueda titularizarlos y realizar una oferta pública de los de valores de deuda fiduciaria, obteniendo así financiamiento.

#### Ventajas de financiarse con FF:

- Reduce el costo de endeudamiento, ya que disminuye el riesgo total al aislar el riesgo del emisor.
- Otorga liquidez a activos que no eran negociables.
- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- Elimina las restricciones de endeudamiento que se aplican sobre los balances de la empresa, ya que la titularización permanece fuera del balance del emisor, así éste puede continuar obteniendo financiamiento sin mostrar un alto nivel de apalancamiento.
- Elimina la intermediación bancaria.
- Brinda acceso a capitales extranjeros a un costo inferior al riesgo país.
- La calificación de la cartera titularizada es independiente de la calificación de la empresa.

#### Limitaciones de los Fideicomisos financieros:

- Son pocos los fideicomisos financieros con oferta pública que facilitan el acceso al crédito a las pymes. En general, son contratos elaborados por grandes empresas para financiar sus proyectos de inversión a mejores tasas.
- Se transmite la propiedad fiduciaria de los bienes, por lo que el fiduciante deja de ser el dueño de ellos.

Veamos ahora qué ha ocurrido con las colocaciones de los fideicomisos financieros, teniendo en cuenta las emisiones de las pymes y de las grandes empresas.

<b>CUADRO XIV - COLOCACIONES FF 2007-2009</b>	
<b>Año</b>	<b>Monto</b>
2007	675 millones de pesos
2008	821 millones de pesos
2009	798 millones de pesos

Fuente: IAMC y BCRA.

<b>Año</b>	<b>Gdes. Empresas</b>	<b>Pymes</b>
2007	190	37
2008	204	29
2009	164	24

Fuente: IAMC.

### **3.1.2.4. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**

El sistema de descuento de cheques de pago diferido (CPD) en el mercado de capitales permite a quien posee cheques a cobrar en un futuro (por un plazo mínimo de 30 días y máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en el mercado. Por otro lado, quien posee fondos líquidos, puede comprar estos cheques a cambio de una ganancia.

Los CPD pueden ser avalados o patrocinados:

- **Segmento Avalado:** Las pymes negocian cheques propios o de terceros en la Bolsa a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR), la cual garantiza el pago.
- **Segmento Patrocinado:** Las empresas autorizadas por la Bolsa son quienes emiten los cheques para negociarse en el mercado de capitales.

Algunos de los beneficios de financiarse con CPD son:

- Negociar cheques propios y de terceros.
- Brindar asistencia a pymes proveedoras.
- Acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.
- Acceder a tasas similares a las obtenidas por las grandes empresas al contar con el aval de una SGR.

#### Limitaciones de operar con CPD:

- Las pequeñas y medianas empresas necesitan el aval de una Sociedad de garantía recíproca para negociar los cheques, ya que no cuentan con las garantías suficientes por sí mismas.

Veamos ahora cómo se ha comportado este instrumento de financiación, tanto en sus operaciones como en sus tasas de interés y plazos de negociación, teniendo en cuenta los dos segmentos, es decir, el avalado y el patrocinado.

<b>Año</b>	<b>Monto</b>	<b>Nº de cheques</b>
2007	612 millones de pesos	22.145
2008	648 millones de pesos	26.057
2009	863 millones de pesos	31.468

Fuente: IAMC.

<b>Año</b>	<b>Avalados</b>	<b>Patrocinados</b>
2007	12,33%	15,65%
2008	17,02%	21,29%
2008	16,25%	24,12%

Fuente: IAMC.

<b>Año</b>	<b>Avalados</b>	<b>Patrocinados</b>
2007	122 días	84 días
2008	106 días	82 días
2008	104 días	56 días

Fuente: IAMC.

Se observa de esta manera que las operaciones con CPD se han incrementado en los años de estudio, mientras que las tasas de interés y los plazos han aumentado en el 2008 y han descendido en el 2009.

## **3.2. ELIMINACIÓN DE LAS AFJP Y CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL**

### **3.2.1. ELIMINACIÓN DE LAS AFJP**

Las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones fueron creadas por la Ley 24.241 el 22 de septiembre de 1993, ley que entró en vigencia el 15 de julio de 1994. Su funcionamiento estaba regulado por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), entidad autárquica con autonomía funcional y financiera, en jurisdicción del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Al trabajador que optaba por este sistema, se le asignaba una cuenta de capitalización Individual, a la que debía aportar, obligatoriamente, el 11% de su salario, y a la vez podía realizar aportes voluntarios. La cuenta era de su propiedad, pero administrada financieramente por la AFJP de su elección, quien fijaba una comisión para tales fines. Cuando el trabajador se jubilaba, podía optar por transferir el dinero acumulado a una compañía de seguro de retiro para la compra de una renta vitalicia previsional, o retirarlo directamente de su cuenta en forma de pagos programados. De esta manera, las AFJP administraban el capital acumulado, inyectando parte de los fondos administrados en el mercado de capitales y obteniendo una rentabilidad para los ahorristas y para sí misma.

Luego de algunos años de grandes ganancias para estas administradoras, el efecto de la crisis financiera internacional, sumado a algunos trastornos de índole doméstico (entre los que se destacan el conflicto entre el Gobierno y el sector agrario luego de la reforma a las retenciones móviles en el 2008 y la declaración de cesación de pagos en el 2001), provoca que los activos en los cuales estas firmas tenían invertidos sus fondos comenzaran a perder valor.

Tal es así, que en el último trimestre del 2008, el Estado debió hacerse cargo del pago de los haberes del 77% de los 446.000 jubilados de las AFJP. Esta circunstancia motivó a que el 21 de octubre del mismo año, el Gobierno anunciara la decisión de traspasar los fondos de estas firmas a la ANSES. Tras el anuncio, estas compañías modificaron sus carteras vendiendo acciones y bonos para cambiarlos por dólares, provocando importantes bajas en sus cotizaciones.

Finalmente, a partir del 9 de diciembre del 2008, entró en vigencia la Ley 26.425 que creó el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y eliminó el régimen de capitalización, absorbido y sustituido por el régimen de reparto. Al momento de sancionarse la ley tendiente a eliminarlas, existían diez AFJP: Arauca Bit, Consolidar, Profesión Auge, Futura, Previsol, Máxima, Met, Nación, Orígenes y Unidos.

Habiendo repasado la historia de estas compañías, veamos ahora su importancia en el mercado de capitales argentino. En primer lugar, el cuadro a continuación muestra los instrumentos en los cuales podían invertir los fondos. Los mismos están establecidos, junto con su participación máxima en el fondo computable (y mínima en algunos casos), en el Artículo 16 de la Instrucción SAFJP N° 17/2007:

<b>CUADRO XIX - INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN DE LAS AFJP</b>		
<b>Instrumento</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
Títulos públicos, letras del Tesoro o préstamos en donde resulte deudora la Nación	0%	100%
Títulos públicos provinciales, municipales o emitidos por empresas y organismos públicos	0%	30%
Obligaciones negociables emitidas a dos o más años de plazo	0%	40%
Obligaciones negociables emitidas a menos de dos años de plazo	0%	20%
Obligaciones negociables convertibles en acciones	0%	40%
Obligaciones negociables convertibles en acciones emitidas por empresas privatizadas	0%	20%
Depósitos a plazo fijo	0%	30%
Acciones	0%	50%
Acciones de empresas privatizadas	0%	20%
Cuotapartes de Fondos comunes de inversión	0%	20%
Títulos emitidos por Estados extranjeros u organismos internacionales	0%	10%
Títulos de Sociedades extranjeras	0%	10%
Contratos de futuros y opciones	0%	10%
Cédulas y letras hipotecarias	0%	40%
Títulos de fondos de inversión directa	0%	10%
Fideicomisos financieros estructurados	0%	10%
Otros Fideicomisos financieros	0%	20%
Títulos valores representativos de deuda tendientes a financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en Argentina	5%	20%

Fuente: SAFJP.

Miremos ahora las tenencias reales y la participación de las AFJP en las acciones más líquidas, al 30 de septiembre del 2008 (7.2.):

<b>CUADRO XX - INVERSIONES DE AFJP AL 30/09/2008</b>		
<b>Inversiones</b>	<b>Millones de pesos</b>	<b>%</b>
Tenencias de efectivo y depósitos a plazo	8.403	8,9%
Deuda pública (nacional, provincial y cupones del PBI)	56.277	59,6%
Acciones, fideicomisos y fondos de inversión nacionales	19.285	20,4%
Acciones, fideicomisos y fondos de inversión extranjeros	9.031	9,6%
Fondos de inversión directa, hipotecarios y de infraestructura	627	0,7%
Resto	819	0,9%
<b>Total</b>	<b>94.442</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: IERAL

<b>CUADRO XXI - PARTICIPACIÓN DE LAS AFJP EN ACCIONES AL 30/09/2008</b>			
<b>Empresa</b>	<b>Free float (1)</b>	<b>Tenencia AFJP(2)</b>	<b>Participación (2)/(1)</b>
Siderar	39%	23%	59%
Edenor	49%	23%	47%
TGS	45%	20%	44%
Macro	64%	24%	38%
Telecóm	45%	15%	33%
Francés	24%	6%	25%
PBE	41%	9%	22%
Pampa	81%	16%	20%
Gpo. Galicia	77%	14%	18%
Tenaris	40%	2%	5%

Fuente: IERAL

Vemos de esta manera que la mayor participación en las inversiones de las AFJP, de casi 60%, correspondía a los bonos (títulos públicos nacionales, provinciales y de la Ciudad), básicamente por dos motivos, primero por los límites de inversión en otros activos, y segundo por las altas tasas de interés en dólares que ofrecía el Estado previo a la devaluación.

Asimismo, también revestían importancia en las inversiones realizadas por estas Administradoras las acciones, fideicomisos y fondos de inversión nacionales, con una participación mayor al 20%.

Notamos, por otro lado, que el último puesto es ocupado por las inversiones en la economía real, de solamente 0,7%.

De esta manera, resulta claro que las principales inversiones de las AFJP consistían en instrumentos del mercado de capitales local.

En cuanto a las acciones, el último cuadro ilustra que las AFJP cumplían un rol determinante en el financiamiento de empresas a través del mercado de capitales, contando con una participación de entre 5% y 59% en las acciones más líquidas.

### **3.2.2. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL**

La crisis financiera internacional tiene su origen en las hipotecas subprime de Estados Unidos. Luego de los atentados del 2001, Estados Unidos comienza una política de baja de tasas de interés para incentivar la economía. De esta manera, la tasa de descuento (interés que cobra la Reserva Federal en préstamos a los Bancos) pasa del 6,5% en diciembre del 2000 al 1% en junio del 2003. Este exceso de liquidez lleva a los bancos a otorgar créditos hipotecarios a clientes subprime, es decir a aquellos con dudosa capacidad de pago, quienes hasta ese momento no habían tenido acceso a tal financiación. Esto lo hacen amparados en que el precio de los inmuebles continuaba en constante aumento, y que en el peor de los casos, si los clientes dejaban de pagar, el banco vendería el inmueble y cubriría el valor del préstamo otorgado. Tal es así que mientras que en el 2002 el volumen de créditos subprime representaba el 7% del mercado hipotecario, en el 2007 constituía el 12,5%. Pero con el boom de estos préstamos surge un fuerte incremento en la oferta de los inmuebles, lo que lleva a una baja en sus precios.

Los bancos no eran los únicos involucrados en el negocio de las hipotecas. Las hipotecas bancarias eran vendidas a otras instituciones, quienes las dividían en títulos respaldados por hipotecas residenciales. Estos títulos, a su vez, eran subdivididos y vendidos como obligaciones de deuda garantizadas en el mercado de capitales.

En el 2004, debido a una incipiente inflación en Estados Unidos, la Reserva federal decide subir la tasa de descuento, la cual pasa del 1% en el 2003 al 5,25% en el 2006. La mayoría de las hipotecas subprime pagaban una tasa variable luego de los primeros años, por lo cual, tras la suba en las tasas y el valor de las propiedades en descenso, estos clientes ya no pudieron continuar cumpliendo con sus obligaciones, mientras que los bancos ya no podían colocar las propiedades ejecutadas a nuevos clientes.

Pronto el mercado tomó conciencia de que existía un grave problema en torno a las obligaciones de deuda garantizadas, ya que se comenzó a percibir que no había ninguna garantía detrás de estos títulos, por causa del incumplimiento de los clientes subprime. Sumado a esto, existían otros problemas, porque los bancos e instituciones financieras no sabían cuánto valían estas obligaciones, ya que el mercado del sector prácticamente se había derrumbado. Este contexto adverso repercutió negativamente en la economía de Estados Unidos, sin embargo el punto cúlmine de la crisis corresponde al anuncio de la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre del 2008, una de las principales compañías que invertían en el mercado de capitales y con más de 150 años de antigüedad. Cuando el anuncio de quiebra se hizo público, los mercados reaccionaron rápidamente, la fuga de capitales fue masiva para todos los países, evidenciándose caídas en los precios de activos y derivados financieros a nivel global.

De esta manera, la crisis que comenzó a transmitirse al resto del mundo por el canal financiero, luego alcanzaría el derrame a la economía real a través de la retracción del comercio, la caída en el precio de commodities y petróleo, la fuga de capitales hacia activos menos riesgosos, y el deterioro del valor de activos como bonos, acciones y derivados. Todas estas circunstancias generaron problemas de liquidez, empeoramiento de las condiciones de las empresas para financiarse a través del mercado de capitales emitiendo títulos de deuda (lo que implica mayores tasas de interés y menor nivel de actividad), y restricción en el acceso al crédito por parte de empresas e individuos debido a la fuga de depósitos bancarios. Y este derrame de la crisis se ha producido con tal envergadura debido a que en el 2007, la participación de los Estados Unidos en el PBI mundial era de 25,4%, muy superior al de cualquier otra economía.

Habiendo explicado en origen de la crisis financiera internacional, analicemos ahora a través de datos macroeconómicos (7.3.) sus repercusiones en la economía argentina y en las principales economías del mundo.

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

CUADRO XXII - INDICADORES MACROECONÓMICOS - COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES - 2007-2008				
Indicadores (en dólares corrientes)	Estados Unidos		Argentina	
	2007	2008	2007	2008
Producto Bruto Interno (PBI)	13.741.600.000.000	14.093.300.000.000	262.421.000.000	328.465.000.000
Producto Bruto Interno per cápita	45.609	46.350	6.645	8.236
Inversión extranjera directa, entradas netas	275.758.000.000	319.737.000.000	6.473.150.000	9.752.902.870
Capitalización de compañías que cotizan en Bolsa	19.947.300.000.000	11.737.600.000.000	86.684.200.000	52.309.391.298
Tasa de desempleo (% de la población activa total)	4,6	5,8	9,2	7,3

Fuente: Banco Mundial.

CUADRO XXIII - INDICADORES MACROECONÓMICOS - COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES - 2007-2008 (2º parte)				
Indicadores (en dólares corrientes)	Brasil		España	
	2007	2008	2007	2008
Producto Bruto Interno (PBI)	1.333.270.000.000	1.575.150.000.000	1.437.910.000.000	1.604.230.000.000
Producto Bruto Interno per cápita	7.013	8.205	32.040	35.215
Inversión extranjera directa, entradas netas	34.584.901.025	45.058.156.304	71.497.621.690	71.206.928.807
Capitalización de compañías que cotizan en Bolsa	1.370.380.000.000	589.384.000.000	1.800.100.000.000	946.113.000.000
Tasa de desempleo (% de la población activa total)	9,3	7,9	8,3	11,3

Fuente: Banco Mundial.

CUADRO XXIV - INDICADORES MACROECONÓMICOS - COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES - 2007-2008 (3º parte)						
Indicadores (en dólares corrientes)	Reino Unido		China		Japón	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Producto Bruto Interno (PBI)	2.803.460.000.000	2.674.060.000.000	3.382.260.000.000	4.327.000.000.000	4.380.510.000.000	4.910.840.000.000
Producto Bruto Interno per cápita	45.955	43.541	2.566	3.267	34.284	38.455
Inversión extranjera directa, entradas netas	197.766.000.000	93.505.671.175	138.413.000.000	147.791.000.000	22.180.067.084	24.551.812.047
Capitalización de compañías que cotizan en Bolsa	3.858.510.000.000	1.851.950.000.000	6.226.310.000.000	2.793.610.000.000	4.453.470.000.000	3.220.490.000.000
Tasa de desempleo (% de la población activa total)	5,3	5,6	4,0	4,3	3,9	4,0

Fuente: Banco Mundial.

Los guarismos de los cuadros precedentes dan cuenta del comportamiento de las principales economías del mundo en el año de la crisis financiera internacional y en el año previo. Mirando los números podemos notar que Argentina, aunque expuesta a la crisis como el resto de los países del grupo, presenta uno de los mejores comportamientos en el 2008 respecto al año anterior. Tal es así que posee uno de los mayores aumentos del PBI y del PBI per cápita, solo superada por China. De esta manera, tras el desarrollo de la crisis financiera, el producto bruto interno aumenta en más del 25% y los ingresos per cápita en casi un 24%.

Asimismo, dentro del grupo de países seleccionados, Argentina tiene el mayor crecimiento en el ingreso neto de inversiones directas, superior al 50%.

Por otro lado, si tenemos en cuenta la capitalización bursátil, aunque el 2008 fue un mal año para todos los países, Argentina presenta una de las menores pérdidas, detrás de Japón.

Por último, en cuanto a la tasa de desempleo, Argentina presenta la mayor caída en el 2008, de más del 20%, siendo que la mayoría de los países ostentan un crecimiento en este indicador.

### **3.3. EFECTOS DE LA ELIMINACIÓN DE LAS AFJP Y DE LA CRISIS GLOBAL EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO**

Habiendo descrito la importancia de las AFJP en el mercado de capitales y los mecanismos de transmisión de la crisis de las hipotecas subprime, pasemos a analizar los efectos que estos cambios, desatados a nivel doméstico e internacional, han provocado en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.



Notamos que la caída más pronunciada en las operaciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) corresponde a noviembre del 2008, justamente después del anuncio de la eliminación del régimen de capitalización, lo que no parece extrañar, ya que, como ya hemos visto, las AFJP eran unos de los principales jugadores del mercado. De esta manera, y tal como indica el cuadro a continuación, los títulos públicos retroceden en un mes 84,20%, las acciones 45,98%, Las obligaciones negociables y fideicomisos financieros 83,69% y los cheques de pago diferido 16,49%.

<b>Instrumento</b>	<b>oct-08</b>	<b>nov-08</b>	<b>variación</b>
Bonos	26.730	4.224	-84,20%
Acciones	2.321	1.254	-45,98%
ON y FF	570	93	-83,69%
CPD	52	44	-16,49%

Fuente: Bolsar.

En cuanto a la crisis financiera internacional, el mercado argentino logró mantenerse relativamente aislado de las turbulencias externas hasta comienzos del último trimestre del 2008. Esta circunstancia se debió en parte a factores estructurales en los que la economía argentina ha mejorado, como (1) la desdolarización de pasivos, (2) la acumulación de reservas y (3) la disminución en la exposición al crédito externo, y en parte a factores externos, como (4) la política monetaria expansiva de los países desarrollados y (5) los altos precios de los commodities.

(1) En el cuadro siguiente observaremos las obligaciones financieras del BCRA en pesos y en dólares.

<b>Período</b>	<b>Letras del BCRA Pesos (Millones de pesos)</b>	<b>Letras del BCRA Dólares (Millones de pesos)</b>
ene-07	41.042	55
jun-07	57.793	57
dic-07	51.080	0
jun-08	49.946	0
sep-08	48.688	0

Fuente: Mecon

(2) Con el objeto de mantener el tipo de cambio estable, y ante el ingreso de dólares por parte del sector exportador argentino, el Banco Central (BCRA) ha salido a comprar dólares, incrementando así el monto de las reservas, como muestra en gráfico a continuación.

Fecha	Monto (mill. dólares)
02/01/2007	32124
28/12/2007	46176
29/09/2008	47115

Fuente: BCRA.

(3) En el cuadro siguiente observaremos que la deuda externa total argentina disminuyó respecto a su participación en el Producto bruto interno en más de un 20% del 2007 al 2008.

Año	% del PBI
2007	47,8
2008	38,1

Fuente: Ministerio de Economía.

(4) La política monetaria expansiva de los países desarrollados genera un incremento en las compras y en las inversiones al exterior. Como puede verse en el siguiente gráfico, Argentina ha incrementado tanto sus ventas al exterior como la recepción de inversiones directas en el 2008 respecto al año anterior.

Período	Monto (Mill. dólares)
mar-07	4.329
jun-07	4.381
sep-07	4.705
dic-07	5.623
mar-08	5.230
jun-08	5.233
sep-08	6.768

Fuente: INDEC.

<b>CUADRO XXX - IED - 2007-2008</b>	
<b>Período</b>	<b>Monto (Mill. dólares)</b>
jun-07	72.842
dic-07	76.778
jun-08	86.826
dic-08	79.902

Fuente: INDEC.

(5) En el período analizado, los commodities de exportación argentina han visto incrementos en sus precios.

<b>CUADRO XXXI - PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN - 2007-2008</b>	
<b>Período</b>	<b>Monto en dólares (Dic 05=100)</b>
ene-07	119,3
jun-07	136,9
dic-07	179,6
sep-08	187,0

Fuente: BCRA

Entre los factores que han dejado al país más expuesto a la crisis financiera a partir del último trimestre del 2008 se pueden mencionar (1) el bajo nivel de apertura de la economía, (2) el alto nivel de endeudamiento del sector público, (3) la alta exposición del sistema financiero al sector público, (4) el bajo nivel de intermediación financiera y (5) el escaso desarrollo del mercado de capitales.

(1) Tal como muestra el cuadro a continuación, el comercio argentino con el exterior ha ido cayendo a partir del último trimestre del 2008, y solo comienza a recuperarse a finales del 2009.

<b>CUADRO XXXII - COMERCIO EXTERIOR - 2008-2009</b>		
<b>Período</b>	<b>Exportaciones</b> (Millones de dólares)	<b>Importaciones</b> (Millones de dólares)
oct-08	6178	4959
ene-09	4332	3034
jun-09	4998	3385
sep-09	4419	3484
dic-09	5016	3698

Fuente: INDEC.

(2) Como se puede apreciar en el siguiente cuadro, de fines del 2007 a fines del 2008, la deuda pública total de Argentina, medida en pesos, se ha incrementado en más de 10%.

Período	Monto (Mill. pesos)
Diciembre 2007	455.750
Diciembre 2008	503.906

Fuente INDEC.

(3) Mirando la distribución de los recursos monetarios entre el sector público y el privado, puede observarse que del 2007 al 2009, la participación del Gobierno en la distribución de estos recursos pasa del 21% al 26%, mientras que la participación del sector privado baja del 79% al 74%.

Período	Particulares (Mill pesos)	Gobierno (Mill pesos)
31/12/2007	219.679	58.423
31/12/2008	239.184	78.261
30/06/2009	249.645	88.245

Fuente: INDEC.

(4) Los Bancos han reducido en los últimos tiempos el financiamiento a las familias y a las empresas, tal como se ilustra en el cuadro a continuación.

Período	Participación
oct-08	40,1%
dic-08	39,4%
jun-09	38,6%

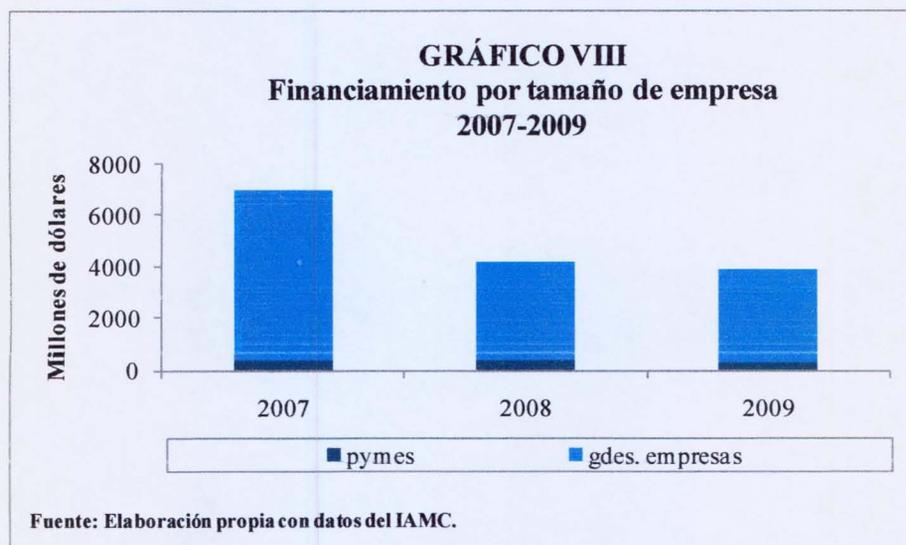
Fuente: BCRA.

(5) El mercado de capitales argentino se encuentra muy poco desarrollado en comparación con el de las grandes economías del mundo y asimismo

con economías de la región. Además, del 2007 al 2008 ha caído la capitalización de Mercado, la cantidad de empresas que cotizan en Bolsa y el volumen negociado en Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Año	Capitaliz. de Mercado (Mill. pesos)	Volumen negociado MAE (Mill. dólares)	Volumen negociado BCBA (Mill. dólares)	Emp. que cotizan en Bolsa
2007	1.546	1.055	8.666	111
2008	943	1.288	8.642	109

Fuente: INDEC.



Observando el financiamiento empresarial, notamos que el de las grandes empresas cae del 2007 al 2008 un 41,84%, pasando de 6.578 millones de dólares a 3.826 millones de dólares, mientras que el financiamiento pyme retrocede solamente un 2,21% en el mismo período, ya que pasa de 368 millones de dólares a 360 millones de dólares. Esto parece indicar que los activos más afectados son los que tenían participación en las carteras de las AFJP, que son aquellos utilizados principalmente por las grandes empresas para financiarse, y por el lado de la crisis financiera internacional, las pequeñas y medianas empresas son, en términos generales, más susceptibles a los cambios domésticos que a lo que ocurre en el resto del mundo.

A pesar de las políticas llevadas a cabo en el último año a favor del mercado, el financiamiento empresarial no solamente no se recupera de la caída ocasionada principalmente por la estatización de los fondos de jubilaciones y pensiones, sino que vuelve a caer respecto al año anterior en un 6,81% en las grandes empresas y en 11,53% en las pymes. De esta manera el financiamiento de las grandes empresas alcanza en el último año de estudio solamente 3.566 millones de dólares y el de las pymes 318 millones de dólares.

Pasemos ahora a analizar cada uno de los instrumentos de financiación. Veamos qué pasó con los títulos de renta fija.

### Títulos Públicos



Observando las operaciones con títulos públicos, notamos una caída abrupta en el mes de noviembre del 2008, luego del anuncio e implementación del régimen jubilatorio que elimina las AFJP y tras el cierre de Lehman Brothers. Tal es así que en ese mes se produce una caída mensual mayor a 84% en las operaciones realizadas en BCBA y de casi 70% en las operaciones realizadas en el MAE - Mercado Abierto Electrónico – (7.4.). De esta manera, el volumen negociado en BCBA pasa de

8.242 millones de dólares a 1.268 millones de dólares y las operaciones en el MAE caen de 6.004 millones de dólares a 1.819 millones de dólares.

Si comparamos 2008 respecto al año anterior, las operaciones en BCBA aumentan 16,95%, pasando de 47.063 millones de dólares a 55.038 millones de dólares, mientras que en el MAE disminuyen 6,02%, pasando de 99.057 millones de dólares a 93.097 millones de dólares.

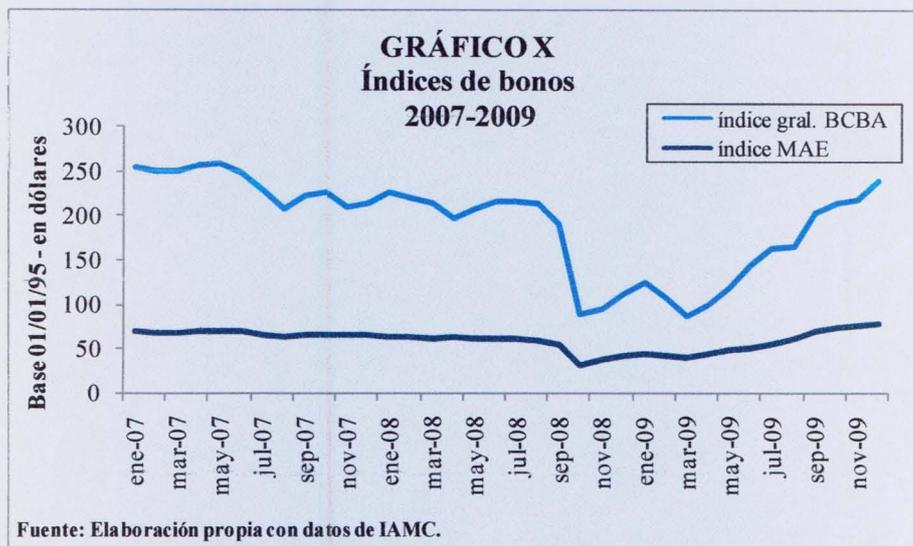
Las operaciones se derrumban aún más en el 2009, en donde los volúmenes en la BCBA disminuyen 53,27%, alcanzando 25.719 millones de dólares y en el MAE caen 58,97%, hasta llegar a 38.198 millones de dólares.

No obstante, podemos notar una tendencia creciente en las operaciones en el año 2009, producto de distintas medidas tomadas por el Gobierno a lo largo del año, tales como (1) la reapertura del canje de deuda, (2) negociaciones con el club de París y (3) el proyecto de creación de un fondo de garantía para el pago de las obligaciones, las cuales mejoraron significativamente las expectativas del Mercado.

(1) En el último trimestre del 2009, se aprobó la ley tendiente a la reapertura del canje de deuda en default para los bonistas que no aceptaron la propuesta de reestructuración del 2005, quienes a esa fecha tenían en su poder títulos por 20.000 millones de dólares.

(2) El Estado argentino comenzó a negociar con el Club de París con la intención de refinanciar la deuda de 7.000 millones de dólares que posee con ese Organismo, y asimismo obtener nuevo crédito.

(3) El Estado impulsó un proyecto tendiente a crear el llamado Fondo del Bicentenario, un fondo especial de 6.569 millones de dólares constituido con reservas monetarias del BCRA, con el objeto de garantizar el pago de los vencimientos de deuda pública con el sector privado y organismos multilaterales.



Mirando los rendimientos de estos títulos a través de índices de bonos podemos observar un período de retroceso tanto en el índice BCBA (6.2.) como en el índice MAE (6.2.) de enero a diciembre del 2008, año en que ambos presentan una importante caída debido a la incertidumbre internacional y a la estatización de los fondos jubilatorios. Esta baja es de 34% en el caso de MAE y de 50% en el caso de la BCBA.

Ahora bien, de enero a diciembre del 2009, nos encontramos con una importante recuperación en los valores de los índices, de 74,42% para el MAE y de 90,35% para la BCBA. Como se mencionó, muchas medidas oficiales fueron claves para esta recuperación, principalmente a partir de la segunda mitad del 2009. El contexto internacional también ayudó, ya que la menor volatilidad de los mercados internacionales sobre la segunda mitad del año produjo un ingreso de capitales en busca de los altos retornos que presentaron los bonos locales.

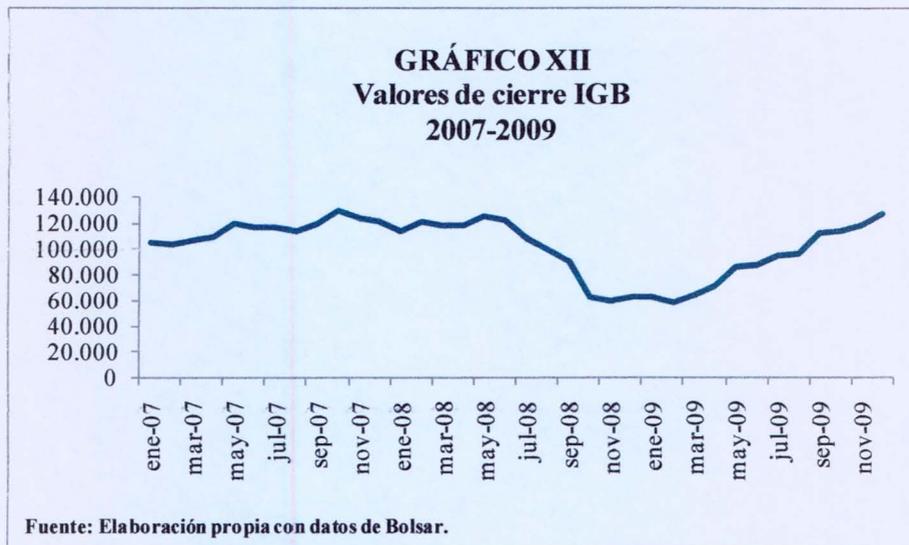
Sigamos ahora con el financiamiento privado. Veamos qué ocurrió con las acciones.

## Acciones



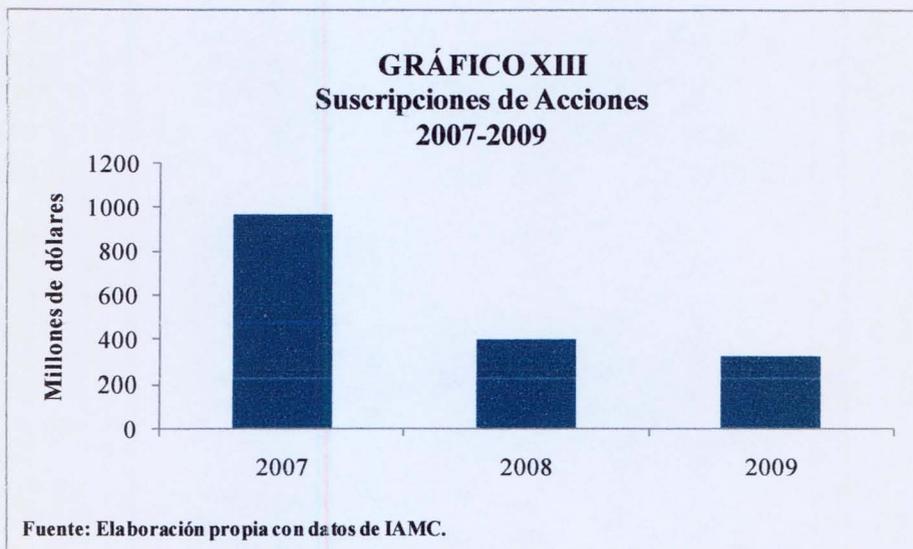
En cuanto a los volúmenes, el 2007 se caracterizó por ser un año de gran crecimiento en las operaciones con acciones. No obstante, en el 2008, el efecto de la profundización de la crisis internacional sumado a la estatización de los fondos de jubilaciones parece haber sido muy importante sobre los montos operados. En este punto, es importante mencionar que todos los meses del segundo trimestre presentaron un volumen promedio diario menor al promedio anual, con la excepción de octubre, lo cual se relaciona con una fuerte corriente vendedora en ese mes, producto del traslado de los fondos de las AFJP al ANSES.

De esta manera, el año 2008 cierra con una caída en las operaciones de 5,56% respecto al año anterior y el 2009 cierra con una baja, respecto al año anterior, de 48,32%. Si tenemos en cuenta el año 2009 respecto al 2007, notamos que las operaciones se derrumbaron un 51,19% en los últimos tres años, pasando de 21.880 millones de pesos en el 2007 a 20.664 millones de pesos en el 2008 y finalizando el 2009 con 10.680 millones de pesos.



Entre junio y diciembre del 2008, el Índice General de Bolsa (IGB) (7.5.) ha perdido casi un 50% de su valor debido, en parte, a la fuga de capitales (estimada por el INDEC en 8.263 millones de dólares en el 2008) y al aumento del costo financiero. Estas dos circunstancias, es decir, una menor cantidad de dinero disponible para invertir en activos del país y las altas TIR que pagaban los bonos locales (lo que los vuelve más atractivos frente a otros activos financieros), generó una baja tanto en las colocaciones como en las compras de acciones cotizantes en BCBA. Asimismo, luego de la declaración de quiebra de Lehman Brothers, se produjo en el mercado bursátil un desarme de posiciones para recuperar liquidez y evitar pérdidas, lo que se tradujo en un fuerte crecimiento de las ventas de estos papeles y su consecuente caída en los precios.

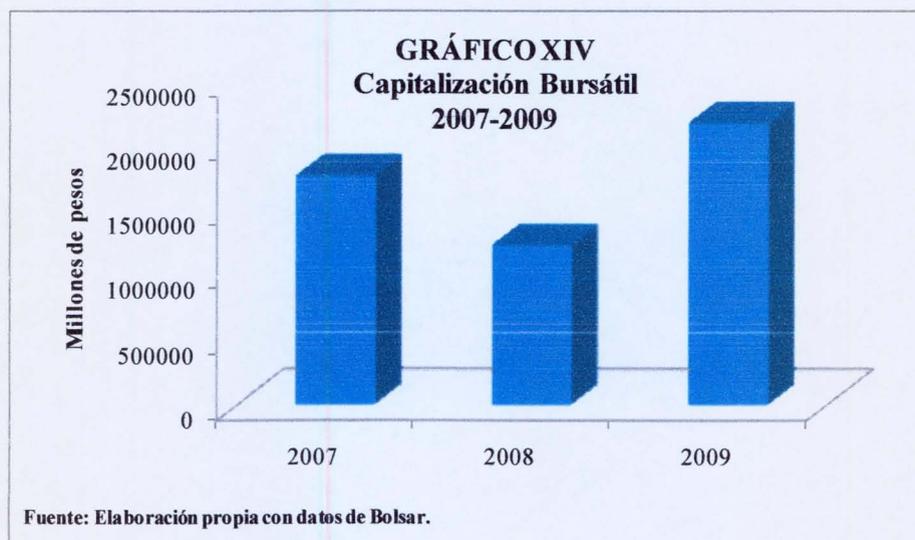
Sin embargo, este índice ha mostrado un fuerte crecimiento a partir de los primeros meses del 2009, impulsado por la normalización de la economía internacional en respuesta a las medidas tomadas por los Gobiernos para superar la crisis. La recuperación ha sido casi completa si se considera el índice, y el nivel alcanzado durante diciembre, de 126.570, ha sido el mayor de los años de estudio.



En los últimos años se han suscripto una gran cantidad de acciones aprovechando el incremento de precios que se ha venido observando desde el año 2002.

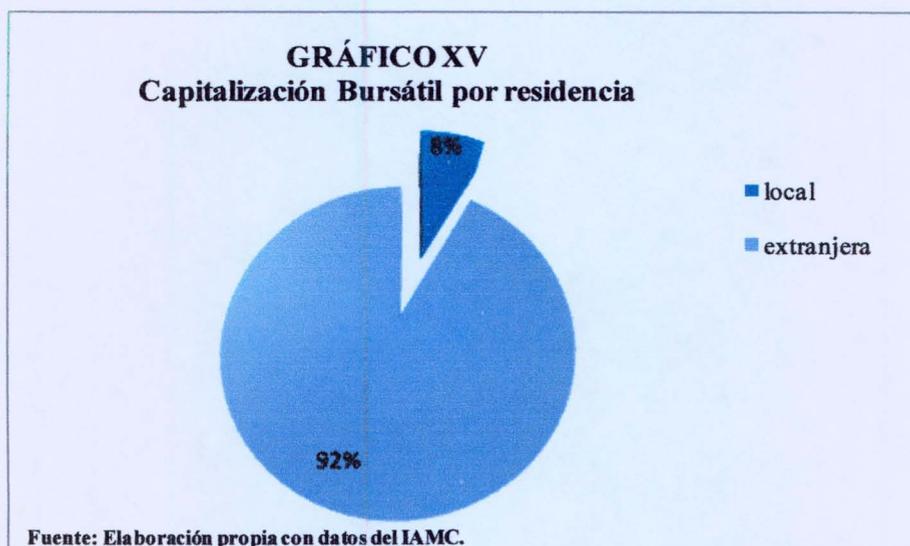
Durante el 2008, debido al revés ocasionado por la crisis financiera mundial y la estatización de los fondos de las AFJP, las suscripciones de acciones sufrieron una caída anual de 58,16%, pasando de 968 millones de dólares a 405 millones de dólares y luego, en el 2009, volvieron a caer respecto al año anterior un 19,75%, alcanzando un monto de 325 millones de dólares.

Sin embargo, debido al crecimiento de los valores de las acciones, estos montos suscriptos han producido un incremento exponencial de la capitalización bursátil en el mercado accionario local. Luego de una caída importante en el 2008, producto de la baja en los precios de los activos de riesgo, en el 2009 la capitalización bursátil alcanzó 2,18 billones de pesos.



No obstante, esta cifra no debe confundirse, ya que en la capitalización bursátil se considera el valor de mercado de la totalidad de las acciones de las empresas que cotizan en el mercado de valores de Buenos Aires. En este sentido, el monto equivale al valor de todas las compañías con oferta pública de acciones en el mercado local, incluyendo las extranjeras que, constituían en diciembre del 2009 el 92% de la capitalización total.

Las cinco compañías extranjeras que poseen una participación en la capitalización bursátil del 92% son Petrobrás, Telefónica, Banco Santander, Repsol y Tenaris, mientras que el 8% restante está dividido entre 96 empresas locales.



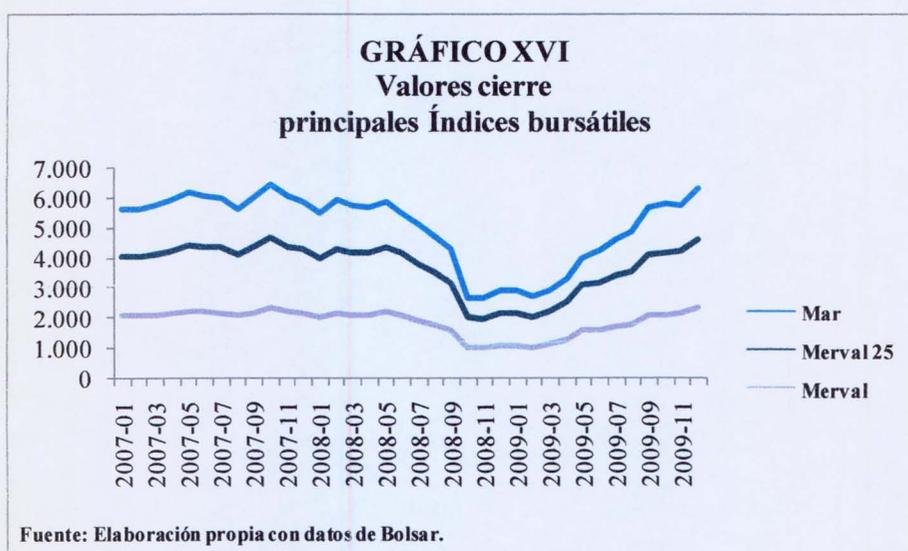
Miremos ahora solamente la capitalización bursátil de las empresas domésticas.

<b>CUADRO XXXVII - CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EMPRESAS DOMÉSTICAS</b>	
<b>Año</b>	<b>Monto (Millones de pesos)</b>
2007	179.718
2008	137.844
2009	173.876

Fuente: IAMC.

Notamos de esta manera que la capitalización bursátil de las empresas locales siguió el mismo comportamiento que el total de las empresas de BCBA, cayó en el 2008 y se recuperó en el 2009, aunque en este caso, no logró alcanzar en el último año de análisis el monto del 2007.

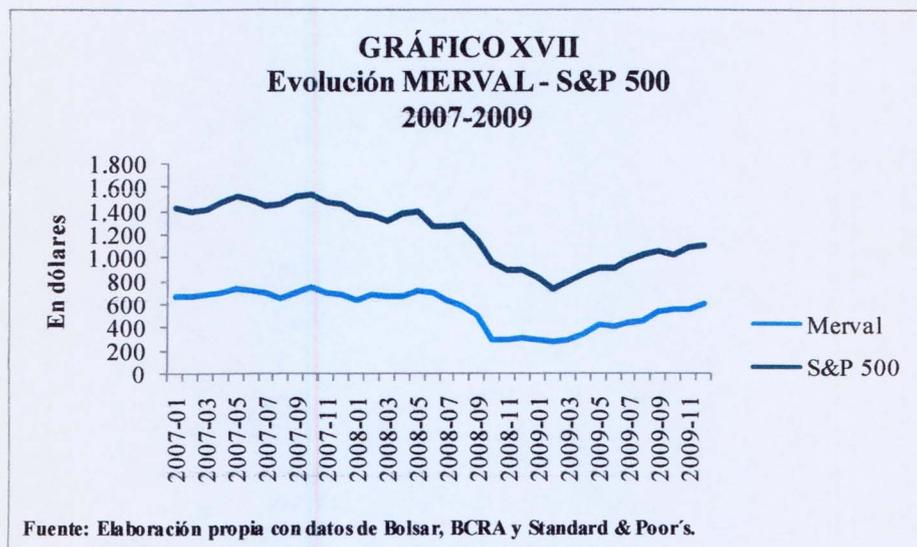
Veamos ahora que pasó con los principales índices bursátiles del mercado argentino (6.3.).



En términos generales, las acciones argentinas se han recuperado en el 2009 luego del inicio de la crisis financiera internacional y del golpe sufrido tras la eliminación de las AFJP en el año anterior. Sin embargo, este fenómeno no es exclusivo del país, sino que, por el contrario, se ha observado en las principales bolsas del mundo, producto de las políticas de Estado que han aplicado los distintos Gobiernos a los fines de contrarrestar los efectos de la crisis global.

Para tener una idea de la relación entre la bolsa local y la bolsa de Estados Unidos, graficamos el Merval junto con el S&P 500 (7.6.) y notamos que, en cuanto a las cotizaciones, en los años de estudio, la bolsa argentina, medida en dólares, se movió conforme a los cambios en la bolsa norteamericana.

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.



Sigamos con los volúmenes operados en fideicomisos financieros y obligaciones negociables.

Fideicomisos financieros y Obligaciones negociables



Como podemos observar, las operaciones con obligaciones negociables y fideicomisos financieros han crecido a lo largo de los años de estudio. Estos

incrementos son de 76,52% del 2007 al 2008 y de 36,58% del 2008 al 2009. De esta manera, en los tres años considerados, los volúmenes operados con estos instrumentos han sufrido un incremento de 141,09%, superando los 3.160 millones de pesos.

Veamos ahora qué ha ocurrido con cada uno de ellos. Comencemos con las obligaciones negociables.

### Obligaciones negociables



Como podemos observar, del 2007 al 2008 hubo un salto importante en las emisiones de ON, pasando de 3.278 millones de dólares a 403 millones de dólares, lo que equivale a una reducción de las operaciones de 87,71%. Esta brusca caída obedece principalmente al incremento que se ha desatado en los rendimientos en los mercados secundarios de los instrumentos de renta fija, lo cual ha tornado muy costoso para las firmas financiarse a través de estos activos. Las obligaciones negociables comúnmente requieren rendimientos mayores a los de los títulos públicos y en particular, 2008 ha sido un año muy malo para este tipo de activos, circunstancia que ha elevado la tasa de retorno considerablemente, impidiendo a las firmas financiarse a través de este instrumento a una tasa razonable.

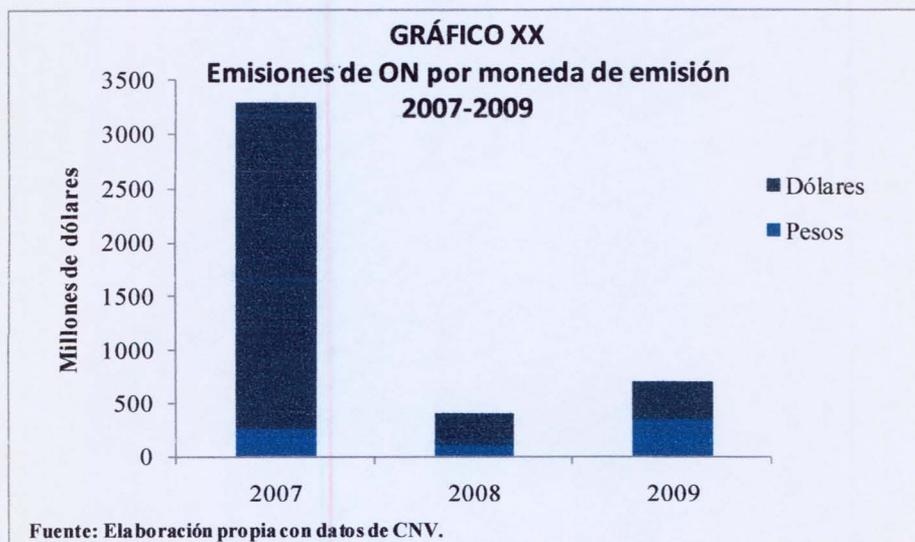
El año 2009, sin embargo, presenta una suba anual de 72,46%, elevando las emisiones de ON hasta los 695 millones de dólares. Este aumento también obedece en gran medida al comportamiento de los títulos públicos, los cuales han ostentado en el

último año de estudio grandes subas en sus precios, circunstancia que redujo significativamente el costo de financiación, ya que la tasa de rendimiento de los bonos se comporta de manera inversa a la evolución del precio de los títulos.

De esta manera, notamos que la crisis interna y externa del 2008 y las políticas tomadas por el Gobierno a favor del Mercado en el 2009 han impactado en el comportamiento de los títulos públicos, y éstos, asimismo, han tenido efecto sobre las obligaciones negociables.

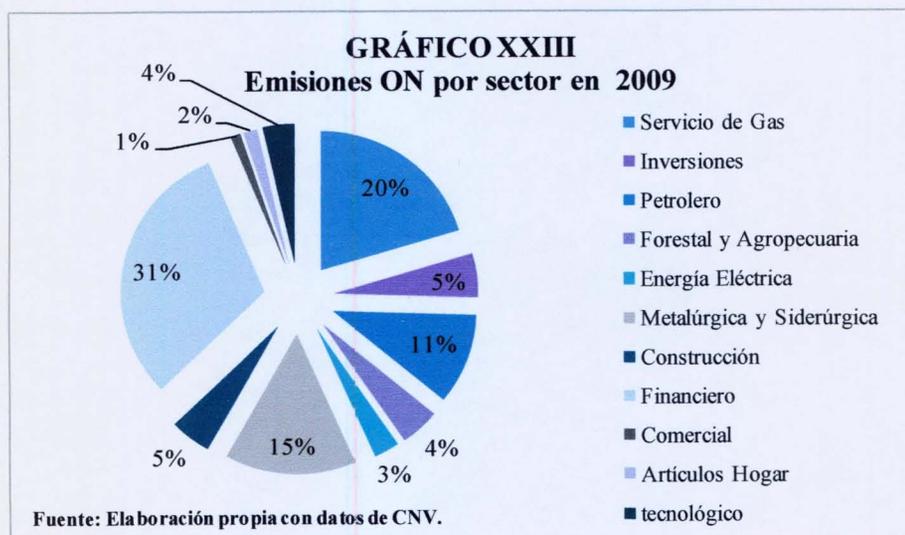
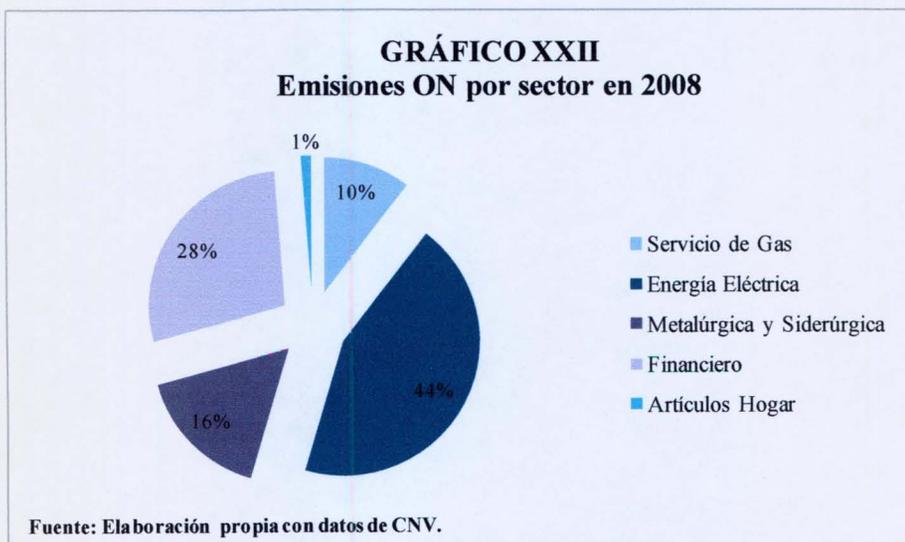
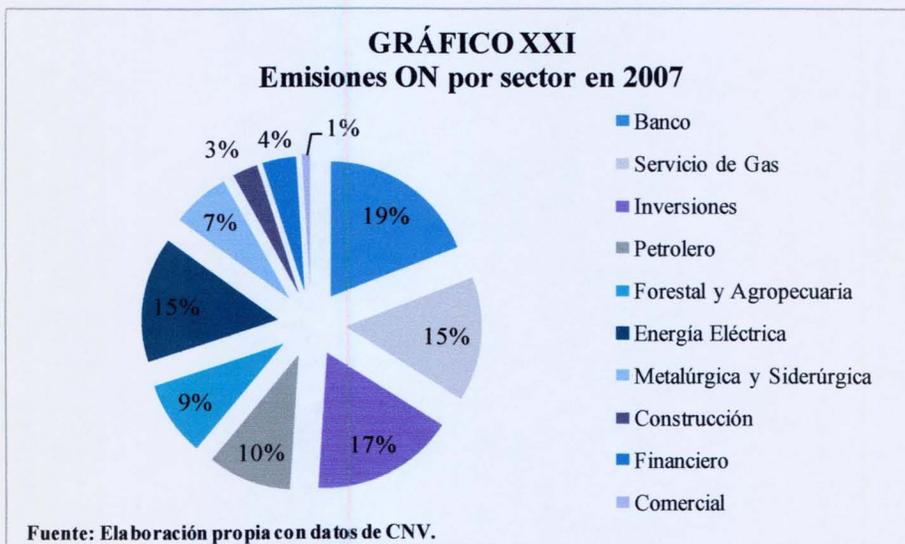
<b>CUADRO XXXVIII - EMISIONES DE ON POR MONEDA DE EMISIÓN (mill. dólares)</b>		
<b>Año</b>	<b>Pesos</b>	<b>Dólares</b>
2007	252	3.025
2008	105	298
2009	348	348

Fuente: CNV.



En cuanto a la moneda de emisión de las ON, observamos que tanto en el 2007 como en el 2008, la emisión en dólares era preponderante, debido a que, a los fines de disminuir el costo de financiamiento, estas empresas han emitido deuda en la moneda utilizada por el mercado como reserva de valor. No obstante, esta tendencia a la emisión en moneda extranjera fue perdiendo fuerza durante el 2009, consecuencia de las medidas que ha adoptado el Gobierno a favor de estabilizar el mercado de liquidez y cambiario y del retorno de capitales externos.

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

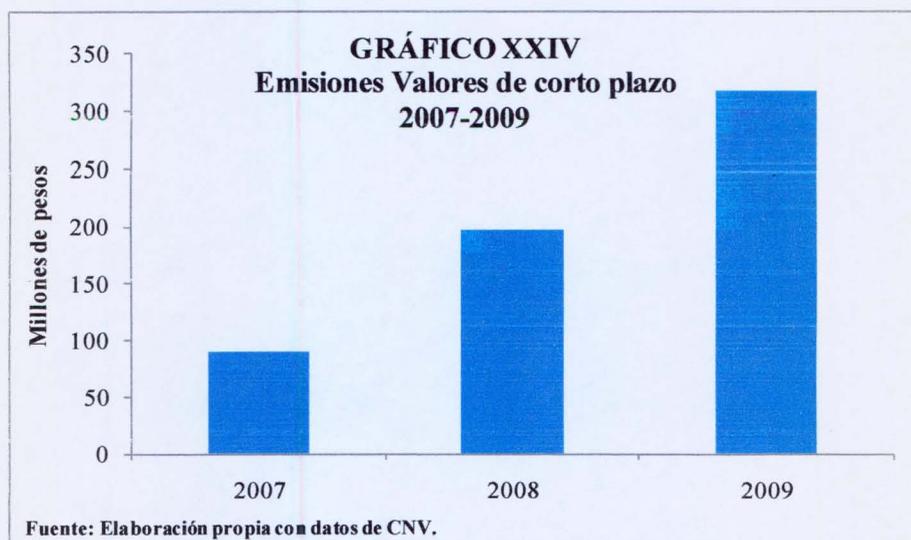


En cuanto a los sectores económicos más representativos en la emisión de obligaciones negociables, observamos que en el año 2007 el sector Banco lideraba el grupo, representando el 19% de las emisiones. A éste le sigue Inversiones con el 17% de participación y Servicios de Gas y Energía Eléctrica con 15% cada uno. Al año siguiente, el 44% de las operaciones se concentró en Energía Eléctrica, seguido por el sector Financiero, con el 28% de las operaciones. Finalmente, en el 2009, el sector Financiero posee la mayoría de las operaciones, representando al 31% del total y seguido por Servicios de Gas, que ostenta el 20%.

Ahora bien, es importante que entendamos que a estos valores hay que leerlos con cuidado debido a que la cantidad de los montos emitidos son bajos, las compañías que participan en la colocación primaria de obligaciones negociables son escasas y las que lo hacen en forma periódica son muchas menos.

Veamos ahora qué ocurrió con los valores de corto plazo.

#### Valores de corto plazo



Como podemos observar en el gráfico, los valores de corto plazo, a diferencia de las obligaciones negociables, no han sufrido ninguna caída en sus operaciones en los últimos tres años. Han pasado de 89 millones de pesos en 2007 a 197 millones en 2008 y a 318 millones en 2009. Esta circunstancia radica en que las emisiones en este instrumento tienden a incrementarse en épocas de incertidumbre por dos motivos, por ser de corto plazo y por emitirse en moneda local.

De esta manera, mientras que en el 2008, año de estatización de las AFJP y de inicio de la crisis global, las emisiones de ON se retraían considerablemente, los

VCP incrementaban su volumen en 121,35%. En el 2009, en el marco de políticas de recuperación ante la crisis financiera internacional, este volumen aumenta, pero en menor medida, presentando una suba anual de 61,42%.

Por último, miremos a las obligaciones negociables emitidas por las pequeñas y medianas empresas.

### ON Pymes

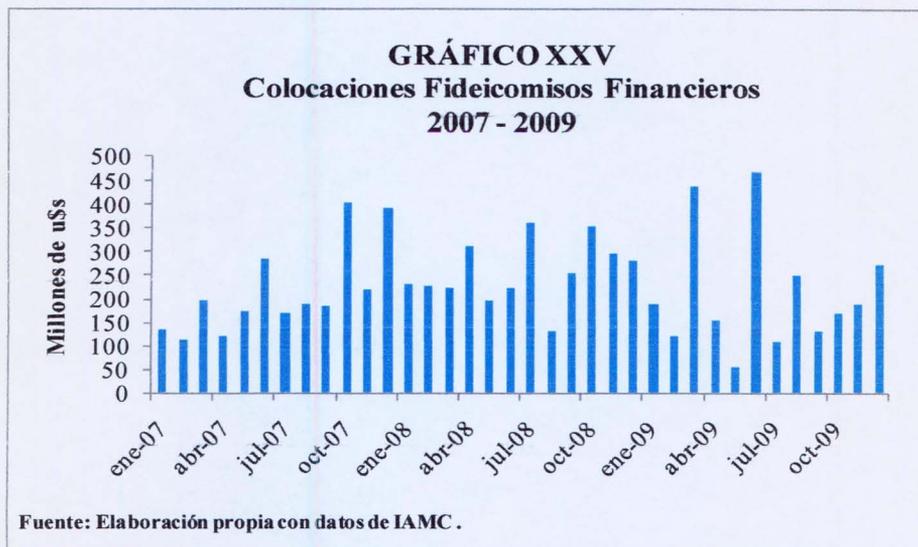
<b>CUADRO XXXIX - EMISIÓN ON PYMES - 2007-2009</b>		
<b>Año</b>	<b>Mill dólares</b>	<b>Mill pesos</b>
<b>2007</b>	5,4	5
<b>2008</b>	4,7	3,5
<b>2009</b>	6,6	12

Fuente: CNV.

Como puede observarse, las emisiones pymes, aunque en menor escala, siguieron la tendencia de las grandes empresas, es decir, disminuyeron en el 2008 y se recuperaron en el 2009. Asimismo, en el último año, al igual que lo que ocurre con las grandes empresas, se observa una tendencia a la pesificación.

Pasemos ahora a analizar lo ocurrido con los Fideicomisos Financieros.

## Fideicomisos Financieros

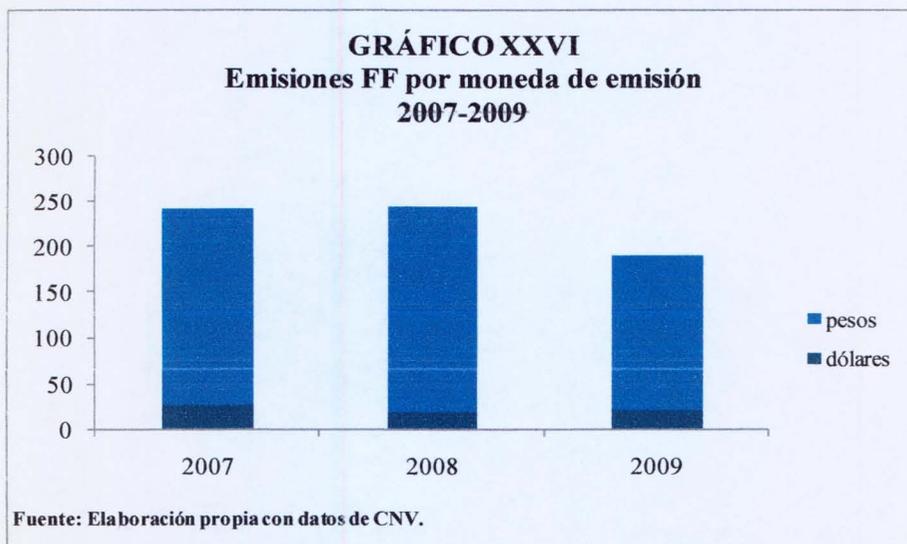


Si tenemos en cuenta la evolución de las colocaciones de FF en los últimos tres años, observamos que el mayor incremento ha tenido lugar durante el 2008, debido principalmente a que por las características de estos instrumentos, se han podido conformar carteras de distintos riesgos crediticios que han servido como garantía para dotar al mercado de instrumentos de bajo riesgo. Por otra parte, los fideicomisos tienen la ventaja de contar con un flujo de pagos atados a la evolución de los pagos del activo subyacente. Esta característica, combinada con la existencia de distintos seniorities (prioridad en el derecho al cobro de los pagos del fideicomiso) de cada serie, hace que sea posible para el inversor recuperar rápidamente su dinero, característica muy valorada en contextos financieros de alta volatilidad. De esta manera, la suscripción de FF en el 2008 respecto al año anterior muestra un aumento mayor al 20% pasando de 216 millones de dólares a 260 millones de dólares, de la mano de la crisis financiera y la eliminación de las AFJP.

Sin embargo, notamos que en el 2009 la emisión de fideicomisos ha caído a 214 millones de dólares al presentarse oportunidades para los inversores en otros mercados de deuda, que han ostentado grandes ganancias a bajo riesgo. Esto se evidencia con la caída anual de las emisiones del 17,7%.

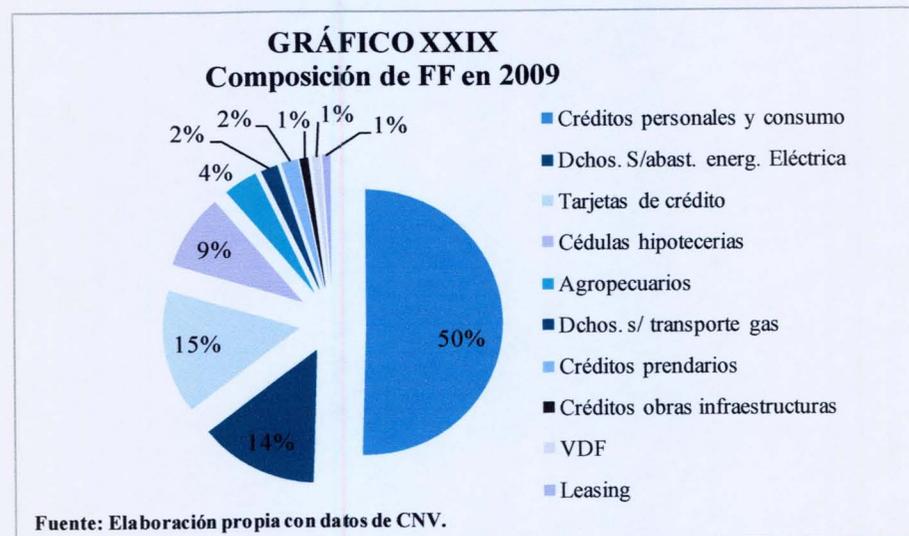
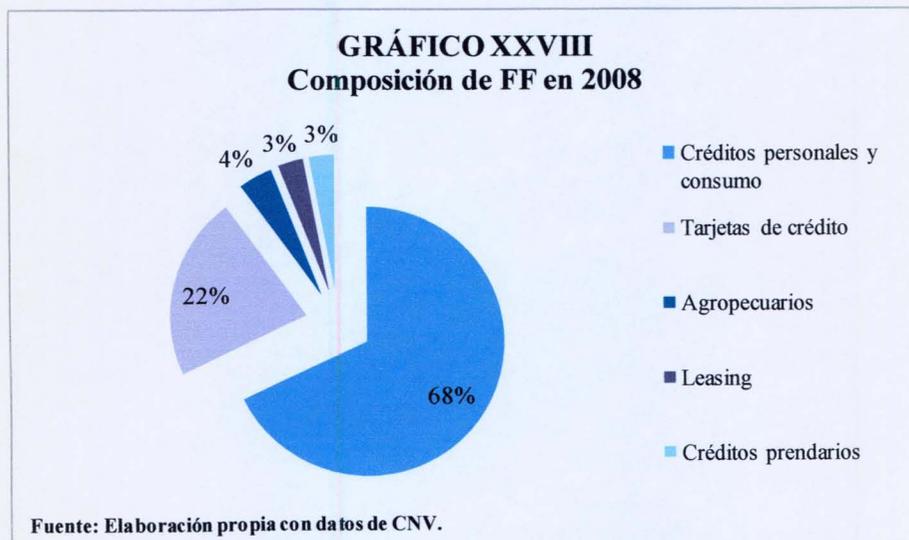
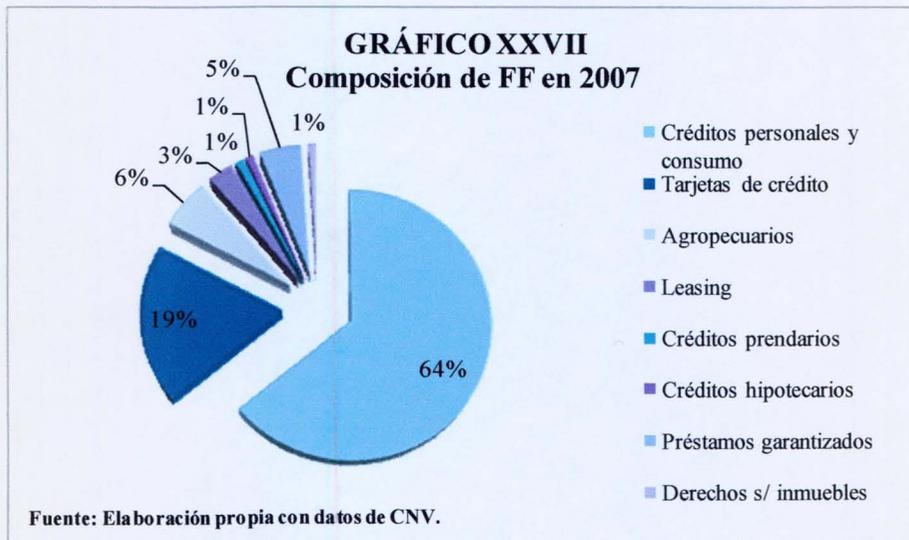
<b>CUADRO XL - EMISIONES FF POR MONEDA DE EMISIÓN - 2007-2009</b>		
<b>Año</b>	<b>Pesos</b>	<b>Dólares</b>
2007	216	27
2008	225	19
2009	168	22

Fuente: CNV.



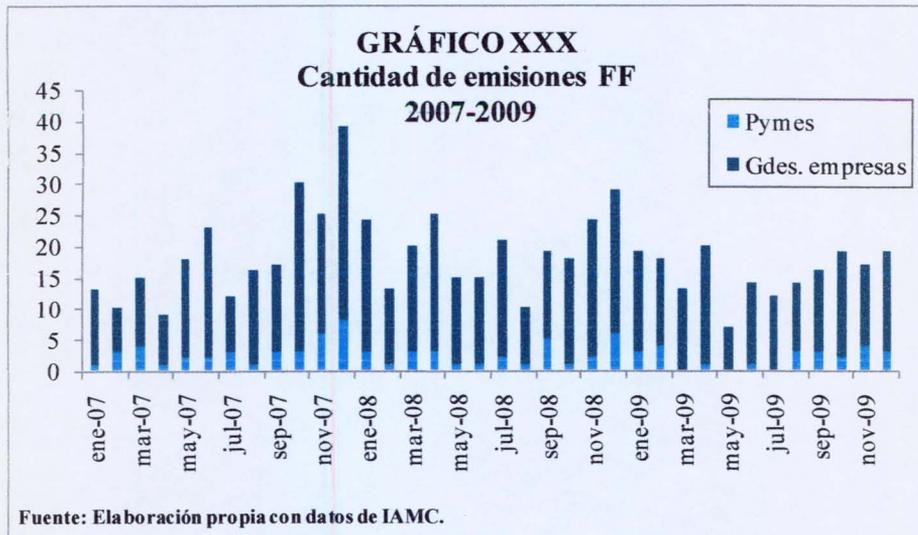
Los fideicomisos financieros son instrumentos generalmente emitidos en pesos, la razón es que por su estructura y a los fines de reducir el riesgo crediticio, los fideicomisos están atados a la moneda en que devengan el flujo de dinero sus activos subyacentes, gran parte de los cuales se encuentran denominados en pesos, como son la mayoría de los créditos de consumo y de tarjetas de crédito.

Veamos ahora la composición de estos instrumentos por activos subyacentes.

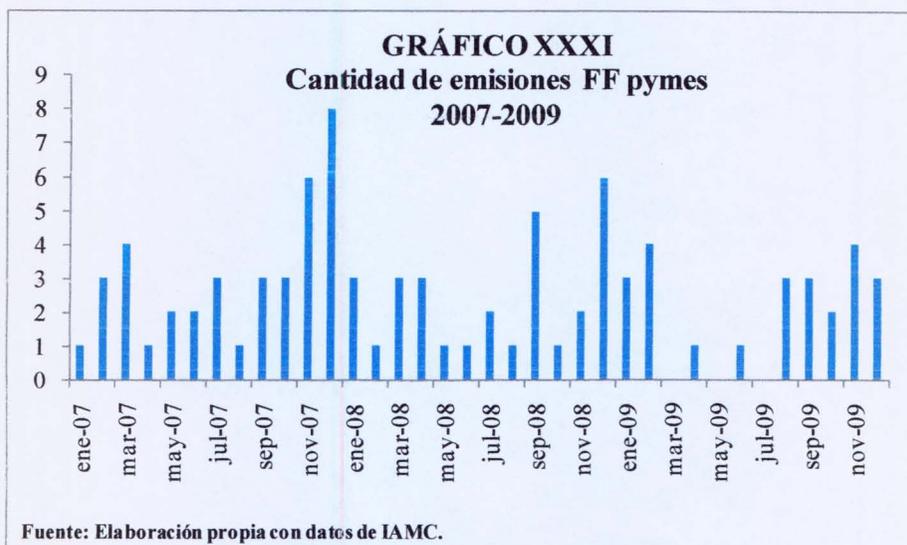


Los fideicomisos, a nivel local han sido principalmente acaparados por los de consumo. Pero no sólo han prosperado los créditos de consumo directo, sino que los créditos de tarjetas de crédito también han aprovechado esta oportunidad. Los fideicomisos garantizados por créditos de largo plazo, generalmente asociados a la inversión (como los créditos hipotecarios) no han podido crecer en participación. Las preferencias corto-plazistas de los inversores no han posibilitado la evolución de este tipo de instrumentos, muy populares en los países desarrollados. De esta manera, observamos que en el año 2009 los créditos personales y de consumo constituían el 50% del total, mientras que en el 2008 representaban un 68% y en el año anterior un 64%.

Si bien la emisión de fideicomisos ha sido bastante importante en los últimos años, muchas pymes no han logrado aprovechar el contexto debido a la falta de disponibilidad de garantías. Al igual que ocurre con las ON, la falta de garantías es un problema que enfrentan estas empresas a la hora de financiarse a través del mercado de capitales. Por este motivo, la emisión de FF por parte de las pymes es muy pequeña en relación a las grandes empresas. Esta característica se observa en los gráficos siguientes.

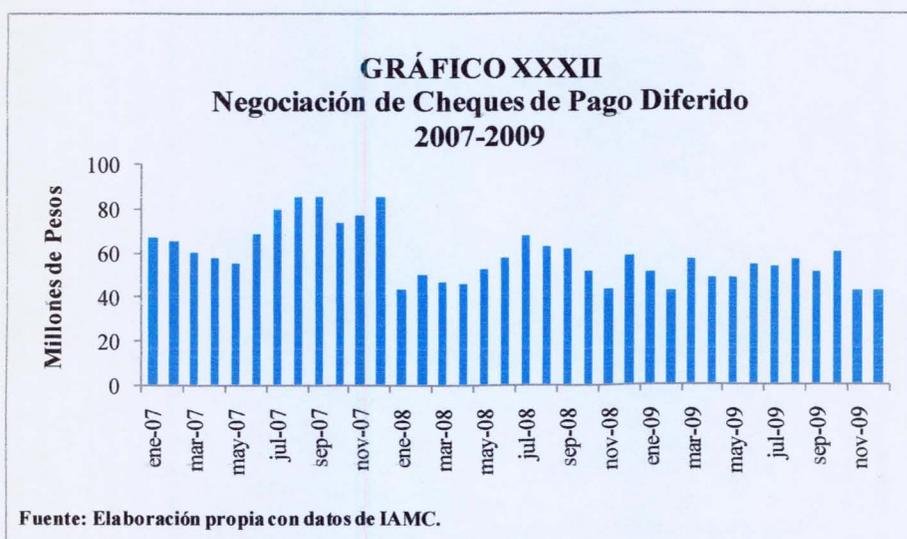


Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.



Pasemos ahora a analizar el último instrumento de financiación, los cheques de pago diferido.

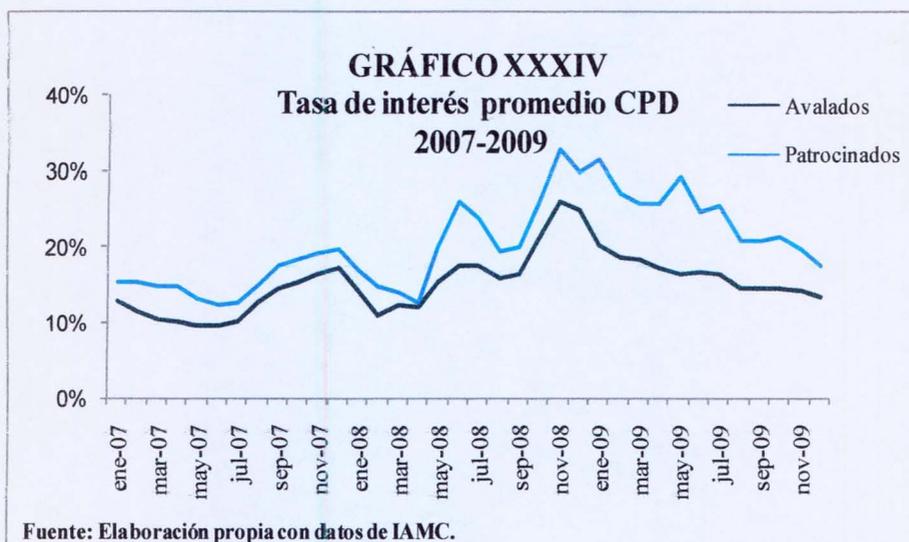
Cheques de pago diferido



La negociación de CPD en los últimos años muestra una tendencia creciente. Si comparamos las operaciones del 2009 respecto al 2007, notamos que en los últimos tres años las operaciones con CPD se han incrementado un 41%, pasando de 612 millones de pesos en el 2007 a 863 millones de pesos en el 2009. Esta interesante suba en los volúmenes operados deriva de que para las empresas, en especial para las pequeñas y medianas, el costo de financiarse en este mercado resulta de menor cuantía, si se lo compara con el costo que deberían asumir en cualquier entidad bancaria y, por otro lado, los plazos para financiarse son menores, comparados con los de las obligaciones negociables. Por tal motivo, incluso en el año de estatización de los fondos de las AFJP y de la transmisión de la crisis financiera internacional al mercado argentino, las operaciones no cayeron sino que se incrementaron respecto al año anterior un 5,9%, alcanzando los 648 millones de pesos. De esta manera, parece que ni las circunstancias internas, tal como la modificación del sistema previsional, ni las externas, como la crisis financiera han alterado el caudal de negocios de este instrumento de financiación, utilizado por las pequeñas y medianas empresas.

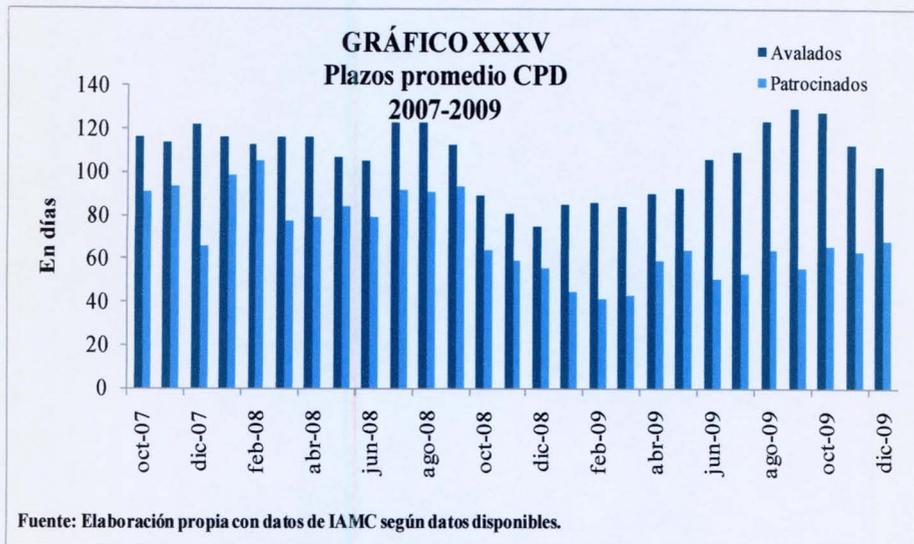


En el gráfico precedente observamos que prácticamente la totalidad de los cheques negociados se realizan a través de la modalidad del segmento avalado, principalmente porque de esta manera las pequeñas y medianas empresas obtienen a través de una SGR las garantías que no obtendrían por sí mismas para financiarse a través del mercado de capitales. Tal es así, que en el 2009, el 96% de las operaciones con CPD correspondieron a este grupo.



En cuanto a las tasas de interés promedio, podemos observar que, en ambos segmentos de negociación, han aumentado fuertemente del 2007 al 2008 y han comenzado a descender en los primeros meses del 2009. De esta manera, mientras que en el 2007 la tasa promedio del segmento avalado era de 12,53%, en el 2008 escaló a 17,02%, bajando en el 2009 hasta 16,25%. En cuanto al segmento patrocinado, la tasa promedio en el 2007 se ubicó en 15,65%, creciendo en el 2008 al 21,29% y volviendo a aumentar en el 2009 hasta situarse en 24,12%.

Es decir, en los meses más turbulentos para la economía, producto del inicio y el desarrollo de la crisis financiera internacional, las tasas de interés crecían, para descender a medida que se conocían signos de recuperación, de la mano con períodos de mayor y menor incertidumbre a nivel local y global, mostrando una tendencia decreciente en el último año de estudio.



Si tenemos en cuenta el plazo promedio del total de los cheques, notamos que éste va disminuyendo a lo largo del tiempo. De esta manera, en el 2007 era de 119 días, en el 2008 de 105 días y en el 2009 de 102 días.

Ambos segmentos siguen el mismo comportamiento. El segmento avalado pasa de un promedio de 122 días en el 2007 a 106 días en el 2008 y a 102 días en el 2009. Asimismo, los plazos promedios del segmento patrocinado también caen, pasando de 84 días en el 2007 a 82 días en el 2008 y a 56 días en el 2009.

Si bien los plazos promedio en las operaciones con CPD tienden a disminuir en el tiempo, la caída más brusca se observa a partir de octubre de 2008, debido a la imprevisibilidad que acompañó a la crisis financiera internacional y a la estatización de los fondos de las AFJP. No obstante, a partir del año 2009 los plazos comienzan a alargarse. De esta manera, de octubre del 2008 a diciembre del 2009 los plazos promedios del total de los CPD se han recuperado un 15,91%. Los plazos del segmento avalado han presentado un aumento de 15,73%, y los plazos del patrocinados de 6,25%.

#### **4. CONCLUSIÓN**

Habiendo analizado las principales variables de los instrumentos de financiación del mercado de capitales, la importancia de las AFJP como inversores en dicho mercado y el desarrollo de la crisis financiera internacional, pasemos ahora a las consideraciones finales.

**4.1.** En primer lugar, se destaca el hecho de que los volúmenes operados del conjunto de los instrumentos de financiación del mercado de capitales, tanto públicos como privados, debido a la importante caída sufrida a partir de octubre del 2008, en el 2009 no logran alcanzar los montos previos a la reforma previsional y a que la crisis financiera internacional comenzara a repercutir en el mercado argentino.

**4.2.** No obstante, el comportamiento no ha sido en mismo en todos los instrumentos de financiación. Los bonos y las acciones no han logrado, a diciembre del 2009, recuperar las operaciones previas a la eliminación del régimen de capitalización. Sin embargo, las operaciones con obligaciones negociables, fideicomisos financieros y cheques de pago diferido han aumentado en todos los años considerados. De esta manera observamos que los instrumentos de mayor preponderancia en las tenencias de las AFJP son los que más perjudicados se han visto en términos de volúmenes operados.

**4.3.** En cuanto a las suscripciones, a partir del año 2008 se han observado bajas en acciones y obligaciones negociables. Por otro lado, los valores de corto plazo y fideicomisos financieros presentan una tendencia creciente en el 2008, característica que estos instrumentos suelen presentar en contextos de alta volatilidad, con la salvedad de que, a diferencia de los VCP, las colocaciones de fideicomisos financieros caen en el último año de estudio. Los cheques de pago diferido, por su parte, también presentan un aumento en sus operaciones en todos los años considerados.

**4.4.** En cuanto a los índices de acciones y de bonos, ambos han presentado el mismo comportamiento, es decir, caen fuertemente en el 2008 para recuperarse en el 2009, luego de las políticas tomadas por el Gobierno, las cuales repercutieron favorablemente en el mercado. Tal es así que el IGB alcanza en diciembre del 2009 el mayor valor de la serie considerada, al igual que el índice de bonos del MAE, y el índice de BCBA alcanza en ese mes el valor más alto desde la segunda mitad del 2007.

**4.5.** Asimismo, se han comparado la tendencia del índice Merval con el S&P 500 y ha quedado claro que existe una fuerte correlación entre la bolsa local y la de Estados Unidos.

**4.6.** Por último, por el lado de las tasas de interés y los plazos, notamos que en los meses más turbulentos las primeras suben y los plazos caen, para comportarse a la inversa una vez que se comienzan a ver signos de recuperación.

**4.7.** Todas estas consideraciones parciales derivan en la conclusión de que el mercado de capitales argentino se ha visto fuertemente perjudicado por la eliminación del régimen de capitalización y el desarrollo de la crisis financiera internacional. Los volúmenes operados se han derrumbado tras el cierre de las AFJP y la crisis financiera global finalmente repercute en el mercado argentino al transmitir incertidumbre e imprevisibilidad, lo que aumenta considerablemente los costos de financiación.

**4.8.** De esta manera, aunque algunos indicadores han logrado una mejora en el último año de estudio, producto de políticas de Gobierno aplicadas en todo el mundo para superar la crisis financiera, el sector empresarial argentino, tanto el de las pymes como el de las grandes empresas, no ha logrado obtener los niveles de financiamiento con los que contaba previamente a estos acontecimientos y los volúmenes operados no han logrado aún recuperarse y alcanzar los montos que presentaban cuando las AFJP participaban en las negociaciones.

## **5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- 5.1. Banco Mundial. Datos y Estadísticas. Indicadores. Años 2007 a 2009.
- 5.2. Bour, Alejandro L. Impacto de la Crisis Subprime en el Mercado Financiero Argentino. Volumen 1. UBA – FCE.
- 5.3. BCRA. Estadísticas e Indicadores. Enero 2007 a diciembre 2009.
- 5.4. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Instrumentos de financiación.
- 5.5. Bolsar. Series históricas. Enero 2007 a diciembre 2009.
- 5.6. Casparri, María Teresa; Caride, Verónica. Impacto de la Crisis Financiera Internacional en la Economía Argentina bajo un enfoque de Riesgos Extremos. UBA – FCE. Octubre 2008.
- 5.7. CNV. Informe Mercado de capitales. Enero 2007 a diciembre 2009.
- 5.8. Decreto 2104/2008.
- 5.9. IAMC. Financiamiento a través del Mercado de capitales. Enero 2007 a diciembre 2009.
- 5.10. IAMC. Informes mensuales. Enero 2007 a diciembre 2009.
- 5.11. IAMC. Negociación cheques de pago diferido. En. 2007 a dic.2009.
- 5.12. IAMC. Resumen bursátil. Años 2007 a 2009.
- 5.13. IAMC. Anuario. Años 2007 a 2009.
- 5.14. IAMC. Índices bursátiles. Años 2007 a 2009.
- 5.15. IAMC. Índices de bonos. Años 2007 a 2009.
- 5.16. IERAL. Fundación mediterránea. Informe de coyuntura semanal. Octubre 2008.
- 5.17. Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Sistema Financiero. Años 2007 a 2009.
- 5.18. Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Sector Externo. Años 2007 a 2009.
- 5.19. Ministerio de Economía. Información Económica al día.
- 5.20. Standard & Poor's. Serie. Enero 2007 a diciembre 2009.
- 5.21. Superintendencia de AFJP. Normativa.

## **6. ANEXO**

## 6.1. ANEXO

### ÍNDICES DE BONOS IAMC – 2007-2009. Fuente: IAMC.

Índice bonos IAMC Primer Trimestre de 2007			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	11,31%	RG12	79,61%
Largo en Dólares	18,86%	RA13	20,39%
Corto en Pesos	2,35%	Largo en Pesos	
Largo en Pesos	67,48%	DICP	48,41%
Largo en Dólares		NF18	24,80%
PARA	38,00%	PR12	9,87%
AM11	25,67%	PRE9	5,27%
PARY	22,94%	RS14	4,93%
DICA	13,39%	PARP	2,91%
Corto en Pesos		CUAP	2,17%
PRE8	77,81%	PR13	1,64%
RS08	22,19%		

Índice bonos IAMC Segundo Trimestre de 2007			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	12,48%	RG12	89,42%
Largo en Dólares	8,60%	RA13	10,58%
Corto en Pesos	2,90%	Largo en Pesos	
Largo en Pesos	76,02%	DICP	50,63%
Largo en Dólares		NF18	30,00%
PARA	49,71%	PR12	6,37%
DICA	40,27%	PRE9	4,80%
AM11	10,02%	RS14	3,01%
Corto en Pesos		PARP	2,77%
PRE8	74,26%	PR13	1,23%
RS08	25,74%	CUAP	1,19%

Índice bonos IAMC Tercer Trimestre de 2007			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	13,40%	RG12	69,24%
Largo en Dólares	10,63%	RA13	30,76%
Corto en Pesos	4,42%	Largo en Pesos	
Largo en Pesos	71,55%	DICP	63,88%
Largo en Dólares		PRE9	17,15%
PARA	49,71%	NF18	11,91%
DICA	40,27%	PR12	3,68%
AM11	10,02%	RS14	1,12%
Corto en Pesos		PARP	0,83%
PRE8	78,60%	PR13	0,78%
RS08	21,40%	PR11	0,65%

Índice bonos IAMC Cuarto Trimestre de 2007			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	10,05%	RG12	90,76%
Largo en Dólares	7,07%	RA13	9,25%
Corto en Pesos	3,29%	Largo en Pesos	
Largo en Pesos	79,59%	DICP	51,62%
Largo en Dólares		PRE9	29,60%
AA17	45,64%	NF18	9,82%
DICA	33,82%	PR12	2,66%
RO15	20,54%	PARP	2,26%
Corto en Pesos		RS14	1,72%
PRE8	82,22%	CUAP	1,26%
RS08	17,78%	PR13	1,06%

Índice bonos IAMC Primer Trimestre de 2008			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	11,99%	RG12	96,83%
Largo en Dólares	12,88%	RA13	3,17%
Corto en Pesos	3,68%	Largo en Pesos	
Largo en Pesos	71,44%	DICP	50,72%
Largo en Dólares		PRE9	35,22%
RO15	47,83%	NF18	7,92%
DICA	31,42%	PR12	2,61%
PARA	20,75%	PARP	1,21%
Corto en Pesos		RS14	1,15%
PRE8	83,42%	PR13	1,16%
RS08	16,58%		

Índice bonos IAMC Segundo Trimestre de 2008			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	12,69%	RG12	95,39%
Largo en Dólares	16,96%	RA13	4,61%
Corto en Pesos	3,77%	Largo en Dólares	
Largo en Pesos	66,58%	DICA	51,93%
Largo en Pesos		RO15	27,11%
DICP	73,39%	PARA	20,96%
NF18	13,32%	Corto en Pesos	
PR12	6,52%	PRE9	72,76%
RS14	3,16%	PRE8	23,39%
PR13	2,83%	RS08	3,85%
PARP	0,78%		

Índice bonos IAMC Tercer Trimestre de 2008			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares	
Corto en Dólares	16,16%	RG12	92,28%
Largo en Dólares	14,90%	RA13	6,09%
Corto en Pesos	4,62%	AM 11	1,63%
Largo en Pesos	64,31%	Corto en Pesos	
Largo en Pesos		PRE9	51,07%
DICP	78,84%	PRE8	44,00%
NF18	11,75%	RS08	3,49%
PR12	6,17%	AJ12	1,44%
PR13	1,25%	Largo en Dólares	
RS14	1,05%	RO15	82,40%
PARP	0,95%	AA17	17,60%

Índice bonos IAMC Cuarto Trimestre de 2008			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Pesos	
Corto en Dólares	10,84%	PRE8	60,10%
Largo en Dólares	18,58%	PR12	20,43%
Corto en Pesos	6,44%	PRE9	16,02%
Largo en Pesos	64,14%	AJ12	3,45%
Largo en Dólares		Largo en Pesos	
RO15	93,46%	DICP	91,76%
AA17	6,54%	NF18	4,13%
Corto en Dólares		PARP	1,72%
RG12	95,07%	RS14	1,40%
RA13	4,93%	PR13	0,99%

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice bonos IAMC Primer Trimestre de 2009				Índice bonos IAMC Segundo Trimestre de 2009			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares		Índice de Bonos IAMC		Corto en Pesos	
Corto en Dólares	13,09%	RG12	94,48%	Corto en Dólares	35,91%	PR12	28,38%
Largo en Dólares	16,07%	RA13	4,43%	Largo en Dólares	4,24%	NF18	26,57%
Corto en Pesos	20,17%	AM11	1,09	Corto en Pesos	47,76%	PRE8	23,05%
Largo en Pesos	50,67%	<b>Largo en Dólares</b>		Largo en Pesos	12,09%	PRE9	15,47%
<b>Corto en Pesos</b>		RO15	100,00%	<b>Corto en Dólares</b>		RS14	4,17%
PRE8	42,38%	<b>Largo en Pesos</b>		RG12	83,21%	PR11	2,36%
PRE9	27,67%	DICP	93,56%	RA13	6,84%	<b>Largo en Dólares</b>	
PR12	19,47%	NF18	4,59%	RO15	5,64	PARA	100,00%
RS14	7,93%	PARP	1,32%	AM11	4,31	<b>Largo en Pesos</b>	
AJ12	2,55%	PR13	0,53%			DICP	100,00%

Índice bonos IAMC Tercer Trimestre de 2009				Índice bonos IAMC Cuarto Trimestre de 2009			
Índice de Bonos IAMC		Corto en Dólares		Índice de Bonos IAMC		Corto en Pesos	
Corto en Dólares	13,42%	RG12	85,23%	Corto en Dólares	17,62%	PR12	32,76%
Largo en Dólares	20,01%	RA13	8,82%	Largo en Dólares	28,13%	PRE9	29,41%
Corto en Pesos	48,57%	AM11	5,95	Corto en Pesos	18,50%	RS14	13,74%
Largo en Pesos	18,00%	<b>Corto en Pesos</b>		Largo en Pesos	35,75%	AJ12	9,74%
<b>Largo en Dólares</b>		PR12	29,71%	<b>Largo en Pesos</b>		PRE8	8,81%
RO15	95,45%	NF18	24,36%	DICP	46,10%	AE14	5,64%
PARA	4,55%	PRE9	14,75%	NF	41,67%	<b>Largo en Dólares</b>	
<b>Largo en Pesos</b>		PRE8	12,86%	PR13	7,99%	RO15	91,49%
DICP	83,57%	RS14	8,35%	PARP	4,24%	AS13	5,00%
PARP	9,20%	AJ12	7,05%	<b>Corto en Dólares</b>		PARA	2,55%
PR13	7,23%	PR11	2,92%	RG12	57,88%	PARY	96,00%
				AM11	34,78%		
				RA13	7,34%		

## 6.2. ANEXO

### ÍNDICE MAE- 2007-2009. Fuente: MAE.

COMPOSICIÓN ÍNDICE MAE - 2007-2009												
Fecha	DICA	DICY	PARA	PARY	TVPA	TVPY	RA13D	RG12D	AM11D	AS13D	AA17D	
ene-07	3,50%	15,09%	1,68%	4,89%	1,35%	8,73%	4,65%	46,68%	5,65%	7,79%		
feb-07	3,64%	5,50%	1,77%	3,98%	5,12%	37,77%	2,61%	35,72%	1,99%	1,92%		
mar-07	3,64%	5,50%	1,77%	3,98%	5,12%	37,77%	2,61%	35,72%	1,99%	1,92%		
abr-07	3,64%	5,50%	1,77%	3,98%	5,12%	37,77%	2,61%	35,72%	1,99%	1,92%		
may-07	7,58%	9,86%	2,40%	3,21%	0,93%	8,96%	3,49%	45,35%	10,59%	7,64%		
jun-07	4,12%	4,67%	1,35%	3,99%	1,16%	6,96%	8,79%	43,88%	4,67%	9,70%	10,72%	
jul-07	1,80%	5,11%	0,90%	2,67%	0,70%	4,92%	4,82%	44,90%	5,15%	9,71%	19,33%	
ago-07	3,94%	5,02%	1,02%	2,68%	0,62%	11,05%	2,76%	43,39%	3,09%	10,04%	16,37%	
sep-07	3,94%	5,02%	1,02%	2,68%	0,62%	11,05%	2,76%	43,39%	3,09%	10,04%	16,37%	
oct-07	2,42%	15,35%	1,14%	4,40%	0,93%	5,82%	1,53%	51,67%	6,35%	3,90%	6,50%	
nov-07	2,67%	10,86%	2,04%	4,01%	1,09%	10,61%	1,28%	55,68%	2,68%	4,15%	4,94%	
dic-07	6,06%	9,10%	0,86%	6,02%	0,97%	3,84%	2,39%	46,08%	3,44%	4,49%	16,74%	
ene-08	6,06%	9,10%	0,86%	6,02%	0,97%	3,84%	2,39%	46,08%	3,44%	4,49%	16,74%	
feb-08	6,06%	9,10%	0,86%	6,02%	0,97%	3,84%	2,39%	46,08%	3,44%	4,49%	16,74%	
mar-08	1,06%	8,23%	2,12%	8,02%	0,74%	5,65%	4,36%	56,02%	3,36%	2,68%	7,75%	
abr-08	1,59%	3,75%	2,07%	3,62%	1,04%	9,58%	6,03%	62,61%	2,16%	3,19%	4,35%	
may-08	1,59%	3,75%	2,07%	3,62%	1,04%	9,58%	6,03%	62,61%	2,16%	3,19%	4,35%	
jun-08	1,00%	6,01%	0,75%	3,93%	0,60%	4,36%	1,69%	57,80%	3,10%	9,88%	10,88%	
jul-08	1,00%	6,01%	0,75%	3,93%	0,60%	4,36%	1,69%	57,80%	3,10%	9,88%	10,88%	
ago-08	1,12%	6,66%	1,25%	4,52%	7,17%	5,10%	2,32%	42,05%	2,05%	5,56%	22,21%	
sep-08	1,12%	6,66%	1,25%	4,52%	7,17%	5,10%	2,32%	42,05%	2,05%	5,56%	22,21%	
oct-08	0,81%	4,44%	0,91%	8,14%	1,39%	4,76%	4,22%	46,99%	2,72%	17,44%	8,18%	
nov-08	0,54%	4,42%	1,01%	3,54%	4,30%	5,18%	15,00%	40,26%	5,25%	10,25%	10,25%	
dic-08	0,54%	4,42%	1,01%	3,54%	4,30%	5,18%	15,00%	40,26%	5,25%	10,25%	10,25%	
ene-09	0,54%	4,42%	1,01%	3,54%	4,30%	5,18%	15,00%	40,26%	5,25%	10,25%	10,25%	
feb-09	0,42%	5,92%	0,94%	3,59%	2,49%	4,29%	8,00%	50,00%	8,00%	8,08%	8,27%	
mar-09	0,42%	5,92%	0,94%	3,59%	2,49%	4,29%	8,00%	50,00%	8,00%	8,08%	8,27%	
abr-09	0,42%	5,92%	0,94%	3,59%	2,49%	4,29%	8,00%	50,00%	8,00%	8,08%	8,27%	
may-09	0,43%	3,62%	1,05%	4,05%	2,13%	3,00%	8,50%	49,00%	6,00%	9,60%	12,60%	
jun-09	0,43%	3,62%	1,05%	4,05%	2,13%	3,00%	8,50%	49,00%	6,00%	9,60%	12,60%	
jul-09	0,43%	3,62%	1,05%	4,05%	2,13%	3,00%	8,50%	49,00%	6,00%	9,60%	12,60%	
ago-09	0,43%	3,62%	1,05%	4,05%	2,13%	3,00%	8,50%	49,00%	6,00%	9,60%	12,60%	
sep-09	0,46%	2,65%	0,44%	2,14%	3,00%	20,00%	12,00%	37,82%	8,00%	8,00%	5,49%	
oct-09	0,46%	2,65%	0,44%	2,14%	3,00%	20,00%	12,00%	37,82%	8,00%	8,00%	5,49%	
nov-09	1,82%	1,80%	1,89%	1,80%	7,00%	7,00%	15,00%	35,00%	9,00%	10,00%	10,00%	
dic-09	1,82%	1,80%	1,89%	1,80%	7,00%	7,00%	15,00%	35,00%	9,00%	10,00%	10,00%	

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

### 6.3. ANEXO

#### ÍNDICES DE ACCIONES – 2007-2009. Fuente: IAMC.

Índice Merval - Primer trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	26.59%	Banco Macro	7.39%	Transener	2.84%
Grupo Financiero Galicia	10.98%	Pampa Holdings	7.14%	Aluar	2.43%
Petrobrás Energ. Partic.	10.81%	Petróleo Brasileiro	3.75%	Alpargatas	2.35%
Siderar	7.56%	Telecom Argentina	3.69%	Comercial del Plata	1.79%
Acindar	7.49%	Banco Francés	3.61%	Molinos Río de la Plata	1.57%

Índice Merval - Segundo trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	18.91%	Acindar	6.05%	Aluar	2.41%
Grupo Financiero Galicia	13.81%	Banco Francés	4.83%	Comercial del Plata	2.15%
Pampa Holdings	12.00%	Telecom Argentina	3.23%	YPF	1.64%
Banco Macro	9.67%	Petróleo Brasileiro	2.99%	Banco Hipotecario	1.57%
Petrobrás Energ. Partic.	8.80%	Transener	2.69%		
Siderar	6.67%	Alpargatas	2.60%		

Índice Merval - Tercer trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	15.39%	Banco Francés	4.45%	Banco Hipotecario	2.24%
Pampa Holdings	14.99%	Telecom Argentina	3.31%	YPF	2.09%
Grupo Financiero Galicia	11.99%	Petróleo Brasileiro	2.80%	Comercial del Plata	1.40%
Banco Macro	8.40%	Aluar	2.76%	Cresud	1.29%
Petrobrás Energ. Partic.	7.34%	Transener	2.51%	IRSA	1.06%
Siderar	5.61%	Alpargatas	2.47%	Trans. Gas del Sur	1.05%
Acindar	5.52%	Molinos Río de la Plata	2.32%	Indupa	1.03%

Índice Merval - Cuarto trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	14.66%	Petróleo Brasileiro	3.97%	Cresud	1.27%
Pampa Holdings	14.10%	Molinos Río de la Plata	3.75%	Mirgor	1.10%
Grupo Financiero Galicia	8.66%	Aluar	3.24%	Indupa	1.09%
Banco Macro	6.74%	Banco Francés	3.16%	Central Puerto	0.98%
Petrobrás Energ. Partic.	6.55%	Transener	2.05%	Transp. Gas del Sur	0.96%
Edenor	5.77%	Alpargatas	1.54%	Endesa Costanera	0.89%
Acindar	5.02%	Comercial del Plata	1.50%	YPF	0.86%
Siderar	4.82%	Banco Hipotecario	1.47%		
Telecom Argentina	4.46%	IRSA	1.40%		

Índice Merval - Primer trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	14.01%	Alpargatas	1.76%	Central Puerto	0.70%
Pampa Holding	10.91%	Comercial del Plata	1.64%	Endesa Costanera	0.70%
Banco Macro	6.38%	Socotherm	1.25%	Fiplasto	0.59%
Grupo Financiero Galicia	6.21%	Transener	1.20%	Banco Santander	0.48%
Petróleo Brasileiro	6.17%	Banco Hipotecario	1.17%	YPF	0.42%
Petrobrás Energ. Partic.	5.45%	IRSA	1.10%	Metrogas	0.31%
Telecom Argentina	4.91%	Quickfood	1.09%	Telefónica	0.27%
Siderar	4.59%	Mirgor	1.06%	Repsol	0.26%
Acindar	4.55%	Celulosa	0.86%	Agrometal	0.23%
Molinos Río de la Plata	3.86%	Indupa	0.84%	Longvie	0.20%
Edenor	3.70%	Transp. Gas del Sur	0.80%	Carlos Casado	0.19%
Banco Patagonia	3.62%	Carbochlor	0.74%	Gas Natural Ban	0.17%
Aluar	3.30%	Ledesma	0.72%	Juan Minetti	0.17%
Banco Francés	2.52%	Cresud	0.72%	Boldt	0.15%

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice Merval - Segundo trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	17.18%	Grupo Clarín	2.15%	YPF	0.51%
Pampa Holding	9.37%	Alpargatas	1.75%	Carboclor	0.48%
Petróleo Brasileiro	8.37%	Socotherm	1.44%	Fiplasto	0.46%
Banco Macro	6.36%	Ledesma	1.43%	Central Puerto	0.46%
Petrobrás Energ. Partic.	6.05%	Cresud	1.27%	Endesa Costanera	0.34%
Grupo Financiero Galicia	4.68%	Comercial del Plata	1.26%	Metrogas	0.30%
Telecom Argentina	4.67%	Mirgor	1.24%	Banco Santander	0.28%
Siderar	4.13%	IRSA	1.18%	Telefónica	0.27%
Molinos Río de la Plata	3.74%	Indupa	1.05%	Morixe	0.24%
Edenor	3.47%	Celulosa	0.93%	Boldt Gaming	0.20%
Acindar	3.17%	Banco Hipotecario	0.91%	Repsol	0.20%
Aluar	2.87%	Transp. Gas del Sur	0.87%	Carlos	0.20%
Banco Patagonia	2.57%	Transener	0.80%	Dycasa	0.19%
Banco Francés	2.26%	Quickfood	0.72%		

Índice Merval - Tercer trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	19.02%	Edenor	2.99%	Transp. Gas del Sur	1.00%
Petróleo Brasileiro	11.51%	Banco Patagonia	2.49%	IRSA	0.93%
Pampa Holding	9.10%	Aluar	1.92%	Transener	0.93%
Banco Macro	7.87%	Mirgor	1.85%	Acindar	0.86%
Petrobrás Energ. Partic.	6.28%	Grupo Clarín	1.76%	Comercial del Plata	0.74%
Telecom Argentina	6.22%	Socotherm	1.70%	Banco Hipotecario	0.70%
Grupo Financiero Galicia	4.99%	Cresud	1.68%	YPF	0.66%
Siderar	3.66%	Ledesma	1.54%	Celulosa	0.64%
Banco Francés	3.17%	Alpargatas	1.13%	Quickfood	0.57%
Molinos Río de la Plata	3.00%	Indupa	1.06%		

Índice Merval - Cuarto trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	20.42%	Siderar	3.53%	Transener	1.26%
Petróleo Brasileiro	11.87%	Banco Francés	3.53%	Transp. Gas del Sur	1.13%
Pampa Holdings	9.06%	Mirgor	3.41%	Cresud	1.11%
Banco Macro	8.94%	Banco Patagonia	3.31%	Quickfood	1.06%
Telecom Argentina	6.96%	Edenor	2.65%	Ledesma	0.91%
Grupo Financiero Galicia	5.60%	Socotherm	1.80%	Indupa	0.81%
Petrobrás Energía Partic.	4.90%	Grupo Clarín	1.63%		
Molinos Río del la Plata	4.57%	Aluar	1.52%		

Índice Merval - Primer trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Tenaris	34.46%	Molinos Río del la Plata	4.03%
Petróleo Brasileiro	11.59%	Edenor	3.60%
Banco Macro	8.55%	Mirgor	3.15%
Pampa Energía	7.63%	Banco Francés	2.89%
Grupo Financiero Galicia	6.94%	Siderar	2.76%
Telecom Argentina	5.88%	Banco Patagonia	2.58%
Petrobrás Energía Partic.	4.51%	Aluar	1.43%

Índice Merval - Segundo trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Tenaris	46.44%	Petrobrás Energía Partic.	4.45%
Petróleo Brasileiro	13.77%	Edenor	3.57%
Grupo Financiero Galicia	7.04%	Siderar	2.72%
Banco Macro	6.95%	Banco Francés	2.54%
Pampa Energía	5.92%	Banco Patagonia	1.70%
Telecom Argentina	4.89%		

Índice Merval - Tercer trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Tenaris	47.61%	Banco Macro	4.59%
Petróleo Brasileiro	13.62%	Siderar	3.44%
Grupo Financiero Galicia	8.11%	Banco Francés	2.63%
Petrobrás Energía Partic.	5.27%	Edenor	2.59%
Telecom Argentina	5.20%	Aluar	1.74%
Pampa Energía	5.20%		

Índice Merval - Cuarto trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Tenaris	33.55%	Edenor	4.13%
Petróleo Brasileiro	10.39%	Siderar	3.82%
Petrobrás Energía Partic.	10.21%	Aluar	3.16%
Grupo Financiero Galicia	8.83%	Banco Patagonia	2.79%
Pampa Energía	5.78%	Aluar	2.76%
Telecom	5.31%	Banco Francés	2.59%
Banco Macro	4.87%	Banco Hipotecario	1.80%

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice Merval 25 - Primer trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	24.93%	Banco Francés	3.38%	IRSA	0.70%
Grupo Financiero Galicia	10.30%	Transener	2.66%	Indupa	0.62%
Petrobrás Energ. Partic.	10.14%	Aluar	2.28%	Endesa Costanera	0.60%
Siderar	7.09%	Alpargatas	2.20%	Repsol	0.45%
Acindar	7.02%	Comercial del Plata	1.68%	Banco Hipotecario	0.36%
Banco Macro	6.93%	Molinos Río de la Plata	1.48%	Cresud	0.35%
Pampa Holdings	6.70%	Transp. Gas del Sur	1.19%	Telefónica	0.34%
Petróleo Brasileiro	3.51%	Carbochlor	0.84%		
Telecom Argentina	3.46%	Central Puerto	0.80%		

Índice Merval 25 - Segundo trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	17.70%	Petróleo Brasileiro	2.79%	Central Puerto	0.63%
Grupo Financiero Galicia	12.92%	Transener	2.52%	Carbochlor	0.62%
Pampa Holdings	11.23%	Alpargatas	2.43%	Indupa	0.61%
Banco Macro	9.05%	Aluar	2.25%	Fiplasto	0.58%
Petrobrás Energ. Partic.	8.23%	Comercial del Plata	2.01%	Endesa Costanera	0.56%
Siderar	6.24%	YPF	1.53%	IRSA	0.54%
Acindar	5.66%	Banco Hipotecario	1.47%	Cresud	0.52%
Banco Francés	4.52%	Molinos Río de la Plata	1.41%		
Telecom Argentina	3.02%	Transp. Gas del Sur	0.95%		

Índice Merval 25 - Tercer trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	14.92%	Petróleo Brasileiro	2.72%	IRSA	1.02%
Pampa Holdings	14.53%	Aluar	2.68%	Transp. Gas del Sur	1.02%
Grupo Financiero Galicia	11.63%	Transener	2.43%	Indupa	1.00%
Banco Macro	8.14%	Alpargatas	2.40%	Mirgor	0.99%
Petrobrás Energ. Partic.	7.11%	Molinos Río de la Plata	2.25%	Fiplasto	0.72%
Siderar	5.44%	Banco Hipotecario	2.17%	Central Puerto	0.68%
Acindar	5.35%	YPF	2.02%	Endesa Costanera	0.64%
Banco Francés	4.32%	Comercial del Plata	1.35%		
Telecom Argentina	3.21%	Cresud	1.25%		

Índice Merval 25 - Cuarto trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	14.66%	Petróleo Brasileiro	3.97%	Cresud	1.27%
Pampa Holdings	14.10%	Molinos Río de la Plata	3.75%	Mirgor	1.10%
Grupo Financiero Galicia	8.66%	Aluar	3.24%	Indupa	1.09%
Banco Macro	6.74%	Banco Francés	3.16%	Central Puerto	0.98%
Petrobrás Energ. Partic.	6.55%	Transener	2.05%	Transp. Gas del Sur	0.96%
Edenor	5.77%	Alpargatas	1.54%	Endesa Costanera	0.89%
Acindar	5.02%	Comercial del Plata	1.50%	YPF	0.86%
Siderar	4.82%	Banco Hipotecario	1.47%		
Telecom Argentina	4.46%	IRSA	1.40%		

Índice Merval 25 - Primer trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	15.07%	Molinos Río de la Plata	4.16%	Banco Hipotecario	1.26%
Pampa Holding	11.73%	Edenor	3.98%	IRSA	1.18%
Banco Macro	6.86%	Banco Patagonia	3.90%	Quickfood	1.17%
Grupo Financiero Galicia	6.68%	Aluar	3.55%	Mirgor	1.14%
Petróleo Brasileiro	6.64%	Banco Francés	2.71%	Celulosa	0.92%
Petrobrás Energ. Partic.	5.86%	Alpargatas	1.90%	Indupa	0.91%
Telecom Argentina	5.28%	Comercial del Plata	1.76%	Transp. Gas del Sur	0.86%
Siderar	4.94%	Socotherm	1.35%		
Acindar	4.89%	Transener	1.29%		

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice Merval 25 - Segundo trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	18.37%	Edenor	3.71%	Cresud	1.36%
Pampa Holding	10.02%	Acindar	3.39%	Comercial del Plata	1.34%
Petróleo Brasileiro	8.95%	Aluar	3.07%	Mirgor	1.32%
Banco Macro	6.81%	Banco Patagonia	2.74%	IRSA	1.26%
Petrobrás Energ. Partic.	6.47%	Banco Francés	2.42%	Indupa	1.12%
Grupo Financiero Galicia	5.00%	Grupo Clarín	2.30%	Celulosa	1.00%
Telecom Argentina	5.00%	Alpargatas	1.87%	Banco Hipotecario	0.97%
Siderar	4.42%	Socotherm	1.54%		
Molinos Río de la Plata	4.00%	Ledesma	1.53%		

Índice Merval 25 - Tercer trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	19.53%	Molinos Río de la Plata	3.08%	Alpargatas	1.16%
Petróleo Brasileiro	11.81%	Edenor	3.07%	Indupa	1.09%
Pampa Holding	9.34%	Banco Patagonia	2.55%	Transp. Gas del Sur	1.03%
Banco Macro	8.08%	Aluar	1.97%	IRSA	0.96%
Petrobrás Energ. Partic.	6.45%	Mirgor	1.90%	Transener	0.96%
Telecom Argentina	6.39%	Grupo Clarín	1.81%	Acindar	0.88%
Grupo Financiero Galicia	5.12%	Socotherm	1.74%	Comercial del Plata	0.76%
Siderar	3.76%	Cresud	1.72%		
Banco Francés	3.26%	Ledesma	1.58%		

Índice Merval 25 - Cuarto trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	19.98%	Banco Francés	3.45%	Cresud	1.08%
Petróleo Brasileiro	11.62%	Mirgor	3.34%	Quickfood	1.04%
Pampa Holding	8.87%	Banco Patagonia	3.24%	Ledesma	0.89%
Banco Macro	8.75%	Edenor	2.60%	Indupa	0.79%
Telecom Argentina	6.82%	Socotherm	1.76%	Alpargatas	0.78%
Grupo Financiero Galicia	5.48%	Grupo Clarín	1.59%	Banco Hipotecario	0.74%
Petrobrás Energ. Partic.	4.80%	Aluar	1.49%	Comercial del Plata	0.61%
Molinos Río de la Plata	4.47%	Transener	1.23%		
Siderar	3.45%	Transp. Gas del Sur	1.11%		

Índice Merval 25 - Primer trimestre de 2009					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Mirgor	2.89%	Quickfood	0.77%	Socotherm	0.72%
Petróleo Brasileiro	10.64%	Banco Francés	2.65%	Ledesma	0.66%
Banco Macro	7.84%	Siderar	2.53%	Cresud	0.59%
Pampa Energía	7.00%	Banco Patagonia	2.37%	YPF	0.57%
Grupo Financiero Galicia	6.37%	Aluar	1.31%	Indupa	0.54%
Telecom Argentina	5.40%	Grupo Clarín	1.25%	IRSA	0.50%
Petrobrás Energ. Partic.	4.14%	Transener	0.94%		
Molinos Río de la Plata	3.70%	Transp. Gas del Sur	0.88%		
Edenor	3.31%	Comercial del Plata	0.77%		

Índice Merval 25 - Segundo trimestre de 2009					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	41.83%	Banco Francés	2.29%	YPF	0.58%
Petróleo Brasileiro	12.40%	Banco Patagonia	1.53%	IRSA	0.55%
Grupo Financiero Galicia	6.34%	Mirgor	1.41%	Indupa	0.51%
Banco Macro	6.26%	Aluar	1.20%	Ledesma	0.48%
Pampa Energía	5.33%	Molinos Río de la Plata	1.10%	Socotherm	0.43%
Telecom Argentina	4.40%	Transp. Gas del Sur	0.80%	Cresud	0.43%
Petrobrás Energ. Partic.	4.00%	Grupo Clarín	0.74%	Banco Hipotecario	0.39%
Edenor	3.22%	Comercial del Plata	0.67%		
Siderar	2.45%	Transener	0.65%		

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice Merval 25 - Tercer trimestre de 2009					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	42.44%	Edenor	2.31%	Grupo Clarín	0.69%
Petróleo Brasileiro	12.15%	Aluar	1.55%	Molinos Río de la Plata	0.64%
Grupo Financiero Galicia	7.23%	Transener	1.30%	Ledesma	0.54%
Petrobrás Energ. Partic.	4.69%	Banco Hipotecario	1.18%	Socotherm	0.50%
Telecom Argentina	4.64%	Comercial del Plata	1.07%	Alpargatas	0.49%
Pampa Energía	4.63%	Mirgor	0.98%	IRSA	0.46%
Banco Macro	4.09%	Banco Patagonia	0.96%	Fiplasto	0.43%
Siderar	3.06%	Indupa	0.88%		
Banco Francés	2.35%	Transp. Gas del Sur	0.75%		

Índice Merval 25 - Cuarto trimestre de 2009					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Tenaris	30.23%	Aluar	2.85%	Molinos Río de la Plata	0.93%
Petróleo Brasileiro	9.37%	Banco Patagonia	2.52%	Ledesma	0.78%
Pampa Energía	9.20%	Transener	2.49%	Transp. Gas del Sur	0.78%
Grupo Financiero Galicia	7.95%	Banco Francés	2.34%	Alpargatas	0.72%
Petrobrás Energía	5.21%	Banco Hipotecario	1.62%	Socotherm	0.64%
Telecom Argentina	4.78%	Comercial del Plata	1.35%	IRSA	0.58%
Banco Macro	4.38%	Mirgor	1.32%	Cresud	0.55%
Edenor	3.72%	Grupo Clarín	1.14%		
Siderar	3.44%	Indupa	1.09%		

Índice M.A.R. - Primer trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Grupo Financiero Galicia	15.49%	Pampa Holdings	10.07%	Alpargatas	3.31%
Petrobrás Energ. Partic.	15.24%	Telecom Argentina	5.20%	Comercial del Plata	2.52%
Siderar	10.66%	Banco Francés	5.09%	Molinos Río de la Plata	2.22%
Acindar	10.56%	Transener	4.00%	Transp. Gas del Sur	1.79%
Banco Macro	10.42%	Aluar	3.43%		

Índice M.A.R. - Segundo trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Grupo Financiero Galicia	17.34%	Acindar	7.59%	Aluar	3.02%
Pampa Holdings	15.07%	Banco Francés	6.07%	Comercial del Plata	2.70%
Banco Macro	12.15%	Telecom Argentina	4.06%	YPF	2.06%
Petrobrás Energ. Partic.	11.05%	Transener	3.38%	Banco Hipotecario	1.98%
Siderar	8.37%	Alpargatas	3.26%	Molinos Río de la Plata	1.89%

Índice M.A.R. - Tercer trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Pampa Holdings	18.32%	Telecom Argentina	4.05%	Comercial del Plata	1.71%
Grupo Financiero Galicia	14.66%	Aluar	3.38%	Cresud	1.57%
Banco Macro	10.27%	Transener	3.07%	IRSA	1.29%
Petrobrás Energ. Partic.	8.97%	Alpargatas	3.02%	Transp. Gas del Sur	1.28%
Siderar	6.85%	Molinos Río de la Plata	2.83%	Indupa	1.26%
Acindar	6.74%	Banco Hipotecario	2.74%		
Banco Francés	5.44%	YPF	2.55%		

Índice M.A.R. - Cuarto trimestre de 2007					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Pampa Holdings	18.00%	Banco Francés	4.04%	Central Puerto	1.25%
Grupo Financiero Galicia	11.06%	Transener	2.62%	Transp. Gas del Sur	1.23%
Banco Macro	8.61%	Alpargatas	1.96%	Endesa Costanera	1.14%
Petrobrás Energ. Partic.	8.36%	Comercial del Plata	1.92%	YPF	1.10%
Acindar	6.41%	Banco Hipotecario	1.88%	Quickfood	0.96%
Siderar	6.15%	IRSA	1.78%	Carbochlor	0.94%
Telecom Argentina	5.70%	Cresud	1.62%	Fiplasto	0.84%
Molinos Río de la Plata	4.79%	Mirgor	1.41%	Celulosa	0.72%
Aluar	4.13%	Indupa	1.39%		

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice M.A.R. - Primer trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Pampa Holding	15.14%	Aluar	4.59%	Mirgor	1.47%
Banco Macro	8.86%	Banco Francés	3.50%	Celulosa	1.19%
Grupo Financiero Galicia	8.61%	Alpargatas	2.45%	Indupa	1.17%
Petrobrás Energ. Partic.	7.57%	Comercial del Plata	2.28%	Transp. Gas del Sur	1.11%
Telecom Argentina	6.82%	Socotherm	1.74%	Carboclor	1.02%
Siderar	6.38%	Transener	1.67%	Ledesma	1.00%
Acindar	6.31%	Banco Hipotecario	1.63%	Cresud	1.00%
Molinos Río de la Plata	5.36%	IRSA	1.52%	Central Puerto	0.98%
Edenor	5.14%	Quickfood	1.51%		

Índice M.A.R. - Segundo trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Pampa Holding	13.55%	Aluar	4.16%	IRSA	1.70%
Banco Macro	9.20%	Banco Patagonia	3.71%	Indupa	1.52%
Petrobrás Energ. Partic.	8.74%	Banco Francés	3.27%	Celulosa	1.35%
Grupo Financiero Galicia	6.76%	Alpargatas	2.52%	Banco Hipotecario	1.31%
Telecom Argentina	6.75%	Socotherm	2.08%	Transp. Gas del Sur	1.25%
Siderar	5.97%	Ledesma	2.07%	Transener	1.16%
Molinos Río de la Plata	5.40%	Cresud	1.84%	Quickfood	1.04%
Edenor	5.02%	Comercial del Plata	1.81%	YPF	0.74%
Acindar	4.59%	Mirgor	1.79%	Carboclor	0.69%

Índice M.A.R. - Tercer trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Pampa Holding	13.47%	Edenor	4.43%	Alpargatas	1.68%
Banco Macro	11.65%	Banco Patagonia	3.68%	Indupa	1.57%
Petrobrás Energ. Partic.	9.30%	Aluar	2.83%	Transp. Gas del Sur	1.48%
Telecom Argentina	9.21%	Mirgor	2.73%	IRSA	1.38%
Grupo Financiero Galicia	7.38%	Grupo Clarín	2.61%	Transener	1.09%
Siderar	5.42%	Socotherm	2.52%	Acindar	1.27%
Banco Francés	4.69%	Cresud	2.48%	Comercial del Plata	1.09%
Molinos Río de la Plata	4.43%	Ledesma	2.28%	Banco Hipotecario	1.04%

Índice M.A.R. - Cuarto trimestre de 2008					
Especie	%	Especie	%	Especie	%
Pampa Holding	13.74%	Siderar	5.35%	Grupo Clarín	2.46%
Banco Macro	13.55%	Banco Francés	5.35%	Aluar	2.31%
Telecom Argentina	10.55%	Mirgor	5.17%	Transener	1.91%
Grupo Financiero Galicia	8.49%	Banco Patagonia	5.01%	Quickfood	1.61%
Petrobrás Energ. Partic.	7.43%	Edenor	4.02%	Cresud	1.68%
Molinos Río de la Plata	6.92%	Socotherm	2.73%	Transp. Gas del Sur	1.71%

Índice M.A.R. - Segundo trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Grupo Financiero Galicia	15.18%	Banco Patagonia	3.66%
Banco Macro	14.99%	Mirgor	3.38%
Pampa Energía	12.77%	Aluar	2.88%
Telecom Argentina	10.55%	Molinos Río de la Plata	2.64%
Petrobrás Energ. Partic.	9.59%	Transp. Gas del Sur	1.92%
Edenor	7.71%	Grupo Clarín	1.77%
Siderar	5.87%	Comercial del Plata	1.59%
Banco Francés	5.49%		

Índice M.A.R. - Primer trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Banco Macro	14.92%	Banco Francés	5.04%
Pampa Energía	13.31%	Siderar	4.82%
Grupo Financiero Galicia	12.11%	Banco Patagonia	4.51%
Telecom Argentina	10.26%	Aluar	2.50%
Petrobrás Energ. Partic.	7.88%	Grupo Clarín	2.37%
Molinos Río de la Plata	7.04%	Transener	1.78%
Edenor	6.29%	Transp. Gas del Sur	1.68%
Mirgor	5.49%		

Trabajo Final – Sabrina Isabela Cauzzo – Efectos de la eliminación del régimen de capitalización y la crisis financiera internacional en los instrumentos de financiación del mercado de capitales argentino.

Índice M.A.R. - Tercer trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Grupo Financiero Galicia	17.35%	Aluar	3.73%
Petrobrás Energ. Partic.	11.26%	Transener	3.13%
Telecom Argentina	11.13%	Banco Hipotecario	2.83%
Pampa Energía	11.12%	Comercial del Plata	2.56%
Banco Macro	9.82%	Mirgor	2.36%
Siderar	7.35%	Banco Patagonia	2.29%
Banco Francés	5.63%	Indupa	2.10%
Edenor	5.55%	Transp. Gas del Sur	1.80%

Índice M.A.R. - Cuarto trimestre de 2009			
Especie	%	Especie	%
Pampa Energía	16.94%	Banco Patagonia	4.63%
Grupo Financiero Galicia	14.64%	Transener	4.58%
Petrobrás Energía	9.59%	Banco Francés	4.30%
Telecom Argentina	8.80%	Banco Hipotecario	2.98%
Banco Macro	8.07%	Comercial del Plata	2.49%
Edenor	6.85%	Mirgor	2.44%
Siderar	6.34%	Grupo Clarín	2.10%
Aluar	5.24%		

## **7. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO**

**7.1.** Los productos financieros estructurados son activos formados por una combinación de dos o más instrumentos financieros, en donde la rentabilidad o el costo de financiación está ligado a la evolución que experimente una determinada referencia (índice bursátil, canasta de índices, acciones, tipo de interés, tipo de cambio etc.).

**7.2.** El free float es el porcentaje del capital accionario que cotiza en Bolsa.

**7.3.** PBI: Es la suma del valor agregado por todos los productores residentes más todos los impuestos a los productos (menos los subsidios) no incluidos en la valuación del producto más las entradas netas de ingreso primario (remuneración de empleados e ingreso por propiedad) del exterior.

PBI per cápita: Es el PBI dividido por la población.

IED (neta): Entradas netas de inversiones que adquieren un interés duradero en la administración de una empresa que opera en una Economía que no es la del inversor. Es la suma del capital social, la reinversión de ganancias, otros capitales a largo plazo y el capital a corto plazo, como se registra en la Balanza de Pagos.

Capitalización empresas que cotizan en Bolsa: Es el precio de las acciones multiplicado por la cantidad de acciones en circulación. Las empresas que cotizan en Bolsa no incluyen sociedades de inversión, fondos comunes de inversión ni otras asociaciones de inversión colectiva.

Tasa de desempleo: Es la proporción de la población activa que no tiene trabajo, pero que lo busca y está disponible para realizarlo.

**7.4.** MAE es el mercado electrónico de títulos valores y de negociación de moneda extranjera más importante de Argentina. Está basado en una plataforma electrónica a partir de soportes informáticos específicos, donde se transan títulos de renta fija tanto públicos como privados, divisas, operaciones de pases, y se concretan operaciones de futuros con monedas y tasa de interés. Complementariamente, este soporte tecnológico es utilizado en las licitaciones de letras y bonos del BCRA y en la colocación primaria de títulos del Estado Nacional.

**7.5.** El IGB está compuesto por la totalidad de acciones que cotizan en BCBA.

**7.6.** El S&P 500 es uno de los principales índices bursátiles de Estados Unidos. El índice está compuesto por las 500 empresas líderes de las principales industrias de la economía norteamericana y cubre el 75% de las acciones de Estados Unidos.