



Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2008

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Marzo 2008

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

Banco Central de la República Argentina

Reconquista 266
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires
República Argentina
Tel. | (54 11) 4348-3500
Fax | (54 11) 4000-1256
Sitio Web | www.bcra.gov.ar

Contenidos, coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis del Sistema Financiero y Mercado de Capitales

Diseño editorial | Área de Imagen y Diseño, Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas: analisis.financiero@bcra.gov.ar

Prefacio

La **estabilidad financiera** implica una situación donde el sector de servicios financieros puede intermediar los ahorros de los agentes económicos y proveer un servicio nacional de pagos de una manera eficiente, segura y sostenible en el tiempo. En el marco de la ejecución de políticas macroeconómicas consistentes y estables, el grado de resistencia del sector frente a shocks negativos, define la proximidad del sistema a las condiciones de **estabilidad financiera**.

La fuerte interrelación entre la **estabilidad financiera** y el crecimiento económico sostenido justifica que aquella constituya un bien social que el Estado debe buscar y proteger. Históricamente, muchos Bancos Centrales se fundaron para enfrentar situaciones de inestabilidad financiera mientras que, actualmente, la mayoría tiene como una de sus principales funciones la de promover la **estabilidad financiera**.

El Banco Central de la República Argentina, según lo establece su Carta Orgánica en el artículo 4º, ostenta el mandato de “vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero”. Para alcanzar el éxito de esta función primordial, es necesario complementar las facultades habituales de regulación y supervisión propias del BCRA con una estrategia de comunicación transparente y accesible para el público en general.

En este marco surge el **Boletín de Estabilidad Financiera (BEF)**, presentando una evaluación general respecto de la evolución de las condiciones de estabilidad financiera. En el **BEF** se fusionan los diversos canales de información del BCRA sobre la materia, en una única publicación. Asimismo, entre cada edición semestral del **BEF**, el BCRA divulga mensualmente el **Informe sobre Bancos** para mantener actualizado al público respecto de los últimos desarrollos del sistema financiero. Estas dos publicaciones son los principales medios que usa el BCRA para difundir su perspectiva sobre el sector financiero.

Dependiendo de la profundidad deseada por el lector, el **BEF** puede abordarse de dos maneras. La lectura de la Visión Institucional y del Balance de Riesgos, conjuntamente con la síntesis y los destacados de cada capítulo, permite capturar la esencia del contenido del **BEF**. Naturalmente, el repaso completo del **BEF** ofrece una profunda evaluación de los temas tratados, enriquecida con el desarrollo de temas especiales presentados en los Apartados.

La fecha de la próxima publicación del **BEF**, con cierre estadístico a junio de 2008, será el 30 de septiembre de 2008 a través de Internet.

Buenos Aires, 31 de marzo de 2008

Contenido

Pág. 7 | Visión Institucional

Pág. 11 | I. Contexto Internacional

Pág. 13 | Apartado 1 / Profundidad Financiera y Desarrollo Económico

Pág. 21 | II. Contexto Local

Pág. 35 | III. Mercado de Capitales

Pág. 45 | IV. Intermediarios Financieros

Pág. 52 | Apartado 2 / Financiamiento a la Producción

Pág. 55 | Apartado 3 / Bancarización en Argentina

Pág. 57 | V. Administración de Riesgos

Pág. 73 | VI. Solvencia

Pág. 81 | Balance de Riesgos

Pág. 83 | Anexo Estadístico

Pág. 87 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

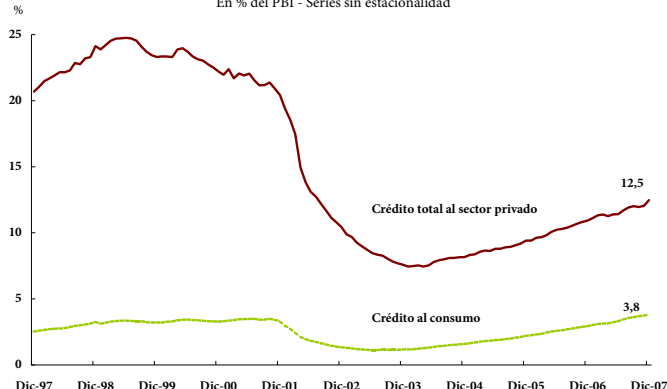
Pág. 89 | Índice de Gráficos y Tablas

Visión Institucional

Gráfico 1

Crédito al Sector Privado

En % del PBI - Series sin estacionalidad



Fuente: INDEC y BCRA

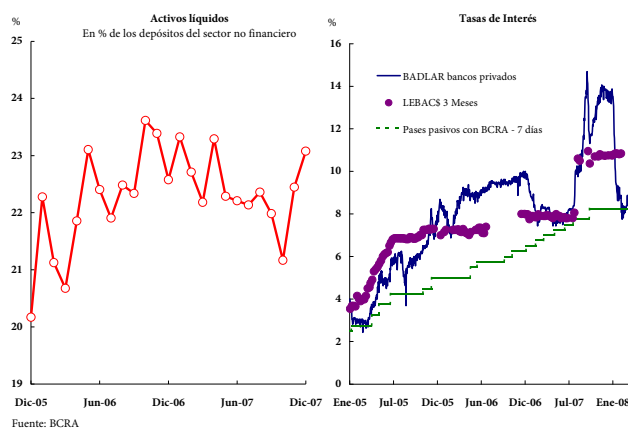
El marco de política monetaria y financiera diseñado por el BCRA está permitiendo hacer frente de manera exitosa el escenario internacional de mayor volatilidad, logrando sostener adecuados niveles de liquidez sistémicos y evitar así una eventual desaceleración de la expansión del financiamiento al sector privado que pudiera afectar negativamente al ritmo de expansión económica. La creciente incertidumbre en los mercados financieros internacionales repercutió en el mercado de capitales local, evidenciando cotizaciones volátiles con caídas de precios en la última parte de 2007, lo cual impactó en las carteras de inversión del sector financiero local. Se estima que este escenario se mantendría en 2008 en la medida en que se vaya verificando una mayor probabilidad de una recesión en EEUU, afectando eventualmente la economía global. En este contexto y hacia adelante, si bien el sistema financiero muestra un mapa integral de riesgos con cambios menores, los niveles de solvencia lo ubican en una posición de mayor resistencia que en el pasado para enfrentar el escenario más complejo.

El sistema financiero local observó un significativo crecimiento de su intermediación financiera en 2007. El incremento del crédito bancario a las empresas y a las familias fue superior a 40% por tercer año consecutivo, alcanzando una profundidad de 12,5% del PIB, casi 5 p.p. por encima del mínimo de post-crisis. Esta dinámica está siendo acompañada por acotados niveles de exposición al riesgo de crédito del sector privado, en paralelo con una menor exposición al riesgo del sector público. Por su parte, los depósitos del sector privado se consolidaron como la principal fuente de fondeo bancario en 2007, mientras que la utilización de los recursos provenientes del mercado de capitales evidenció una desaceleración a fines de año. La profundización de la intermediación financiera de la banca con el sector privado sigue cimentando su rentabilidad y su solvencia, permitiéndole sobrellevar un escenario internacional con nuevos desafíos para 2008.

Durante la segunda parte de 2007 los depósitos totales del sector privado aumentaron 22%a., con un dinamismo levemente superior de los depósitos a la vista respecto a los plazo fijo. Si bien el empeoramiento del contexto internacional hacia el segundo semestre llevó a los bancos a posponer temporalmente las nuevas emisiones de ON, estas alcanzaron casi \$2.000 millones (62% más que el año anterior).

Como signo de la casi completa normalización patrimonial de los bancos, están próximos a desaparecer ciertos elementos asociados a la crisis de 2001-2002. Por el lado del activo, la amortización acumulada de amparos por el sistema financiero llegó a casi 90% de los amparos activados. Mientras que en los pasivos los redescuentos

Gráfico 2
Liquidez



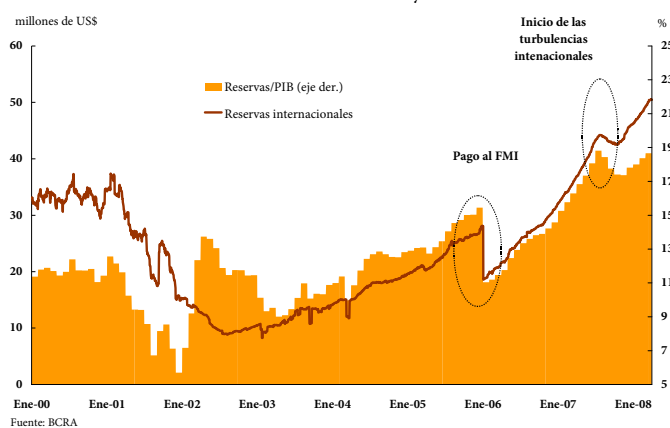
otorgados por el BCRA siguieron cancelándose aceleradamente, representando actualmente sólo 0,5% del pasivo.

La expansión de la intermediación financiera sigue dándose en un marco de riesgos acotados. En el segundo semestre del año los bancos incrementaron la canalización de recursos al sector privado sin descuidar el fortalecimiento de sus niveles prudenciales de liquidez. A fines de 2007 los activos líquidos de la banca se ubicaron en 23% de los depósitos, 38,5% tomando en cuenta los títulos del BCRA. Este stock de liquidez constituye una respuesta precautoria ante un marco internacional de mayor volatilidad que repercutió sobre los mercados locales de liquidez interbancaria, llevando a incrementos puntuales en las tasas de interés en los mercados de corto plazo hacia el tercer trimestre, para luego normalizarse a partir de las medidas implementadas por el BCRA.

Ante el impacto local del escenario internacional, el BCRA inyectó liquidez en el mercado en forma oportuna, destacándose en particular el rol de las Lebac y Nobac como mecanismo de regulación monetaria. De esta forma, se logró, entre otros elementos, eludir eventuales efectos adversos sobre la dinámica del crédito al sector privado y, así, evitar un impacto desfavorable sobre el ritmo de crecimiento económico. En particular, se realizaron inyecciones de liquidez a través de distintos mecanismos: recompra en los mercados secundarios de títulos en pesos emitidos por el BCRA, subastas de recompra de Lebac y Nobac, subastas de pases activos, concertación de pases activos a 7 días de plazo a tasa de interés fija, suspensión de los llamados a licitación de títulos del BCRA y la inclusión de los títulos públicos nacionales como activos elegibles para concertar pases con el BCRA. Con el fin de preservar su función de mecanismo de absorción monetaria y reserva de liquidez y de evitar distorsiones derivadas de la actividad de los inversores extranjeros, se dispuso la emisión de Lebac y Nobac internas que únicamente se negociaron localmente y entre residentes. También se incorporaron dos períodos de cómputo bimestral de la integración de efectivo mínimo, adicionalmente al cómputo de diciembre-febrero, y se redujo la exigencia mínima diaria de 50% a 40%.

La banca continúa sosteniendo una buena posición frente al riesgo de crédito del sector privado, en un marco de creciente financiamiento a este sector (casi 41% de su activo neteado). Las perspectivas de ingresos de las familias y de rentabilidad de las empresas sumadas a sus adecuados perfiles financieros, en un marco de previsiones de la banca que superan holgadamente la cartera en mora, delinean una acotada exposición patrimonial de los bancos al riesgo de contraparte de este sector. A fines de 2007 la irregularidad se ubicó en un nivel históricamente bajo de 3,2%. El desempeño de los préstamos corporativos siguió mejorando a fines de 2007, mientras que la irregularidad de las líneas destinadas a las familias se mantuvo

Gráfico 3
Reservas Internacionales y PIB



Fuente: BCRA

estable, luego de haber crecido moderadamente en la primera parte del año. Este último movimiento estuvo impulsado por las líneas destinadas al consumo, financiaciones que serán objeto de un mayor monitoreo con el fin de limitar potenciales efectos adversos ante eventuales cambios en el contexto macroeconómico y financiero. Por su parte, el sistema financiero continuó reduciendo su exposición al riesgo crediticio del sector público, a través de la disminución en los títulos públicos en cartera (hasta 17,1% del activo neteado), en paralelo al buen desempeño del sector, principalmente vinculado a la obtención de resultados primarios superavitarios con un menor endeudamiento.

El sistema financiero registró un moderado aumento en su exposición al riesgo de moneda extranjera en el segundo semestre de 2007, movimiento impulsado por el incremento en los contratos a futuro de moneda extranjera y por cierto crecimiento en las fluctuaciones en el tipo de cambio peso-dólar. Esta volatilidad originada en el contexto de turbulencias internacionales fue atemperada por la política de intervención del BCRA en el mercado cambiario *spot* y futuro. Así, quedó demostrada la importancia de la política de acumulación de reservas internacionales como instrumento prudencial. A partir de noviembre de 2007 el BCRA retomó su estrategia de acumulación de reservas internacionales, superando los US\$50.000 millones a fines de marzo de 2008.

Gradualmente los bancos logran mitigar su exposición al riesgo de tasa de interés, tendencia liderada por la disminución en los activos del sector público en cartera, los cuales son fundamentalmente de mayor madurez relativa y a tasa de interés fija. Si bien la exposición al riesgo de tasa de interés real (vinculado al descalce de partidas con ajuste CER) permanece en niveles elevados, sigue contrayéndose debido a la reducción de los activos ajustables en cartera. La reciente implementación por parte del BCRA del mecanismo de *swap* de tasas, constituirá un salto cualitativo en las alternativas de los bancos para cubrirse frente al riesgo de tasa de interés en un marco de mayor financiamiento de largo plazo.

En el segundo semestre de 2007 aumentó el riesgo de mercado asumido por los bancos, impulsado por el escenario de turbulencias internacionales. Con el fin de evitar excesivas fluctuaciones patrimoniales, desde el BCRA se habilitó la contabilización de aquellos títulos valores mantenidos a vencimiento en cuentas de inversión y en títulos valores con disponibilidad para la venta.

Alentada por la expansión de la intermediación financiera con el sector privado, la rentabilidad de la banca totalizó 1,2%a. del activo en el segundo semestre de 2007 (1,5% en el año). En el cierre de 2007 las ganancias de los bancos fueron influenciadas por los efectos del marco de volatilidad internacional sobre el mercado de capitales local y por los mayores gastos de administración vincu-

lados al aumento del empleo y del salario en el sector. Esto fue en parte compensado por la expansión de los ingresos recurrentes: por intereses y por servicios.

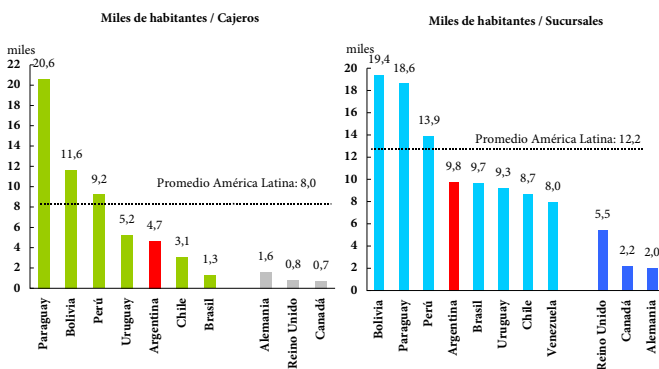
En la segunda parte de 2007 el sistema financiero siguió incrementando su solidez, movimiento liderado por las ganancias contables combinadas con las nuevas inyecciones de capital. Así, a lo largo del segundo semestre de 2007 el patrimonio neto de los bancos verificó un incremento de \$1.300 millones (7,4%a.), con capitalizaciones por casi \$900 millones (\$1.900 en 2007). De esta manera la banca sostiene su capacidad para enfrentar los efectos de *shocks* externos, con un nivel de integración de capital de 16,8% de sus activos a riesgo, por encima de los niveles mínimos exigidos localmente y de los recomendados internacionalmente.

Con el objetivo de impulsar un desarrollo más integrador del país, existen varias dimensiones de la banca que requieren de avances. En particular, se debe profundizar el crédito a mediano y largo plazo destinado a la inversión y a las necesidades de vivienda, lograr una mayor canalización de recursos a las micro-empresas y a las PyME, incrementar los niveles de bancarización entre las distintas regiones del país y entre los estratos socio-económicos, ahondar en el monitoreo de la expansión del crédito al consumo y continuar en el camino hacia la implementación de las recomendaciones de Basilea II.

El BCRA, adicionalmente a su principal aporte vinculado con garantizar la estabilidad monetaria y financiera local, ya ha comenzado a implementar medidas específicas para avanzar en esta agenda. Por un lado, se generaron incentivos para lograr una mayor madurez en el plazo de los pasivos bancarios, como la adecuación de los requisitos de liquidez, la autorización de depósitos a plazo fijo con tasa de interés variable junto a una mínima asegurada y el cómputo de instrumentos híbridos de deuda en el capital. Para incentivar el crédito a micro-empresas y a PyME, se facilitó el otorgamiento de avales de las SGR y se dinamizó el descuento de cheques de pago diferido. Para incrementar el acceso a servicios financieros se establecieron requisitos de capital según las características de la región, se habilitó la implementación de casas operativas móviles, se facilitó la instalación de sucursales en zonas geográficas con bajos niveles de acceso y se flexibilizaron los requisitos para la instalación de nuevas Cajas de Crédito Cooperativas. Asimismo, se estableció una hoja de ruta para cumplir con Basilea II.

De cara a 2008, la profundización del escenario de turbulencias en los mercados internacionales se impone como un desafío para el desarrollo de los sistemas financieros de las economías emergentes. En el caso de Argentina, la continuidad del crecimiento de la actividad económica, en un marco de políticas fiscal, de comercio exterior, monetaria y prudencial consistentes, consolidará el marco de estabilidad financiera local.

Gráfico 4
Bancarización - Comparación Regional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bancos Centrales

I. Contexto Internacional

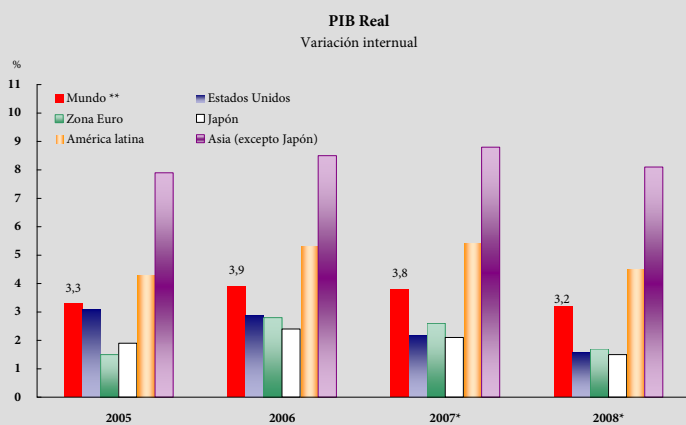
Síntesis

El contexto internacional se deterioró a partir del segundo semestre de 2007 al intensificarse la preocupación acerca de la debilidad del sector viviendas en EEUU y del segmento de hipotecas subprime. Este escenario sumado a la debilidad observada en ciertos indicadores de actividad de las principales economías del mundo incrementó los riesgos de una desaceleración global mayor a la esperada: las proyecciones de crecimiento de las economías en general fueron revisadas a la baja para 2008, observándose un mayor ajuste especialmente en el caso de los países desarrollados. En este contexto, los bancos centrales de las principales economías del mundo flexibilizaron su política monetaria. En particular, la Fed recortó la tasa de los Fed Funds en varias oportunidades. Por su parte, tanto el BCE como el BoJ mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia, cuando a mediados del año pasado se esperaba una continuidad en el ciclo alcista.

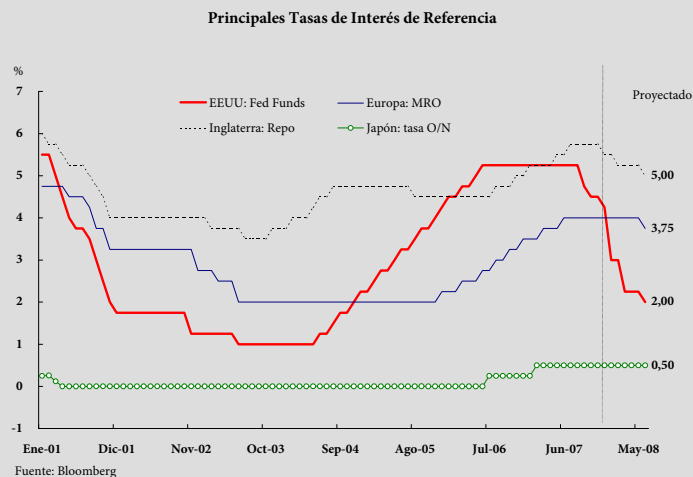
El incremento de las commodities, en particular del precio del petróleo y de los alimentos, se reflejó en una aceleración en el crecimiento de los índices generales de precios a partir del segundo semestre de 2007. En este contexto, durante 2007 la inflación en EEUU fue de 4,1% y en la zona Euro de 3,1%, tasa superior a la meta del BCE. En Japón también se evidenció un mayor ritmo de aumento en los precios, alcanzando en 2007 una inflación de 0,7%, la mayor tasa en la historia reciente. No obstante, si bien todavía persisten presiones inflacionarias, originadas principalmente en los precios de las materias primas y los riesgos asociados a los efectos de segunda ronda, se prevé que durante 2008 la inflación tienda a desacelerarse en un contexto de debilitamiento de la actividad económica mundial.

Si bien los diversos activos financieros de las economías emergentes se vieron en general afectados por las turbulencias observadas desde mediados de 2007, las cotizaciones mostraron cierta fortaleza, con un impacto relativamente menor que el evidenciado en crisis anteriores. No obstante, los índices bursátiles de las economías emergentes mantuvieron un comportamiento volátil, siguiendo de cerca los índices de las plazas desarrolladas. Por su parte, acompañando el comportamiento de los precios de las distintas clases de activos, las monedas de países emergentes mostraron una importante volatilidad en el segundo semestre de 2007. Finalmente, en el mismo período las emisiones de deuda de países y empresas se redujeron, verificándose ciertos aplazamientos y cancelaciones de colocaciones programadas.

Si bien los sistemas financieros latinoamericanos muestran una baja exposición en activos de países desarrollados, las turbulencias en los mercados internacionales están poniendo a prueba su solidez. En este contexto, los bancos de la región se encuentran mejor preparados que en el pasado para resistir shocks negativos. El fortalecimiento de la solvencia que exhibieron los sistemas financieros latinoamericanos estuvo vinculado con la expansión de la intermediación financiera con el sector privado, en un contexto de balance de riesgos relativamente estable. Los resultados positivos aportaron a las mejoras los niveles de solvencia de los bancos latinoamericanos, ubicándolos por encima de las recomendaciones internacionales y de los sistemas financieros de otras regiones.



* Proyectado; ** Las tasas mencionadas son al tipo de cambio de mercado. Fuente: FocusEconomics



Fuente: Bloomberg

I.1 Coyuntura internacional

La volatilidad en los mercados internacionales deterioró las condiciones en los mercados de crédito

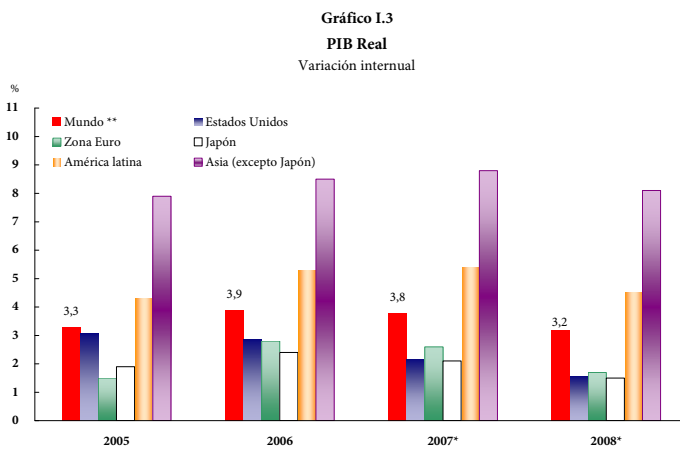
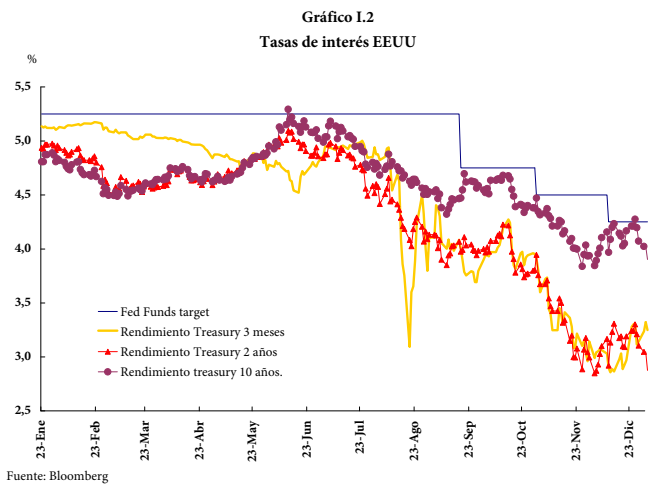
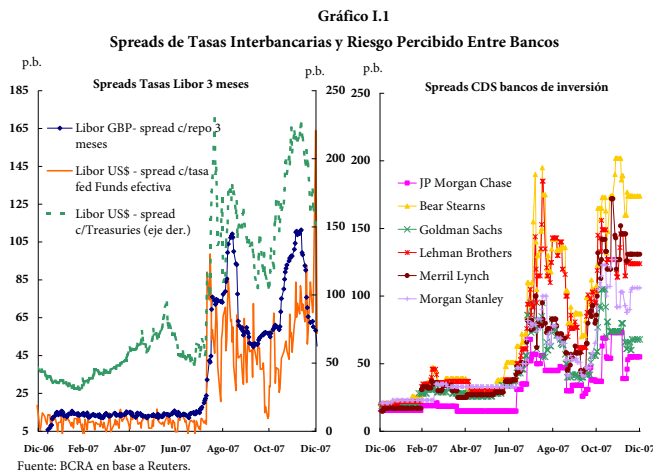
El contexto internacional se tornó más desfavorable a partir del segundo semestre de 2007 dada la profundización del deterioro del sector inmobiliario norteamericano y sus consecuencias en los mercados de crédito internacionales. En particular, al intensificarse la preocupación acerca de la debilidad del sector viviendas en EEUU y del segmento de hipotecas *subprime*, se observó desde fines de julio un resurgimiento de la volatilidad en los mercados internacionales, la búsqueda de refugio en activos de menor riesgo relativo y cierto *repricing* del riesgo a nivel global. Con bancos y fondos de inversión dando a conocer el impacto negativo de su exposición al sector de hipotecas de alto riesgo, proliferó la incertidumbre en el mercado (ver Gráfico I.1). Esto se tradujo adicionalmente en un empeoramiento de los mercados de crédito (en particular, el mercado interbancario), el cual se reavivaría hacia noviembre obligando a las autoridades monetarias de las economías centrales a relajar sus políticas monetarias.

De cara al mayor riesgo percibido se observó una búsqueda de refugio en activos considerados de menor riesgo relativo, presionando a la baja los rendimientos de los *Treasuries* (que, a su vez, acompañaron la política de recorte de tasas de la Reserva Federal). Esto impactó en mayor medida en los títulos de más corto plazo (ver Gráfico I.2), lo que se tradujo en un empinamiento de la curva de rendimientos norteamericana.

Se incrementa el riesgo de una desaceleración global mayor a la esperada, en especial, en las economías desarrolladas

El crecimiento de las turbulencias financieras y la debilidad observada en ciertos indicadores de actividad de las principales economías del mundo, incrementaron los riesgos de una desaceleración global mayor a la esperada. De esta manera, las proyecciones de crecimiento de las economías en general fueron revisadas a la baja para 2007 y 2008, observándose un mayor ajuste en las estimaciones de expansión para 2008 (especialmente, en el caso de los países desarrollados). Así, la economía global habría crecido 3,8% en 2007, previéndose una desaceleración en 2008 al estimarse un crecimiento de 3,2% (ver Gráfico I.3).

En particular, luego de varias correcciones a la baja, se proyecta para el presente año que EEUU se expanda entre 1% y 2%, tasa inferior a la evidenciada en 2007 (2,2%)



* Proyectado; ** Las tasas mencionadas son al tipo de cambio de mercado.
Fuente: FocusEconomics

Apartado 1 / Profundidad Financiera y Desarrollo Económico

Si bien aún está vigente el debate sobre el sentido de la causalidad, existe un consenso sobre la relación positiva entre profundidad financiera y desarrollo económico. En otra dimensión de esta interrelación, se destaca el marcado impacto negativo de los episodios de inestabilidad financiera sobre las tasas de crecimiento económico. Esta situación ha llevado a los reguladores a participar activamente, mitigando fallas de mercado y actualizando sus esquemas de regulación y supervisión. En particular, en un contexto de innovación financiera, los reguladores buscan incorporar mejoras en los procesos de administración de riesgos.

En un contexto como el actual, de crecientes turbulencias en los mercados financieros, resurge el tradicional debate sobre la relación entre profundidad de los mercados financieros y el desempeño económico. Si bien existe un consenso sobre una relación positiva entre mercados financieros más desarrollados y mayor tamaño de una economía, aún no se ha encontrado evidencia concluyente sobre la causalidad. En la literatura económica están quienes sostienen la existencia de una influencia positiva de la profundidad de los mercados financieros sobre el producto *per cápita* de una economía y/o su tasa de crecimiento (Schumpeter, King, Levine, Demirguc-Kunt, Rajan). Por el contrario, en otros trabajos se ha encontrado la causalidad inversa, llegando a sostener que los mercados financieros se desarrollan impulsados por el sector real (Robinson, Mejer, Seers, Lucas).

Existen varias explicaciones acerca de por qué las instituciones financieras facilitan el crecimiento económico. En términos macroeconómicos, las instituciones financieras alientan el ahorro, mejoran la inversión y diversifican riesgos. Estas funciones ayudan a mejorar la productividad y la eficiencia de una economía y suavizan el consumo en un horizonte intertemporal, lo que lleva en general a tasas de crecimiento más altas. Además, desde el punto de vista microeconómico, el mercado de capitales y las instituciones financieras pueden reducir los costos de información y los costos operativos de los agentes económicos. Es decir, el desarrollo financiero pueden reducir las imperfecciones de mercado. Por lo tanto, la profundidad financiera puede afectar la tasa de ahorro, las decisiones de inversión, las innovaciones tecnológicas, y por lo tanto, la tasa de crecimiento de largo plazo.

Asimismo, en numerosas ocasiones se observó que los episodios de crisis financieras tienen efectos negativos de gran magnitud sobre el crecimiento económico. En esta línea, se destaca que durante eventos de crisis financiera se evidenció que disrupciones en la provisión de servicios de intermediación financiera y de medios de pago tienen fuertes consecuencias negativas con externalidades sobre la economía real. Debido a esto último y al incremento en la frecuencia de las crisis financieras, en los últimos años fue tomando relevancia la idea que la estabilidad financiera es un prerrequisito básico para el crecimiento sostenido de la economía en general.

América Latina fue la región testigo en términos de crisis financieras: los eventos frecuentes de crisis en las últimas décadas trajeron aparejados significativos costos fiscales y de pérdidas de riqueza de la población, repercutiendo negativamente sobre las tasas de crecimiento de mediano y largo plazo de las diferentes economías de la región. Los costos fiscales de las crisis financieras latinoamericanas de las últimas décadas se han ubicado por encima de 20% del PIB, más que duplicando los valores observados en otros episodios de crisis en los países de la OECD y casi un tercio más que en otras economías emergentes (Banco Mundial). En comparación con otras regiones, América Latina se encuentra por encima tanto en términos de cantidad promedio de crisis por país, como por la recurrencia de estos episodios en cada país en el período 1974-2003. Así, 35% de los países de la región registraron crisis recurrentes, casi triplicando a lo observado en otras zonas.

A raíz de los episodios de crisis, en los últimos años tomó especial preponderancia el rol de los Bancos Centrales (BC) y de los reguladores en el logro de una eficiente y efectiva supervisión de los sistemas financieros, resguardando asimismo un adecuado marco de estabilidad monetaria y financiera. Estos factores impulsan el desarrollo de la intermediación financiera, minimizando la probabilidad de eventos de *stress* financiero y, por ende, dinamizando la expansión de los sectores productivos y las posibilidades de consumo.

No obstante lo anterior, actualmente surgen nuevos desafíos para alcanzar el objetivo de estabilidad financiera de los BC: el continuo proceso de innovación en los mercados y productos financieros. La innovación financiera abarca principalmente el desarrollo de nuevos productos financieros más sofisticados, con el objetivo de cubrir diferentes tipos de riesgos y captar nuevos

nichos del mercado, creando mercados financieros más completos y complejos.

El crecimiento y la complejización de los mercados, sumados al surgimiento de conglomerados financieros internacionales, pueden originar ciertos conflictos desde el punto de vista del regulador. Por un lado, pueden presentarse arbitrajes regulatorios, situaciones en las cuales las inversiones se transfieren a los sectores que gozan de un menor control y/o se encuentran menos gravados. Asimismo pueden presentarse solapamientos regulatorios, debido a la superposición de distintos reguladores sobre el mismo producto o intermediario financiero. Por último, las características innovadoras de los productos financieros (o de los intermediarios) pueden generar la inexistencia de una clara definición del supervisor responsable, generándose vacíos regulatorios. La existencia de riesgos regulatorios en el actual contexto de continua innovación en los mercados financieros internacionales debilita las condiciones de estabilidad financiera, reduciendo los efectos positivos esperados del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico. Sin embargo, se debe encontrar un equilibrio en el esquema normativo prudencial y de supervisión, esto es que minimice los riesgos regulatorios sin desalentar la innovación financiera.

Los mecanismos de coordinación entre los reguladores financieros y los esquemas de supervisión consolidada plantean algunas soluciones para parte de los potenciales efectos distorsivos del proceso de innovación financiera, incorporando la posibilidad de obtener mayor alcance en la regulación y supervisión. En una versión extrema de la importancia de la coordinación se ubica el esquema de supervisión integrada. Un regulador único con objetivos claros y consistentes facilita una supervisión coherente enfocada en los riesgos relevantes, facilitando también la adopción de estándares internacionales.

Sin embargo, el esquema de regulación integrada presenta ciertos desafíos:

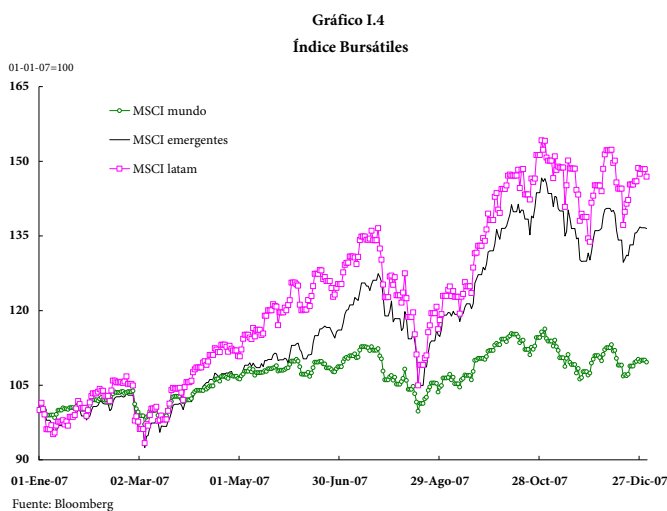
- diversidad de prioridades
- se facilita la captura por parte del mercado
- complejidad de administración
- objetivos difusos
- distorsión en la percepción del público sobre redes de contención bancarias

En varios países europeos se evidenció en los 90 una migración hacia esquemas de supervisión integrada. En particular, el Reino Unido constituye un caso extremo

de integración de la regulación y supervisión financiera en una sola entidad donde se integran todos los entes reguladores de los servicios financieros. Por su parte, algunos países migraron hacia esquemas integrados como respuesta a crisis financieras de magnitud (Corea), mientras que otros sólo alcanzan esquemas de integración parcial, como Malasia. Por su parte, en América Latina existen diversos grados de integración, pasando desde estructuras completamente especializadas (Argentina y Brasil), países con integración parcial (Chile), hasta casos puntuales de completa integración (Colombia).

La mayor necesidad de aceptar los mecanismos de coordinación surge principalmente de las ineficiencias generadas por el tradicional esquema de regulación y supervisión especializada. Parte de estas ineficiencias pudieron evidenciarse a mediados en el caso la crisis *sub-prime* en EEUU y en Europa desarrollada, como resultado de las dificultades de identificar completamente los riesgos asumidos por las entidades financieras.

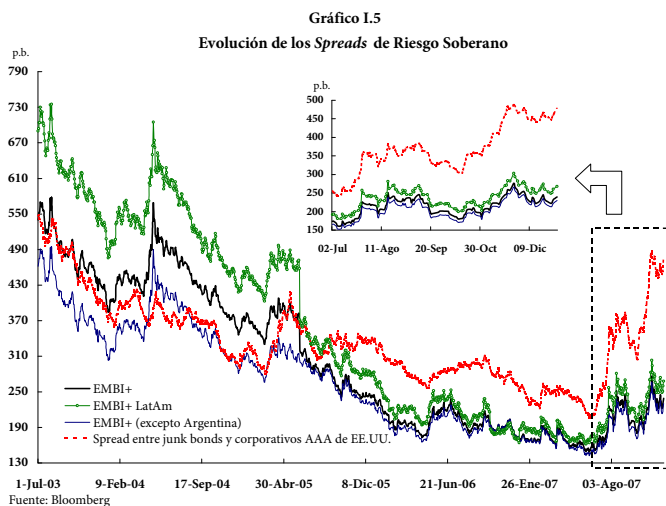
Actualmente y como producto de las lecciones de las crisis financieras, se reconoce la necesidad de la intervención de los BC en el desarrollo de los sistemas financieros, particularmente destinada a mitigar fallas de mercado. Asimismo, se destaca la importancia de los esquemas de supervisión coordinada para hacer frente al contexto de continua innovación financiera y creación de conglomerados financieros. Por último, se están empezando a esbozar los primeros pasos a seguir como producto de la crisis de EEUU 2007, dentro de los cuales se destacan el mayor énfasis en los esquemas de supervisión coordinada y *cross-border*, el fortalecimiento de las políticas de administración de riesgos bancarios, la mayor transparencia en operaciones *over the counter* y la mejora en las prácticas de valuación contables.



y al promedio de los últimos seis años (2,7%). Sin embargo, no se descarta que las proyecciones de crecimiento continúen revisándose, dado el incremento de los riesgos asociados a una desaceleración más pronunciada, incluso con cierta probabilidad de evidenciar una recesión. En tanto, las economías de la zona Euro y Japón también se debilitarían en 2008, previéndose que crezcan 1,7% y 1,5%, respectivamente, luego de avanzar 2,6% y 2,1% en 2007.

Las economías emergentes también registrarían cierta desaceleración en su ritmo de expansión dado el marco internacional más desfavorable, aunque continuarían creciendo en forma sostenida, mostrando un buen desempeño en 2008. La aplicación de políticas anticíclicas y prudentiales junto al aumento de los precios de las materias primas (para el caso de los países exportadores de estos productos), se reflejaron en una mejora de los *fundamentals* de estas economías, permitiendo que se encuentren mejor preparados para afrontar *shock* externos. Así, Asia emergente crecería 8,1% este año, impulsada en gran medida por China. Por su parte, América Latina lo haría 4,5%, registrando tasas superiores a 4% por quinto año consecutivo.

Los índices bursátiles de las economías emergentes estuvieron correlacionados con los de EEUU, aunque dicho efecto contagio fue menor que en crisis anteriores



Si bien los diversos activos financieros de las economías emergentes se vieron en general afectados por las turbulencias observadas desde mediados de 2007, las cotizaciones mostraron cierta fortaleza, con un impacto relativamente menor que el evidenciado en crisis anteriores. Así, por ejemplo, si bien los índices bursátiles de países emergentes mostraron una importante erosión en agosto, estos se recuperaron fuertemente en octubre, al punto de pasar a marcar nuevos máximos históricos (ver Gráfico I.4). No obstante, los índices bursátiles mantuvieron un comportamiento volátil, siguiendo de cerca los índices de las plazas desarrolladas (incrementándose la correlación con los de EEUU).

Por su parte, considerando al *spread* del EMBI+ Mercados Emergentes (EM), mientras que en la crisis de 1998 pasó de 550 puntos básicos (p.b.) a casi 1.700 p.b. y en 2002 pasó de 600 p.b. a casi 1.000 p.b., durante el episodio de turbulencias de julio-agosto de 2007 el aumento del *spread* del EMBI+ EM fue sólo de 170 p.b. a 250 p.b. (ver Gráfico I.5). De la misma manera, en la evolución de los precios de los *credit default swaps* (CDS) se observó para los países emergentes una ampliación de *spreads*, aunque la misma resultó más

Gráfico I.6
Índices de CDS (EM y high yield)
Spreads en puntos básicos y VIX (vol. esperada del S&P) re-escalado

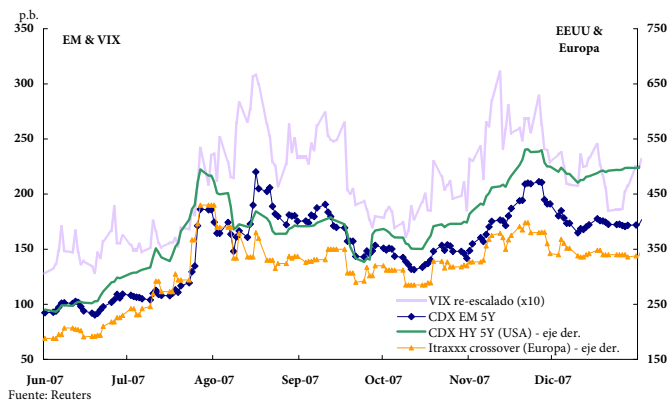


Gráfico I.7
Volúmenes Operados Títulos Públicos de Economías Emergentes
Información trimestral

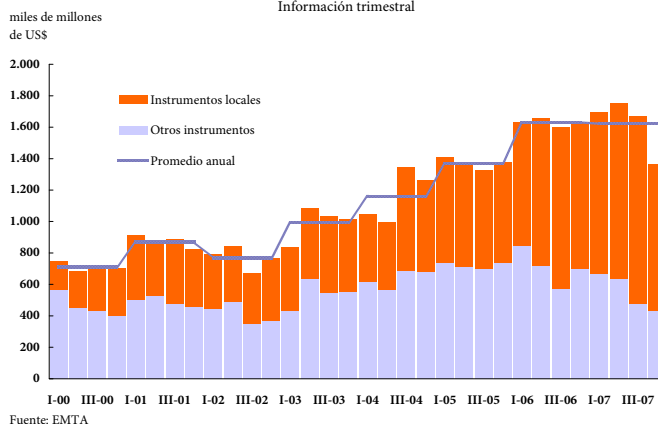
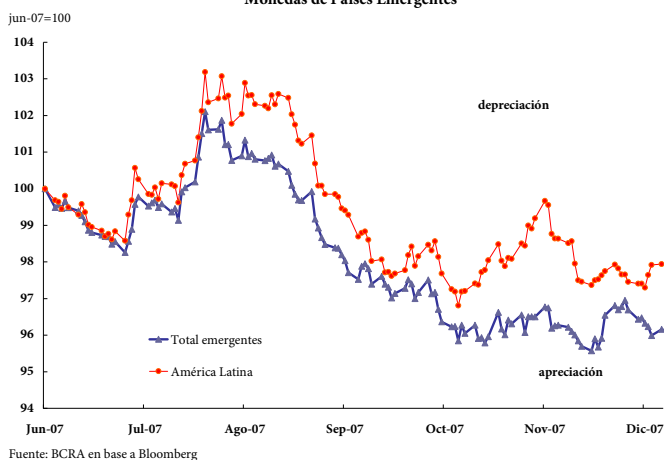


Gráfico I.8
Monedas de Países Emergentes



acotada que la exhibida para el *high yield* de EEUU, que históricamente funcionaba como parámetro de comparación para los mercados emergentes (ver Gráfico I.6).

En materia de volúmenes operados, los datos de EMTA¹ mostraron una contracción de 6% en 2007 en la negociación de instrumentos de deuda de países emergentes (ver Gráfico I.7). Sin embargo, si se considera exclusivamente a los instrumentos locales (en contraposición a la deuda global con legislación internacional) se verifica un incremento semestral de 8% en la negociación con respecto a igual período de 2006. Por su parte, los datos de fondos especializados en activos de EM mostraron en 2007 que se mantuvo un flujo positivo hacia los mismos (tanto para renta variable como para renta fija), con un importante incremento respecto a 2006 en el caso de los fondos de acciones y buena *performance* de los fondos de renta fija en moneda local². Aunque en los períodos de turbulencia se registraron salidas de fondos considerables, las mismas se corrigieron en unas pocas semanas.

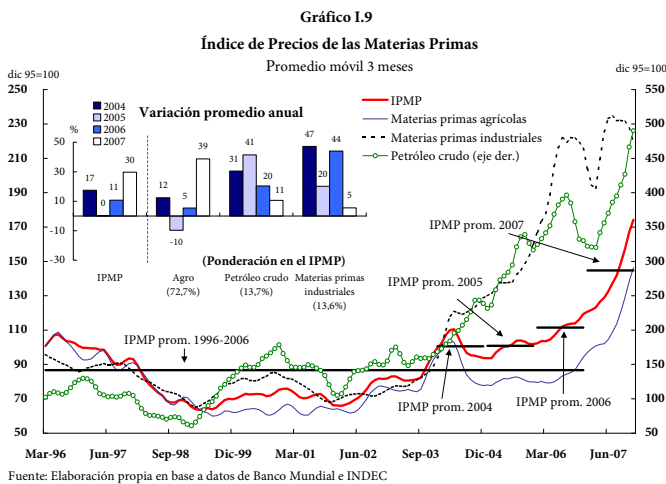
Acompañando el comportamiento de los precios de las distintas clases de activos, las monedas de países emergentes mostraron cierta volatilidad en el segundo semestre de 2007. Sin embargo, una vez superado el fuerte deterioro de julio-agosto (ver Gráfico I.8), período en el que se observó una presión hacia el desarme de posiciones de *carry trade*, las monedas de países emergentes retomaron su tendencia a la apreciación. Esto resultó evidente en casos particulares en la región, como el del real brasileño.

Las condiciones adversas en los mercados financieros internacionales, sumadas a menores necesidades de financiamiento (en muchos casos ya cubiertas en el caso de los soberanos) llevaron a que las emisiones de deuda de países y empresas emergentes no fuesen notorias durante el segundo semestre de 2007, verificándose además (en diversos casos) aplazamientos y cancelaciones de colocaciones programadas.

A pesar de estos desarrollos, dada la persistencia de una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y la desaceleración esperada en las principales economías, con su consiguiente impacto sobre el desempeño económico global, no se descartan nuevas revisiones a la baja en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes, sobre todo en aquellas que poseen fuertes lazos comerciales y financieros con EEUU. Esto último, a su vez, impactaría sobre la

¹ Emerging Market Trading Association.

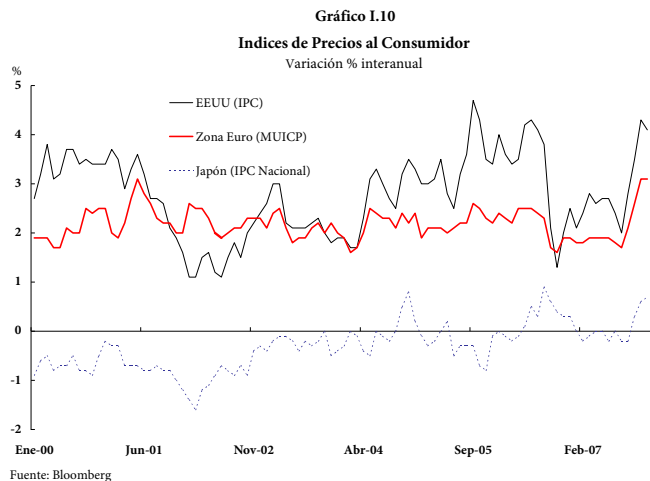
² Según estadísticas de Emerging Portfolio Fund Research.



evolución de los activos de estos países. Efectivamente, ya a inicios de 2008 se observó un rebrote del deterioro en los precios de los activos de las economías emergentes, al intensificarse los temores acerca de una eventual recesión en EEUU y al recomenzar la temporada de balances (con nueva información acerca del deterioro de los balances de las instituciones financieras).

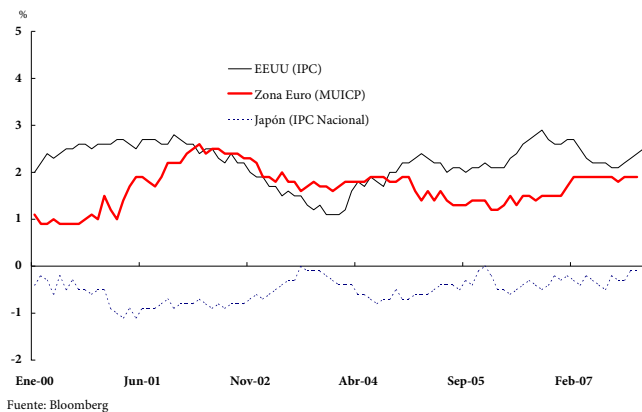
En 2007 el incremento en las commodities llevó a una mayor inflación mundial. Si bien persisten riesgos inflacionarios, el menor crecimiento económico esperado para 2008 podría desacelerar el ritmo de crecimiento de los precios

Los precios de las materias primas finalizaron el año evidenciando aumentos, presentando en particular una aceleración en el segundo semestre de 2007. Así, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los precios de los productos primarios básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, durante el pasado año se situó casi 30% por encima del promedio de 2006 y 67% sobre el promedio 1996-2006, siendo 2007 el de mayor aumento desde que comenzó el ciclo alcista de las *commodities* en 2002. Incluso, el IPMP mostró una aceleración en la segunda mitad del año, principalmente explicado por la suba del índice en el último trimestre, lo que llevó a un alza cercana a 48% anual en diciembre. Esta situación obedeció mayormente al encarecimiento de las materias primas agrícolas y del petróleo crudo (ver Gráfico I.9).



Las cotizaciones de los productos agrícolas registraron un alza promedio anual de 39%, principalmente determinada por los encarecimientos del complejo sojero y del trigo. Esta evolución continúa siendo explicada por la creciente demanda para consumo de alimentos en los países emergentes y por la utilización de biocombustibles por parte de los países desarrollados, en un contexto de oferta acotada. Asimismo, el precio del petróleo crudo mostró alzas en 2007 (11%), alcanzando un récord histórico en el segundo semestre del año, mayormente impulsado por problemas de oferta en las principales zonas productoras (inconvenientes climáticos y conflictos geopolíticos), al tiempo que la demanda se mantuvo sostenida. Por su parte, las cotizaciones de las materias primas industriales registraron una leve desaceleración en el último trimestre, aunque finalizaron el año con una suba de 5,5%. Así, para un futuro cercano los fundamentos siguen dando sostén a los precios, principalmente en el caso de las materias primas agrícolas.

Gráfico I.11
Indices de Precios al Consumidor sin Alimentos y Energía
Variación % interanual

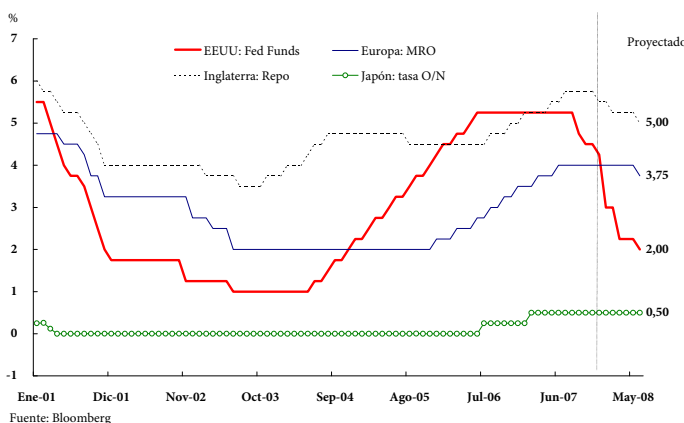


El incremento de las *commodities*, en particular del precio del petróleo y de los alimentos, se reflejó en una aceleración en el crecimiento de los índices generales de precios a partir del segundo semestre de 2007. De esta forma, durante 2007 la inflación en EE.UU. fue de 4,1% y en la zona Euro de 3,1%, tasa superior a la meta del Banco Central Europeo (BCE). En Japón también se evidenció un mayor ritmo de aumento en los precios, alcanzando en el año una inflación de 0,7%, la mayor tasa en la historia reciente. No obstante, en todas las economías la inflación subyacente se mantuvo relativamente contenida. Si bien persisten presiones inflacionarias, originadas principalmente en los precios de las materias primas y los riesgos asociados a los efectos de segunda ronda, se prevé que durante 2008 la inflación tienda a desacelerarse en un contexto de debilitamiento de la actividad económica mundial. En este marco se proyecta una inflación en EE.UU. de 2,6%, en la zona Euro de 2,1%, y en Japón de 0,4% (ver Gráfico I.10 y I.11).

Los principales Bancos Centrales flexibilizaron su política monetaria

Frente a la persistencia de las turbulencias en los mercados financieros internacionales y a los riesgos asociados a una mayor desaceleración económica, algunos Bancos Centrales de las principales economías del mundo flexibilizaron su política monetaria. De esta forma, en ciertos casos se observó un cambio en la dirección de sus tasas de referencia, mientras que en otros se pospuso el proceso alcista iniciado meses atrás. Así, la Fed de los EE.UU. recortó la tasa de los *Fed Funds* en varias oportunidades, incluso de manera extraordinaria, llevándola de 5,25% a 2,25% anual, y se esperan para los próximos meses nuevos recortes (ver Gráfico I.12).

Gráfico I.12
Principales Tasas de Interés de Referencia

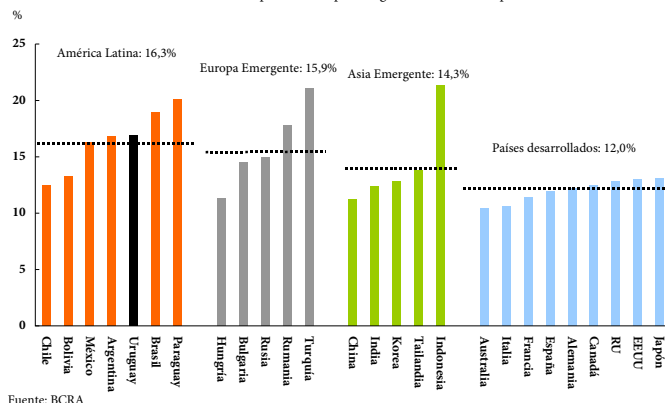


Por su parte, tanto el BCE como el Banco de Japón (BoJ) mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia en 4,0% y 0,5% anual, mientras que a mediados del año pasado se esperaba una continuidad en el ciclo alcista. Adicionalmente, varios organismos monetarios llevaron adelante políticas de mayor inyección de liquidez con el fin de proveer de fondos a los mercados de créditos de corto plazo.

Si bien se observan signos de debilitamiento económico para zona Euro y Japón, el BCE estaría ponderando aún más los riesgos originados en la persistencia de presiones inflacionarias, por lo que de continuar en la actual tendencia la evolución de los precios no se prevé para los próximos meses una política de recorte de la tasa de referencia en la zona Euro. Por su parte, el BoJ continúa expresando la incertidumbre que genera el actual

Gráfico I.13
Integración de Capital

En % de los activos ponderados por riesgo - Último dato disponible



Fuente: BCRA

contexto internacional junto a la necesidad de esperar que las volatilidades se aminoren y se pueda tener un panorama más certero. En este sentido se espera que el BoJ mantenga sin modificaciones su tasa de referencia en el corto plazo.

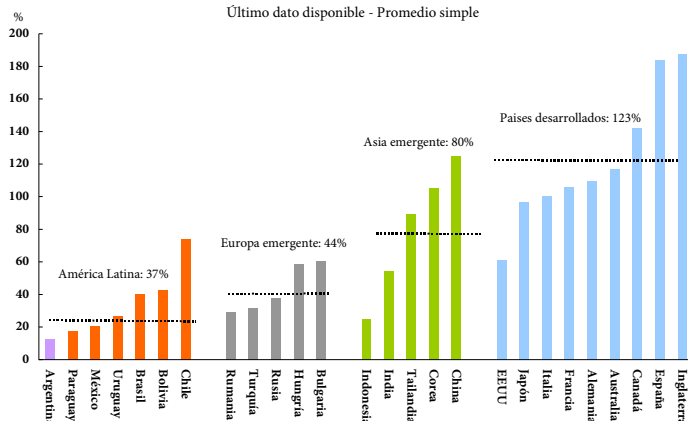
Desde mediados de 2007 Argentina se enfrenta a un contexto internacional más desfavorable caracterizado por riesgos asociados a una mayor desaceleración económica y a la persistencia de turbulencias en los mercados financieros internacionales. Si bien hasta el momento los efectos de estos tipos de riesgos no impactaron de manera significativa sobre las economías emergentes, de evidenciarse una profundización de los acontecimientos recientes, no puede descartarse esta posibilidad. Adicionalmente, una desaceleración económica mayor a la prevista podría afectar los precios de las *commodities*, exacerbando el impacto en aquellos países exportadores de estos productos.

I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

A pesar del desfavorable contexto internacional, las políticas prudenciales de los Bancos Centrales están impulsando la solidez de los sistemas financieros latinoamericanos

Las turbulencias en los mercados financieros internacionales iniciadas en la segunda parte de 2007 están generando que las economías de América Latina se enfrenten a un escenario más complejo, poniendo a prueba la solvencia de sus sistemas financieros. En este contexto internacional de mayores volatilidades, los sistemas financieros latinoamericanos muestran solidez y baja exposición directa al riesgo de crédito de países desarrollados. A través de la consolidación de las fuentes de ingresos, se fortalecieron los niveles de solvencia de los bancos de la región en los últimos años, ubicándolos por sobre las recomendaciones internacionales y por encima de los sistemas financieros de otras regiones (ver Gráfico I.13).

Gráfico I.14
Préstamos al Sector Privado / PIB
Último dato disponible - Promedio simple



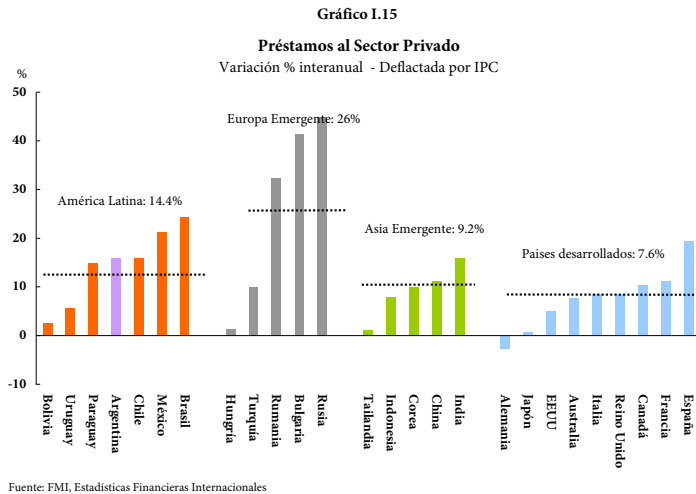
Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales

Las mejoras que exhibieron los sistemas financieros latinoamericanos estuvieron vinculadas a la expansión de la intermediación financiera con el sector privado. El incremento del crédito al sector privado fue financiado fundamentalmente con la captación de depósitos del sector privado. Sin embargo, en promedio, en algunas regiones con mercados de capitales más desarrollados como en Europa y Asia emergentes, los bancos se financian cada vez más a través de los mercados de capitales para incrementar el otorgamiento y los plazos de los préstamos al sector privado. Este es uno de los

desafíos pendientes de los sectores financieros de América Latina para el mediano plazo.

En la mayor parte de los casos de Latinoamérica, el crédito al sector privado todavía tiene una participación reducida en las economías en comparación con otras regiones (ver Gráfico I.14). Sin embargo, a pesar del amplio margen para la profundización del crédito privado en Latinoamérica, el ritmo de crecimiento resulta menor que el observado en Europa emergente, que muestra una mayor llegada del financiamiento bancario en la economía (ver Gráfico I.15).

Aunque se vienen produciendo sostenidos progresos, los sistemas financieros latinoamericanos continúan vulnerables en algunos frentes. Uno de los mismos está asociado al sostenido crecimiento de los préstamos para consumo de las familias. Como resultado de la evaluación sobre la dinámica del crédito al consumo durante los últimos años, algunos países latinoamericanos han comenzado a realizar un monitoreo más estricto de este tipo de financiamiento, en muchos casos proponiendo acciones para profundizar su supervisión y atemperar su crecimiento en los próximos años. En este sentido y si bien con efecto moderado en el corto plazo, el escenario internacional con volatilidades en aumento podría alentar un incremento en las tasas de interés locales de los países de la región que empeore la posición financiera de los deudores con capacidad de pago más frágil.



II. Contexto Local

Síntesis

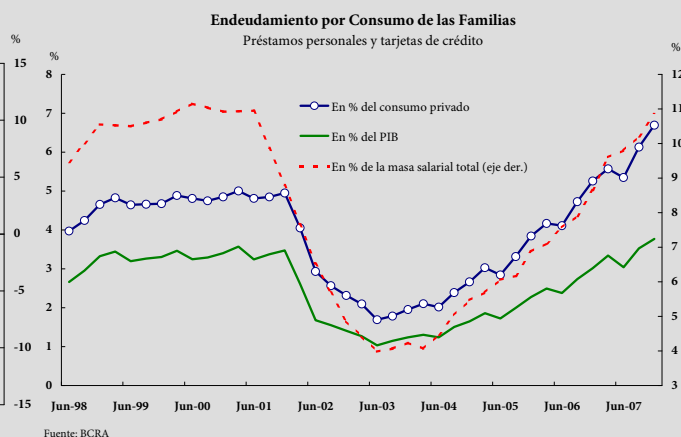
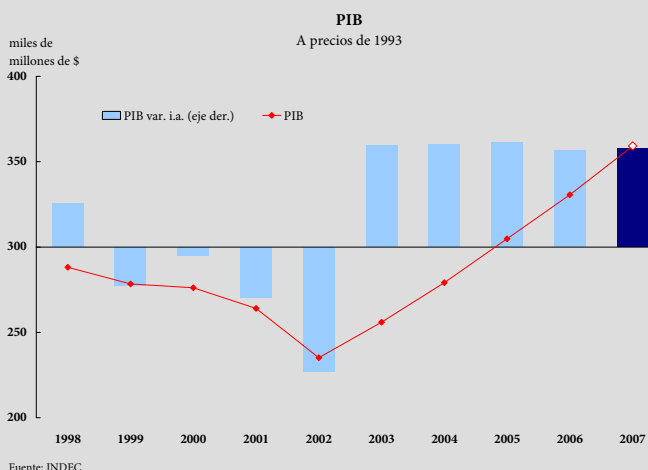
El contexto macroeconómico local continuó brindando condiciones propicias para el desarrollo del sistema financiero. En el cierre de 2007 se mantuvo un marcado ritmo de crecimiento de la economía, en un escenario de deterioro en las condiciones financieras internacionales desatado por la crisis de las hipotecas sub-prime en EEUU. En particular, el incremento del PIB ascendió a 9% interanual (i.a.) en la segunda parte de 2007, alcanzando una expansión anual de 8,7% en promedio. En el cierre del año el consumo privado siguió impulsando el incremento de la actividad económica al tiempo que la inversión superó 24% del PIB, desempeños que se derramaron en mejoras en las variables ocupacionales y sociales. El reducido efecto de las turbulencias financieras internacionales sobre el contexto macroeconómico local estuvo cimentado en las políticas prudentes y anticíclicas del BCRA en el plano monetario y financiero, combinadas con los sólidos fundamentos de las cuentas fiscales y externas.

En un marco de incremento de la recaudación impositiva con superávit fiscal primario y de menores niveles de endeudamiento en términos del PIB, el sector público sostiene una buena capacidad de pago. En 2007 se evidenció un significativo incremento de los gastos del sector público, situación que se prevé se atemperaría el próximo año. Por su parte, el sector privado también alcanza una adecuada posición económica y financiera, impulsada por las buenas perspectivas de ingresos de las familias y

de negocios de las empresas, combinadas con bajos niveles de endeudamiento y de tasas de interés que se reflejan en una moderada carga de la deuda.

En la segunda parte de 2007 se evidenció una aceleración en el crecimiento de la industria y de los servicios, con un sostenido desempeño del campo en línea con la evolución de los últimos períodos (con niveles récord en los precios de las commodities exportables). El menor endeudamiento relativo de la mayoría de los sectores productivos, en particular de aquel contraído mediante líneas externas que los exponen a fluctuaciones en el tipo de cambio, se reflejó en una mejor posición financiera de las empresas, permitiéndoles continuar incrementando su demanda de financiamiento.

El consumo de las familias sostiene su dinamismo, principalmente explicado por los menores niveles de desocupación, las mejoras en la calidad del empleo, las recomposiciones en los salarios y los préstamos al consumo. Si bien aún en niveles bajos, el incremento del endeudamiento de este sector continúa superando la expansión de sus ingresos, movimiento que sigue siendo especialmente liderado por las líneas de consumo. De esta manera, la evolución de los indicadores de la capacidad de pago de las familias constituye un elemento a monitorear en los próximos períodos.



II.1. Coyuntura nacional

Reducido impacto de las turbulencias financieras internacionales sobre las variables fundamentales de la economía

A pesar del deterioro registrado en las condiciones financieras internacionales en la segunda mitad de 2007, localmente se mantuvo un elevado ritmo de crecimiento de la economía. En particular, el incremento del PIB ascendió a 9% interanual (i.a.) en el segundo semestre de 2007 y 8,7% en promedio en el año (ver Gráfico II.1), desempeño que fue acompañado por mejoras en las variables ocupacionales y sociales. Este leve impacto de las turbulencias financieras internacionales en la economía local se debió principalmente a las políticas prudentes y anticíclicas implementadas por el BCRA, combinadas con el buen desempeño de las cuentas fiscales y externas.

Uno de los factores que está explicando la *performance* económica local, es la mejora observada en las cuentas externas, alcanzando en 2007 6 años consecutivos con resultados superavitarios en la Cuenta Corriente. De esta manera, la Cuenta Corriente habría totalizado cerca de 3% del PIB en 2007, sostenida principalmente por el excedente comercial de mercancías. En particular, el saldo de la balanza comercial finalizó el año con un superávit de casi US\$11.200 millones (ver Gráfico II.2) (4,3% del PIB), manteniéndose todavía elevado en términos históricos.

En este marco, las ventas externas registraron un incremento de 20% i.a. ubicándose en aproximadamente US\$55.900 millones, más que duplicando los niveles de pre-crisis. En este sentido, los precios de los bienes de exportación continuaron creciendo con fortaleza en 2007, sin verse afectados por la mayor debilidad del contexto internacional. Las importaciones, en tanto, aumentaron 31% i.a. llegando a niveles récord y situándose por encima de US\$44.500 millones.

Paralelamente, luego de la entrada de capitales registrada en la primera mitad de 2007, el saldo de la Cuenta Capital y Financiera pasó a ser negativo en el segundo semestre del año (ver Gráfico II.3), afectado por la volatilidad observada en los mercados financieros mundiales, si bien el PIB siguió creciendo a diferencia de los efectos de la crisis del Tequila. Este fenómeno se reflejó en el egreso neto de divisas de la Cuenta Financiera del sector privado no financiero, aunque la Inversión Extranjera Directa (IED) registró en el período un ligero aumento interanual.

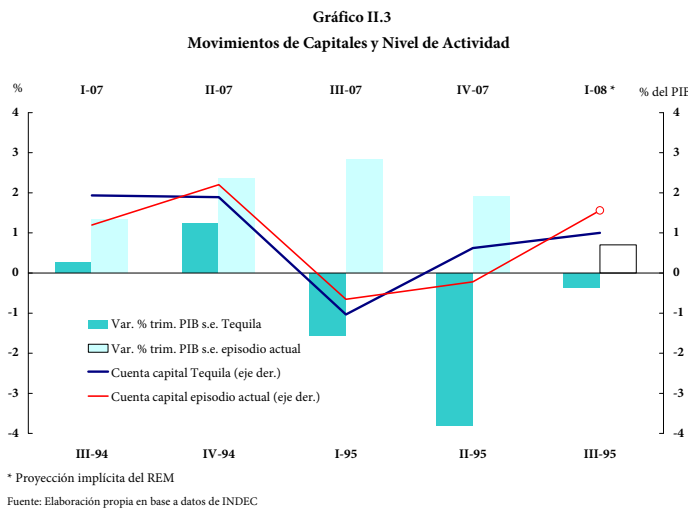
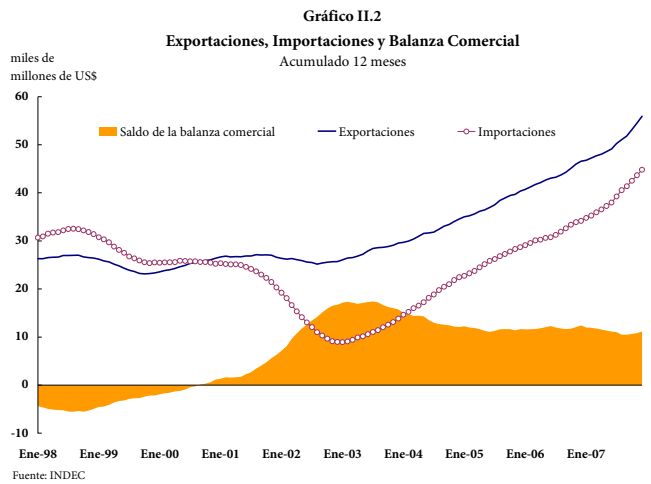
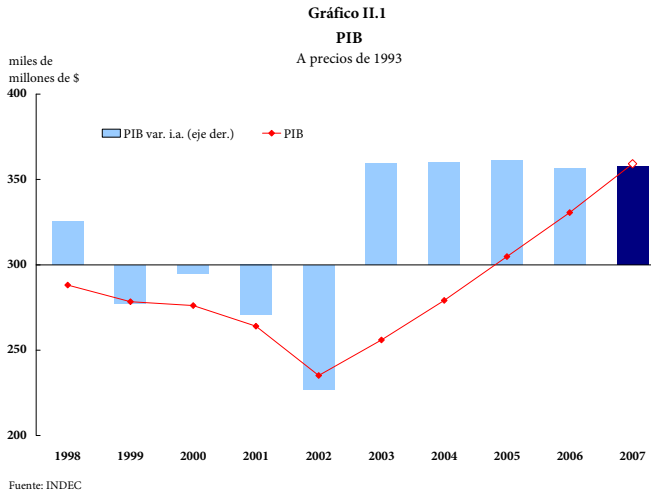
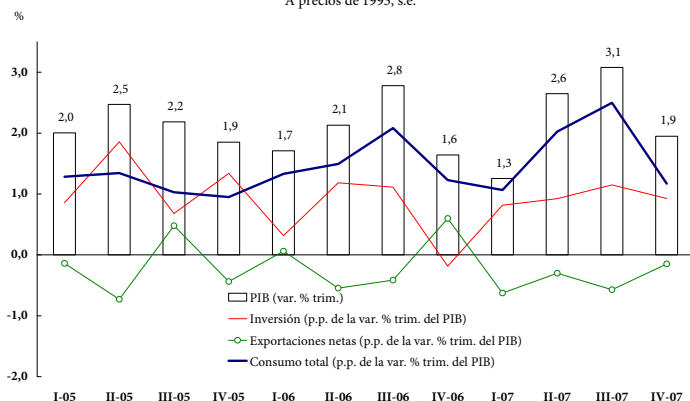


Gráfico II.4
Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto
A precios de 1993, s.e.

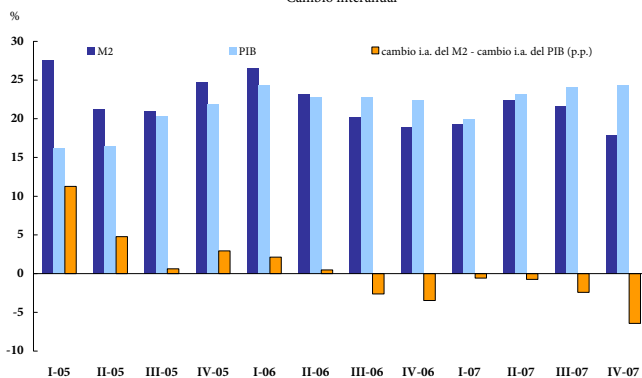


Fuente: INDEC

El consumo de las familias sigue impulsando el crecimiento de la actividad económica, mientras que la inversión superaría 24% del PIB en la segunda parte del año

La actividad económica siguió siendo principalmente impulsada por el mayor gasto de los hogares y de las empresas (ver Gráfico II.4), en línea con lo observado en los últimos períodos. El consumo privado mantuvo un incremento superior al promedio de la economía, reflejando el alza del poder adquisitivo de los asalariados, del nivel de empleo y el incremento de las financiaciones a las familias. Adicionalmente, la reducción de la presión impositiva asociada a la suba del mínimo no imponible de ganancias y el incremento de las jubilaciones y pensiones, también alentaron este movimiento.

Gráfico II.5
Medios de Pago y PIB
Cambio interanual



Fuente: BCRA e Indec

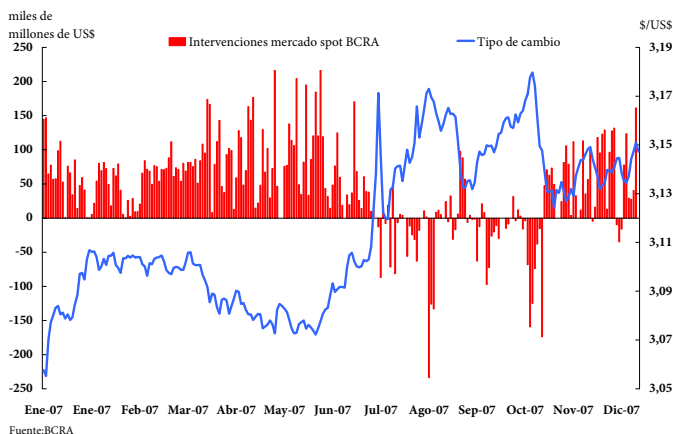
Por otro lado, las empresas continuaron incrementando sus inversiones, en particular mediante la compra de equipo durable de producción durante el segundo semestre de 2007. El crecimiento de la demanda interna y las oportunidades de ventas al exterior habrían alentado a las firmas a seguir incrementando su *stock* de capital, en un contexto de alto uso de la capacidad instalada y de reducción del precio relativo del capital. De esta manera, la IBIF sostiene su dinamismo, superando 24%³ del PIB en la segunda parte de 2007.

Un esquema de política monetaria consistente, combinado con la acumulación de reservas internacionales, permitieron desalentar movimientos especulativos de corto plazo

A lo largo de 2007 el BCRA continuó realizando un estricto control de la evolución de los agregados monetarios, situación que se vio reflejada en una desaceleración en el crecimiento del dinero transaccional (M2). En diciembre de 2007 su tasa de variación fue de 17,9% i.a. (1,1 p.p. por debajo de igual mes del año anterior) (ver Gráfico II.5), la cual, al igual que lo observado en los tres trimestres anteriores, está por debajo del crecimiento del PIB. En diciembre el saldo promedio del M2 se ubicó en casi \$145.700 millones. Así, el BCRA completó 18 trimestres consecutivos de cumplimiento de las metas establecidas en el Programa Monetario (PM).

Desde julio hasta octubre, la repercusión de las turbulencias en los mercados financieros internacionales afectó el tipo de cambio (ver Gráfico II.6) y las tasas de interés locales. En este contexto el BCRA se ocupó de atacar dos frentes en forma consecutiva: por un lado, condujo intervenciones en el mercado de cambios para evitar que

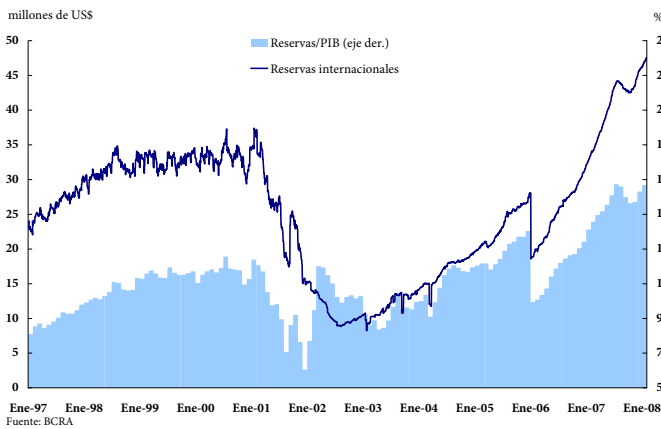
Gráfico II.6
Mercado de Cambios



Fuente: BCRA

³ A precios de 1993

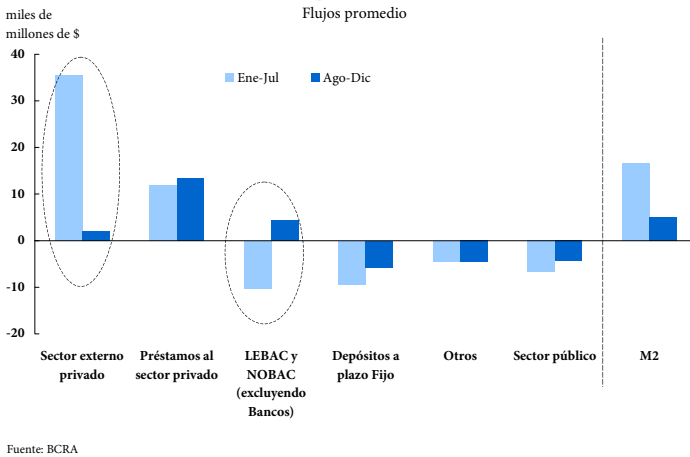
Gráfico II.7
Reservas Internacionales y PIB



una excesiva volatilidad del tipo de cambio pudiera afectar las expectativas y, por otro lado, inyectó liquidez al mercado para evitar que los bruscos movimientos de las tasas de interés afectaran el crédito al sector privado.

En el primer caso, se combinaron intervenciones directas en el mercado de cambios *spot* y de futuros, coordinadas con la banca oficial. Se demostró así la utilidad de la acumulación de reservas como instrumento prudencial, ya que le permitió al BCRA hacer frente exitosamente a la volatilidad en el tipo de cambio. A partir de noviembre el BCRA retomó su estrategia de acumulación de reservas internacionales con fines precautorios, alcanzando US\$46.142 millones a fines de 2007 (ver Gráfico II.7). El incremento de estos activos externos se produjo sin descuidar el equilibrio del mercado monetario ni el superávit cuasifiscal.

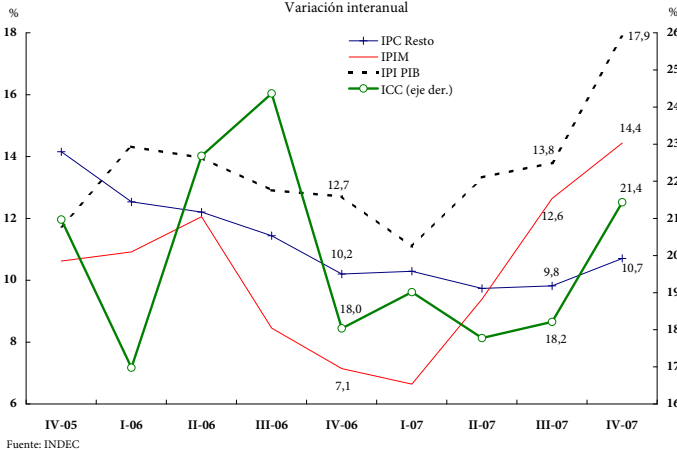
Gráfico II.8
Factores de Explicación del M2 en 2007
Flujos promedio



Por otro lado, se rescataron LEBAC y NOBAC tanto en el mercado secundario como mediante licitaciones de recompra (ver Gráfico II.8), fortaleciendo así el rol de estos títulos como reserva de liquidez susceptible de ser utilizada ante *shocks*. Con el fin de evitar distorsiones derivadas de la actividad de inversores del exterior que se posicionan en estos títulos con un horizonte de corto plazo, se dispuso la emisión de LEBAC y NOBAC internas que únicamente será posible negociar localmente y por residentes.

También se realizaron cambios en las regulaciones de efectivo mínimo que incluyeron dos períodos de cómputo bimestral (julio-agosto y octubre-noviembre, este último sin posibilidad de "arrastré" de sobre-integración), que se combinaron con el período de integración de diciembre-febrero, al tiempo que se redujo la exigencia mínima diaria en julio-agosto (del 50% al 40% de la exigencia del mes anterior).

Gráfico II.9
Índices de Precios
Variación interanual



Todas estas medidas contribuyeron a normalizar los mercados monetarios y cambiarios, dejando en evidencia que las reservas internacionales del BCRA, junto con una política monetaria consistente, fueron suficientes para desalentar movimientos especulativos que profundicen el impacto local de la incertidumbre internacional.

Se reduce la brecha entre el IPC GBA y el Nacional

El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) mantuvo su variación relativamente estable en torno a 8,5% i.a., mientras el subíndice Resto (aproximación del INDEC a la inflación subyacente) evidenció una tendencia creciente hacia finales del año, elevándose 10,7% interanual en el cuarto trimestre de 2007 (ver Gráfico II.9). En tanto, el IPC Nacional luego

Tabla II.1
Programa Monetario 2008

Metas - Miles de millones de \$		Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08
M2 Total	Banda inferior	146,3	153,9	157,1	165,1
	Base	150,7	159,2	163,2	172,4
	Banda superior	155,2	164,6	169,4	179,8
M2 Privado	Banda inferior				155,6
	Base				161,2
	Banda superior				166,9

Gráfico II.10

Cartera Activa del Sistema Financiero
En % del activo neteado - Diciembre de 2007

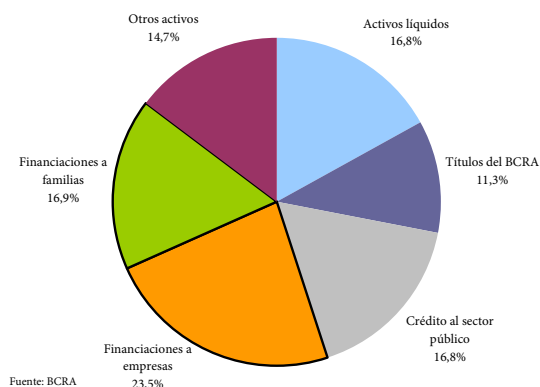
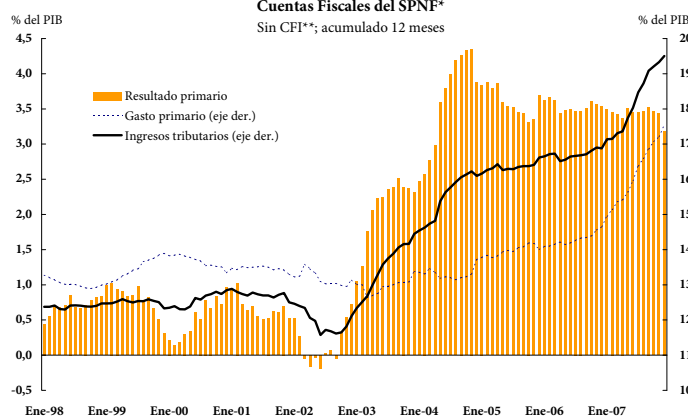


Gráfico II.11

Cuentas Fiscales del SPNF*
Sin CFI**; acumulado 12 meses



de trepar hasta 11% i.a. en septiembre, reflejando el mayor crecimiento de los precios en los aglomerados del interior del país, moderó su trayectoria hasta 10% i.a. en diciembre, también obedeciendo a la desaceleración en el interior. La dispersión en la evolución de los precios al consumidor en el GBA respecto de los indicadores del resto del país se explica por el componente de alimentos y, en menor medida, por algunos servicios.

Mientras la evolución de la economía de EEUU continúa siendo el factor de riesgo más importante, las perspectivas económicas para 2008 permitirían conformar un escenario propicio para el desarrollo financiero

Para 2008 se espera que Argentina vuelva a evidenciar un crecimiento económico, con superávits externo y fiscal. Probablemente se enfrentará un contexto internacional más hostil dada la persistencia de las turbulencias en los mercados financieros y los riesgos de debilitamiento económico de EEUU. Esto representaría nuevos desafíos para la política monetaria y financiera local. De todos modos, los precios de las materias primas exportadas se mantendrían en niveles elevados, en un escenario de sostenido crecimiento de las economías emergentes, que compensarían parcialmente una posible desaceleración en los países desarrollados.

En este contexto, se debe resaltar que el PM 2007 marcó los lineamientos de la prudente política monetaria, utilizados como referente para el PM de 2008 (ver Tabla II.1). En este sentido, el superávit externo, conjuntamente con la política de acumulación de reservas del BCRA, contribuirían a consolidar la estabilidad del sistema monetario y financiero local.

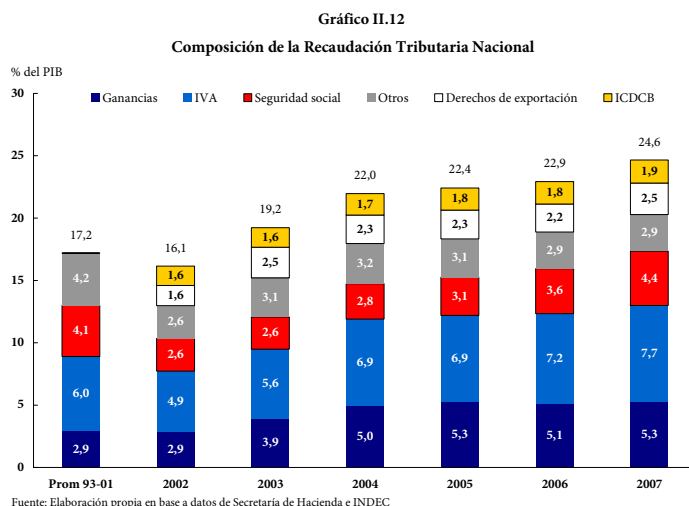
II.2 Deudores del sistema financiero

Las familias y las empresas ganan participación en los activos de los bancos, tendencia que se estima continuará a lo largo de 2008

Durante 2007 el sistema financiero continuó expandiendo su financiamiento a las empresas y a las familias, reduciendo como contrapartida su exposición al sector público (ver Gráfico II.10). Las perspectivas económicas del sector privado para 2008, combinadas con la disponibilidad de recursos de la banca, permitirán continuar incrementando este financiamiento en un marco de riesgo de crédito acotado.

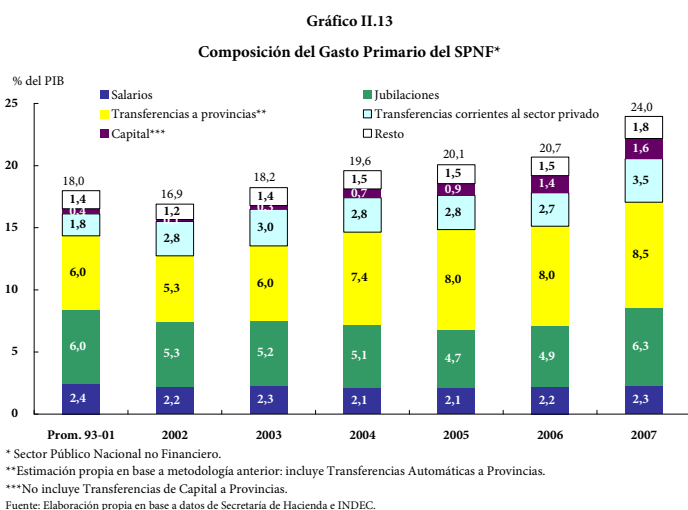
II.2.1 Sector público

Buena capacidad de pago del sector público explicada por el desempeño de las cuentas fiscales⁴



En 2007 el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario de \$25.670 millones, representando aproximadamente 3,2% del PIB (ver Gráfico II.11). Así, el resultado superó el 3% pautado en el Presupuesto Nacional, reduciéndose cerca de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) respecto a 2006. Los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional contribuyeron en el cumplimiento de la pauta presupuestaria. En 2007 se destacó el fuerte incremento nominal de la Recaudación Tributaria Nacional (33% i.a.), que totalizó \$199.800 millones y representó aproximadamente 24,6% del PIB (ver Gráfico II.12). El gasto primario aumentó a tasas por encima del ritmo de crecimiento de los ingresos, alcanzando 24% del PIB (ver Gráfico II.13).

Por su parte, el pago de intereses se incrementó \$4.900 millones en 2007 (suba de 42%), destacándose el mayor pago de los servicios de los cupones ligados al PIB, el incremento de la tasa efectiva sobre la deuda en circulación⁵ y la reestructuración de la deuda con España. Así, el Resultado Financiero del SPNF alcanzó 1,1% del PIB, por debajo del 1,8% alcanzado en 2006.



Durante 2007, el Gobierno Nacional emitió bonos por valor nominal (VN) US\$6.582 millones, de los cuales 93% correspondieron a colocaciones en moneda extranjera y el resto en pesos (BONAR \$ V) (Ver Tabla II.2). Las emisiones en los mercados de capitales durante el segundo semestre de 2007 ascendieron a VN US\$2.828 millones, 80% de las cuales se realizó en forma directa a Venezuela y a la ANSeS. Adicionalmente, en el segundo semestre de 2007 se verificó un desembolso del BID al Tesoro Nacional (TN) por US\$350 millones. Por su parte, el financiamiento neto mediante letras intra-sector público ascendió \$2.149 millones, de los cuales \$1.800 millones correspondieron a nuevas colocaciones a la ANSeS. De esta forma, junto al superávit financiero y al uso neto de adelantos transitorios (AT) del BCRA por \$3.000 millones, se logró cubrir las necesidades financieras del TN durante 2007 y garantizar la cobertura de parte de las necesidades de financiamiento de 2008. En este marco, el financiamiento de las obligaciones del TN para 2008 no presentaría mayores dificultades.

⁴ Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del cuarto trimestre de 2007 y del primer trimestre de 2008.

⁵ Cabe destacar que los instrumentos colocados en 2007 (principalmente BONAR y BODEN 2015) contemplan tasas de interés que resultan superiores a las de las principales deudas que se fueron amortizando (básicamente BODEN 2012, BODEN 2011, BODEN 2008, Préstamos Garantizados Nacionales y Bonos Garantizados). En menor medida incidieron las renovaciones (con mayores tasas de interés) de las Letras intra-sector público.

Tabla II.2

Emisiones de Bonos en 2006 y 2007

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread sobre Bono del Tesoro de EE.UU. ³
2006					
En dólares					
BODEN 2012*	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
BODEN 2012*	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
BODEN 2012*	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
BODEN 2012*	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
BONAR V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
BONAR V	03-May-06	500	96,4	8,1	338
BODEN 2012*	09-May-06	239	83,7	7,5	253
BODEN 2012*	07-Jun-06	243	82,5	8,3	334
BODEN 2012*	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
BODEN 2012*	17-Jul-06	482	83,0	8,6	348
BONAR V	26-Jul-06	500	97,3	8,3	333
BONAR VII	07-Sep-06	500	92,7	8,4	364
BODEN 2012*	31-Oct-06	420	71,5	7,4	272
BONAR VII	30-Nov-06	500	96,3	8,0	356
Total en dólares 2006		5.365			
2007					
En dólares					
BONAR VII	25-Ene-07	500	99,0	7,7	287
BODEN 2015*	13-Feb-07	779	96,3	8,0	320
BONAR VII	15-Feb-07	500	99,5	7,7	303
BONAR X	12-Abr-07	750	90,3	8,5	372
BONAR X	10-May-07	750	90,9	8,4	378
BODEN 2015*	06-Ago-07	605	82,7	10,7	608
BODEN 2015*	13-Nov-07	604	82,8	10,4	637
BONAR X	14-Nov-07	574	80,0	10,5	627
DESCUENTO**	19-Nov-07	542	111,9	8,9	460
BODEN 2015**	31-Dic-07	503	82,4	10,7	690
Total en dólares 2007		6.106			
En Pesos					
BONAR ARG \$ V	07-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
Total en pesos 2007		1.500			

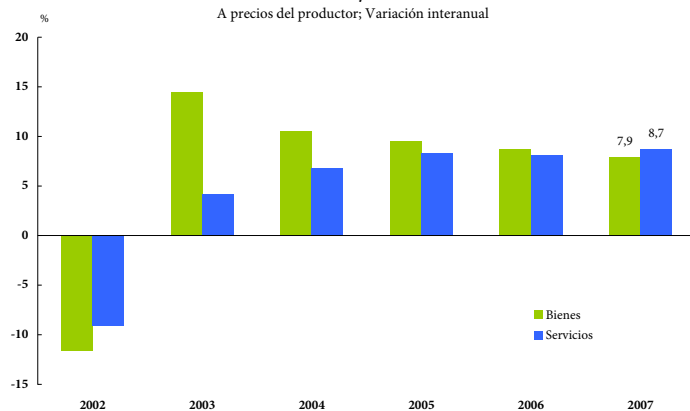
(1) Valor nominal en millones, en moneda de origen; (2) En %; (3) En puntos básicos
 (*) Colocaciones directas a la República Bolivariana de Venezuela; (**) Colocaciones directas a la Administración Nacional de la Seguridad Social -ANSES-

Fuente: Secretaría de Finanzas

Gráfico II.14

PIB. Bienes y Servicios

A precios del productor; Variación interanual

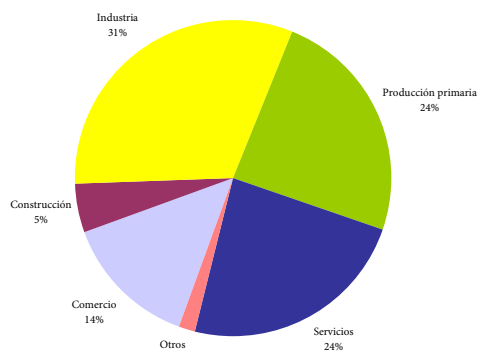


Fuente: INDEC

Gráfico II.15

Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas

Diciembre de 2007



Fuente: BCRA

Por otra parte, un elemento a monitorear será la evolución de las cuentas públicas provinciales y la magnitud de las necesidades de financiamiento subnacionales, aún teniendo en cuenta que en parte podrían ser cubiertas por el TN.

Menor ponderación de la deuda en el PIB, con una sostenida participación de las obligaciones en moneda local

La Deuda Pública Nacional (DPN) en 2007 totalizó US\$144.729 millones, incrementándose 5,9% en el año. El crecimiento nominal del PIB permitió que la relación entre el stock de la DPN y el PIB siguiera disminuyendo hasta alcanzar 56,1%, 7,9 p.p. menos respecto a fines de 2006. La composición por moneda se mantuvo sin cambios a pesar de la baja participación de las nuevas emisiones de deuda en pesos. Este comportamiento se explica por la dinámica del CER dado que 39% de la DPN se ajusta por este coeficiente.

Adecuadas perspectivas de ingresos y gastos propiciarán el sostenimiento de la capacidad de pago del sector público en 2008

Para 2008 se espera que la recaudación tributaria continúe exhibiendo altas tasas de crecimiento, en parte al considerar el efecto pleno de los aumentos de fines de 2007 de las alícuotas de los Derechos de Exportación, en un escenario de sostenido aumento de las exportaciones. Por otra parte, se espera una evolución positiva de los ingresos de la Seguridad Social por el traspaso voluntario desde el Régimen de Capitalización. Asimismo, de acuerdo a lo previsto en el PN 2008 el crecimiento de las prestaciones de la seguridad social, las transferencias al sector privado y del gasto de capital sería inferior al registrado durante 2007. Así, el aumento del gasto primario en 2008 se desaceleraría, cumpliéndose así con las pautas presupuestarias de superávit primario y financiero incluidas en el presupuesto (3,15% y 0,93% del PIB, respectivamente).

III.2.2 Empresas

El buen desempeño económico de las empresas, combinado con niveles de endeudamiento moderados y las perspectivas para 2008, fortalecen la posición económica y financiera del sector

La actividad económica intensificó su ritmo de expansión en el segundo semestre de 2007, elevando el crecimiento a una tasa cercana a 9% i.a. en el cierre de 2007. Los servicios encabezaron el aumento del PIB por primera vez en el actual ciclo ascendente, favorecidos por el

Gráfico II.16
Deuda de las Empresas
En % del PIB promedio móvil 4 trimestres

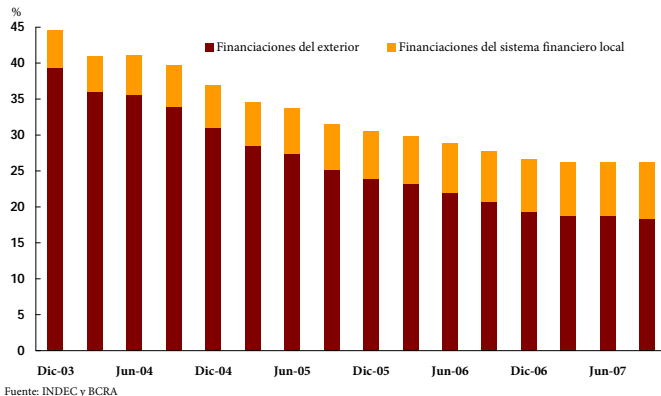


Gráfico II.17
Carga de la Deuda del Sector Empresas
Empresas que informan Balances a la BCBA

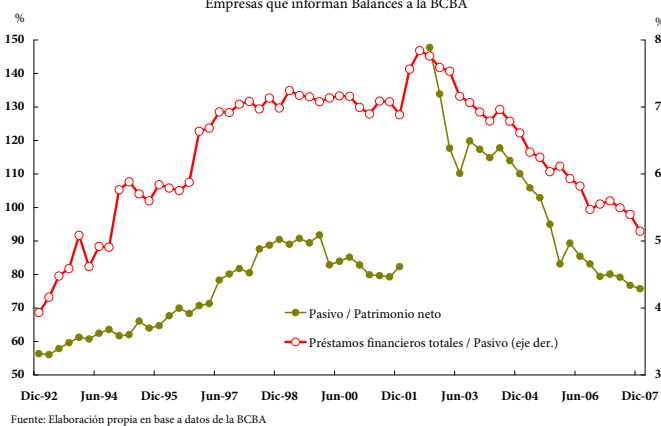
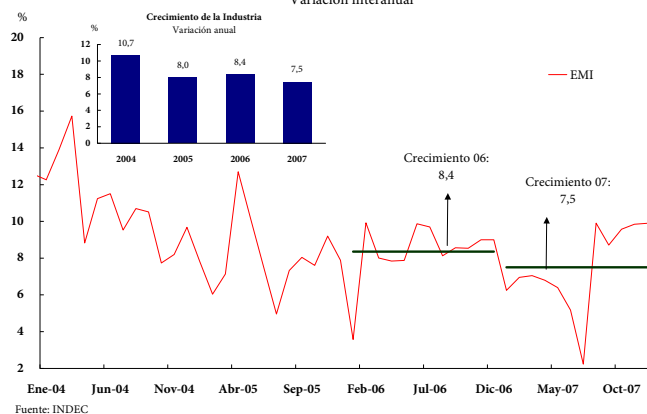


Gráfico II.18
Evolución Industria
Variación interanual



incremento del consumo de las familias, derivado de la expansión del empleo, los salarios y del crédito.

La producción de bienes también registró un ascenso durante 2007, aunque a un ritmo algo más moderado que el año previo (ver Gráfico II.14). El sector agropecuario alcanzó en la campaña 2006/07 un nuevo máximo histórico de producción, a partir de un incremento de los rindes y una ampliación de la frontera agrícola, en un marco de sostenido aumento de los precios internacionales. Asimismo, tanto la industria como la construcción se aceleraron en la segunda mitad del año pasado, aunque en promedio finalizaron 2007 con un crecimiento menor al del año anterior.

En este marco, a lo largo de 2007 la industria y los servicios impulsaron el incremento del financiamiento bancario a las empresas. Como resultado, ambos sectores concentran casi 55% del financiamiento bancario a las firmas (ver Gráfico II.15), impulsados por las buenas perspectivas de su actividad para los próximos períodos. Asimismo, a lo largo del año se destacó el dinamismo del crédito al comercio, si bien aún presenta una baja participación en el financiamiento a las firmas (13,8%).

En 2007 continuó disminuyendo levemente el endeudamiento agregado de las empresas en términos del PIB sectorial (hasta casi 26%). En particular, las firmas incrementan gradualmente su utilización de fondos locales, a la par que van reduciendo su financiamiento externo (ver Gráfico II.16). Así, mientras que en septiembre de 2007 casi un tercio del financiamiento era de origen local (principalmente en moneda nacional), sólo alcanzaban aproximadamente 12% en 2003, reduciéndose gradualmente de esta manera la exposición del sector a las fluctuaciones en el tipo de cambio.

La posición financiera de las empresas grandes, en particular aquellas que cotizan en bolsa y tienen acceso al mercado de capitales, mejoró en el cierre de 2007 (ver Gráfico II.17). En particular, este segmento del sector corporativo evidenció menores niveles de apalancamiento y de participación de los préstamos bancarios, movimiento que sigue estando acompañado de buenas perspectivas para la actividad económica de este sector.

Para 2008 se espera que continúe la fase de expansión, estimándose un nuevo incremento del PIB. De este modo, se consolidaría un período de más de 6 años de crecimiento ininterrumpido, en el que la producción de bienes y servicios acumularía un alza superior a 60%, con una mayor utilización del financiamiento local en detrimento del externo, situación que gradualmente mejora la posición económica y financiera de las empresas

al reducir su exposición a las fluctuaciones en el tipo de cambio peso-dólar.

III.2.2.1 Industria

El crecimiento de la industria en 2007 y las perspectivas para el próximo año, trazan un escenario de buena capacidad de pago del sector

La producción manufacturera incrementó su ritmo de crecimiento en el segundo semestre de 2007, impulsada por una creciente demanda interna y externa, a lo que se agregó la acumulación de *stocks* verificada en algunos sectores. Así, la industria finalizó el año con una expansión de 7,5% i.a. (ver Gráfico II.18).

El dinamismo industrial se extendió prácticamente a todas las ramas manufactureras. No obstante, en el segundo semestre los automotores continuaron liderando su crecimiento, contribuyendo con más de 40% del aumento de la producción total (ver Gráfico II.19). La favorable evolución de la industria estuvo acompañada por un uso de la capacidad instalada (UCI) similar al de 2005 y 2006 (ver Gráfico II.20). La UCI exhibió un promedio de 74% en el año, aunque registró una gran volatilidad.

En 2007 la estabilidad en el uso de la capacidad instalada en un marco de aumento de la producción, señala la realización de inversiones para ampliar la capacidad y alzas en los trabajadores y en la productividad. Las principales inversiones se realizaron en los sectores automotriz, de sustancias y productos químicos y en las industrias metálicas básicas, cuyas ampliaciones comenzaron a reflejarse en 2008.

Para 2008 se prevé que la industria registre su sexto año consecutivo de crecimiento. Este escenario, combinado con una mayor utilización de los recursos provenientes del sistema financiero local (ver Gráfico II.21), contribuyen a mejorar la capacidad de pago de las firmas del sector. Si bien el endeudamiento en dólares es de casi 85% del total, el crecimiento de las firmas industriales exportadoras y el aumento de la participación de las exportaciones en el producto sectorial mitigan este riesgo por tipo de cambio para el agregado del sector.

III.2.2.2 Sector Primario

El significativo desempeño agrícola fortalece la capacidad de pago del campo

El sector primario mostró resultados dispares en la segunda mitad de 2007, con la actividad agrícola exhibiendo un buen desempeño. La última campaña finalizó con

Gráfico II.19
EMI. Evolución Sectorial
Variación interanual

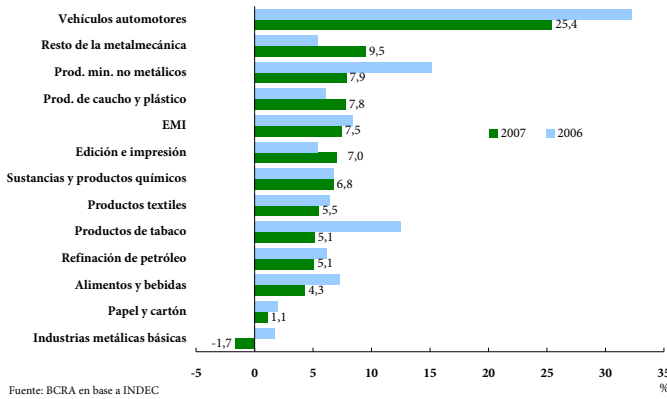


Gráfico II.20
Industria. Utilización de la Capacidad Instalada

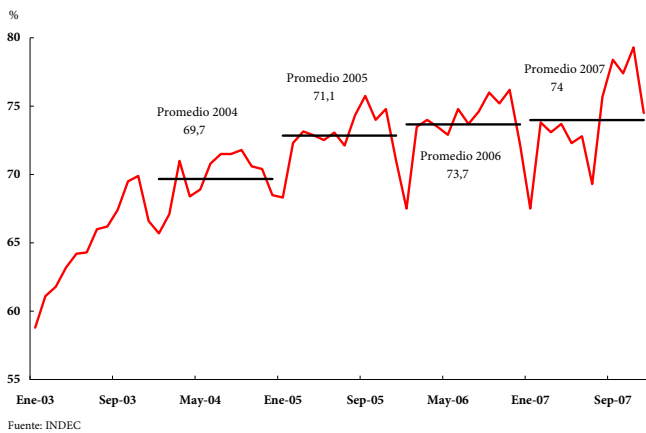


Gráfico II.21
Deuda de la Industria
En % del PIB industrial promedio móvil 4 trimestres

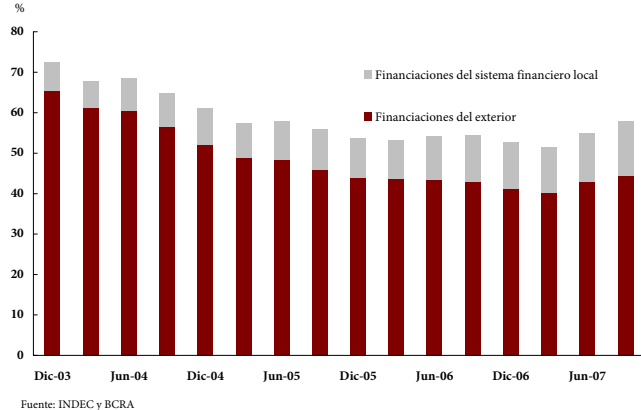


Tabla II.3
Producción de cereales y oleaginosas

	2006-07		2007-08		Var % 2007-08 / 2006-07	Dif. tns 2007-08 / 2006-07
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	42.012	41,2	42.242	44,6	0,5	230
Maíz	21.800	18,8	20.500	23,2	-6,0	-1.300
Trigo	14.600	16,4	15.400	15,4	5,5	800
Sorgo granífero	3.000	3,0	3.330	3,2	11,0	330
Otros	2.612	0,0	3.012		15,3	400
Oleaginosas	52.439	58,3	53.577	54,8	2,2	1.138
Soja	47.600	52,8	48.200	50,3	1,3	600
Girasol	3.605	4,9	4.200	3,8	16,5	595
Otros	1.234	0,1	1.177	0,1	-4,6	-57
Total	94.451	100,0	95.819	100,0	1,4	1.368

* Indica el récord de producción obtenido para cada cultivo entre las campañas 1979/80 y 2005/06.

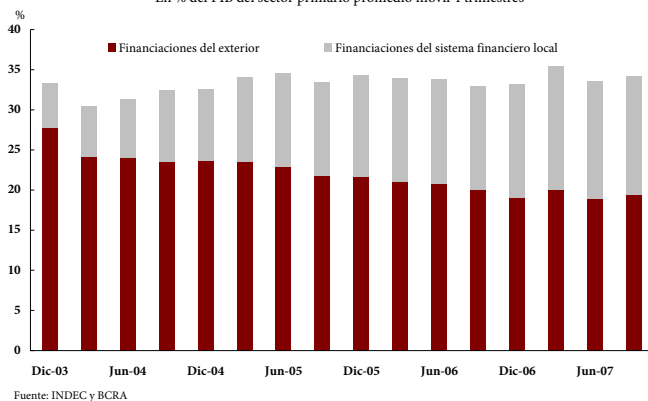
Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA y USDA

Estimaciones USDA: producción de arroz, maíz, trigo, algodón, soja

un nuevo máximo histórico de producción, a la vez que la de 2007/2008 comenzó con perspectivas favorables, previéndose que los resultados sean levemente superiores a los del año anterior. La faena de bovinos siguió aumentando en volúmenes, aunque lo hizo a un ritmo menor que en la primera parte del año.

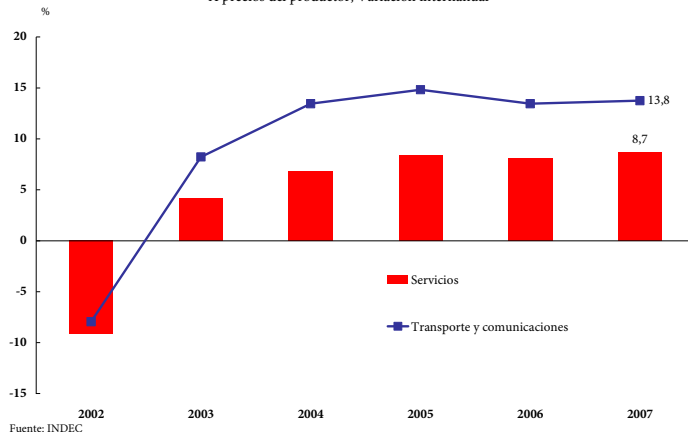
La superficie destinada a la actual campaña agrícola superaría las 30,4 millones de hectáreas⁶, 4,8% más que en la campaña anterior. Así, la producción de cereales y oleaginosas rondaría 96 millones de toneladas (ver Tabla II.3), resultando 1,4% superior a la de la cosecha previa, principalmente por la soja y el trigo. El incremento esperado de la cosecha también está apuntalado en la creciente inversión que registra el sector. En este sentido, las importaciones de bienes de capital por parte del agro aumentaron 45,6% i.a. en los primeros nueve meses de 2007 y las ventas de maquinaria agrícola de origen nacional crecieron 25,8% con relación al mismo período de 2006.

Gráfico II.22
Deuda del Sector Primario
En % del PIB del sector primario promedio móvil 4 trimestres



Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico II.23
PIB. Servicios
A precios del productor; Variación interanual



Fuente: INDEC

El volumen de carne obtenido por la faena de animales bovinos registró una desaceleración en el segundo semestre de 2007. Por su parte, la producción de leche para su procesamiento siguió ubicándose por debajo del año previo. Ciertos problemas climáticos y la rentabilidad relativa del sector explicaron principalmente las limitaciones en la oferta. Así, se verificó en el año una reducción en la cantidad de tambos en funcionamiento y en la producción láctea, con caídas cercanas a 4% i.a. y 11,7% i.a., respectivamente.

El endeudamiento de las firmas del sector primario con no residentes sigue evidenciando una tendencia decreciente (ver Gráfico II.22), si bien todavía supera al financiamiento local. La alta capacidad exportadora del sector, en un marco de precios elevados de las *commodities* y buenas perspectivas productivas para 2008, configuran una adecuada posición económica y financiera del campo, consolidando su perfil financiero y permitiéndole contar con acceso a financiamiento adicional.

III.2.2.3 Servicios

La aceleración del crecimiento de los servicios, combinada con reducidos niveles de endeudamiento, brindan un marco de solidez económica y financiera a las firmas del sector

Los sectores proveedores de servicios lideraron el crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2007. En particular se destacó el transporte y las comunicacio-

⁶ Según los datos de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Caza, Pesca y Alimentación (SAGPyA)

Gráfico II.24
Deuda del Sector Servicios
 En % del PIB del sector servicios promedio móvil 4 trimestres

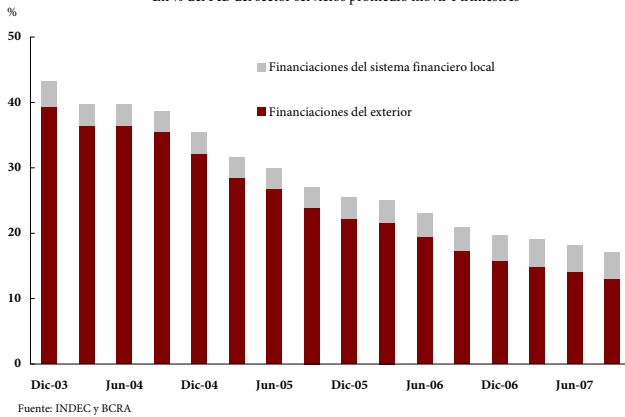


Gráfico II.25
Ventas Minoristas
 A precios constantes - Variación interanual

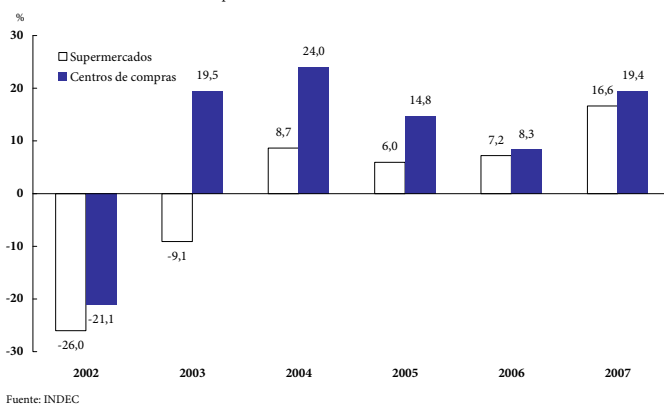
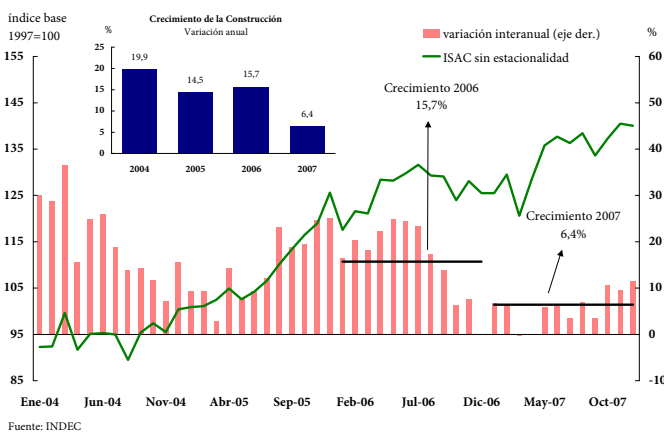


Gráfico II.26
Evolución de la Construcción



nes, los cuales se vienen expandiendo a una tasa superior al promedio (ver Gráfico II.23).

Con niveles de endeudamiento reducidos (17% del PIB sectorial) (ver Gráfico II.24), gradualmente las empresas de servicios sustituyen financiamiento externo por recursos provenientes del sistema financiero local. Si bien los recursos locales sólo tienen una participación de 23% en el total, presentan un incremento de 14 p.p. en los últimos 3 años, reduciendo la exposición de este sector a las fluctuaciones en el tipo de cambio peso-dólar. Para 2008 se espera que la dinámica de los servicios siga siendo ascendente, acompañando el crecimiento previsto de la economía.

III.2.2.4 Comercio

El crecimiento de la actividad comercial se refleja en buenos niveles de capacidad de pago, permitiendo expandir el endeudamiento y así aumentar la capacidad instalada

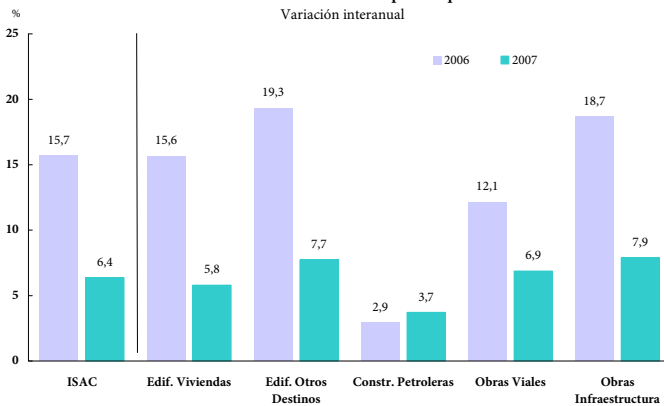
El comercio minorista continúa evolucionando positivamente, impulsado por el consumo privado. Las cantidades vendidas en supermercados y centros de compras muestran una tendencia ascendente, especialmente en electrodomésticos y otros bienes durables. Las posibilidades de financiación y el cambio de tecnologías impulsan las adquisiciones de estos bienes, que habrían registrado un ascenso mayor a 30% i.a. en 2007 (ver Gráfico II.25).

En el año se siguieron verificando incrementos de las inversiones en el sector, ya que tanto los supermercados como los centros de compras presentaron un aumento en los locales activos y en la superficie del área de ventas. Teniendo en cuenta que se proyecta una nueva suba del poder de compra de los consumidores, principalmente por el aumento del empleo y de los salarios, se prevé que la actividad comercial continúe mostrando avances en 2008. Este contexto, combinado con los bajos niveles de endeudamiento (20% del PIB) (en partes similares entre local y externo), conforman un marco de sólida posición financiera de este sector para seguir accediendo holgadamente al mercado crediticio local y continuar incrementando su capacidad instalada.

III.2.2.5 Construcción

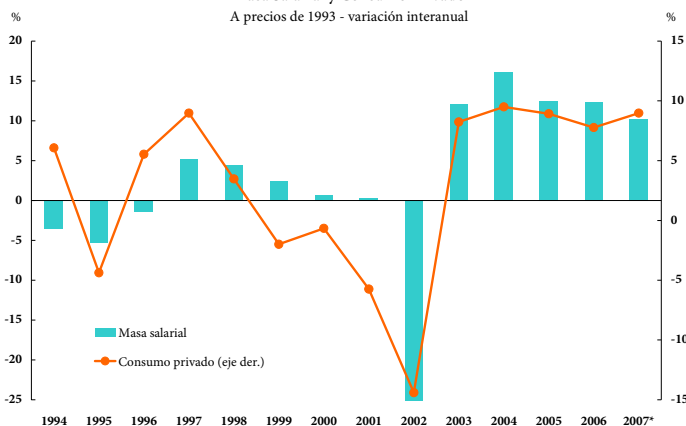
El crecimiento del sector de la construcción está siendo liderado por las edificaciones no residenciales, continuando con niveles de financiamiento reducidos

Gráfico II.27
Construcción. Evolución por Bloque
 Variación interanual



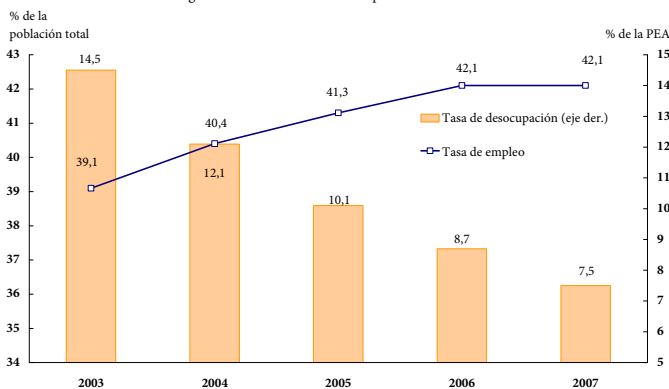
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico II.28
Masa Salarial y Consumo Privado
 A precios de 1993 - variación interanual



* Estimado
 Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico II.29
Tasas de Actividad, Empleo y Desocupación
 Aglomerados urbanos cubiertos por la EPH Continua



Fuente: INDEC

La construcción evidenció una trayectoria ascendente en 2007, aunque menos pronunciada que en años previos, dada la madurez que presenta el sector en algunos segmentos. En particular, la actividad creció 7,5% i.a. en la segunda mitad de 2007, cerrando el año con un alza de 6,4% (ver Gráfico II.26). En la segunda parte de 2007, el mayor aporte al crecimiento de la construcción provino de las edificaciones no residenciales destinadas a la industria, al comercio y al turismo, además de las obras de infraestructura públicas (ver Gráfico II.27).

En la primera parte de 2007 se evidenció cierto incremento en los pasivos de las empresas de la construcción, si bien sigue siendo el sector con el menor nivel de endeudamiento (15% del PIB sectorial), con una ponderación similar entre el crédito local y externo, lo que permite tener una moderada exposición al riesgo cambiario. Si bien se espera que la actividad de la construcción siga expandiéndose en 2008, lo haría a un ritmo moderado. La evolución de los permisos de nuevas edificaciones y las expectativas de los empresarios del sector anticipan una desaceleración para el segmento de viviendas, situación que sería compensada parcialmente por el crecimiento de las obras públicas y las edificaciones destinadas al comercio, oficinas y logística. Así, el sector constructor sigue disponiendo de un buen perfil económico y financiero, consolidando su capacidad de pago.

III.2.3 Familias

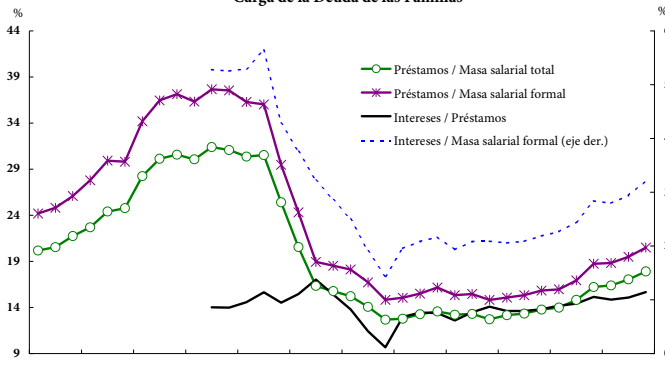
A la par de los mayores niveles de empleo, salarios y formalización laboral, continúa el incremento del endeudamiento de las familias principalmente a través de las líneas de consumo

Durante el segundo semestre de 2007 el gasto de los hogares mantuvo su tendencia ascendente, impulsado principalmente por el mayor ingreso disponible, dado el aumento de la ocupación y de los salarios (ver Gráfico II.28) y el crecimiento del crédito para consumo. La expansión del empleo alentada por el crecimiento económico resultó en una nueva caída de la desocupación que se ubicó en 7,5% de la PEA, el menor valor desde octubre de 1992 (ver Gráfico II.29).

En la segunda parte de 2007 el aumento del empleo se concentró en el segmento formal, confirmando una mejora en la calidad de las condiciones de trabajo⁷. Por su parte, los ingresos de las familias también mantuvieron una tendencia ascendente en el segundo semestre de 2007, tendencia que fue apoyada por la menor presión

⁷ En base a los indicadores parciales de ocupación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) y la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo

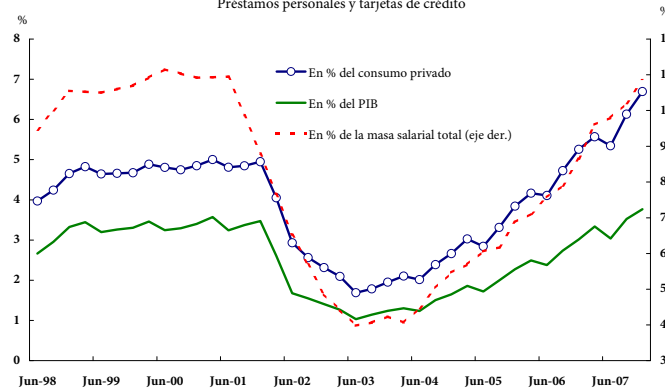
Gráfico II.30
Carga de la Deuda de las Familias



Nota: hasta mayo de 2003, la frecuencia de la EPH es semestral, desde septiembre de 2003 en adelante, la frecuencia es trimestral.

Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico II.31
Endeudamiento por Consumo de las Familias
Préstamos personales y tarjetas de crédito



Fuente: BCRA

impositiva y el aumento de las jubilaciones y pensiones, dinamizando su capacidad de compra.

De forma similar a los últimos 4 años, el nivel de endeudamiento de las familias y la carga de servicios que esta representa sostienen un crecimiento más rápido que los ingresos del sector (ver Gráfico II.30). Si bien el endeudamiento total de las familias aún se ubica por debajo de los valores de la década anterior, si se focaliza en los créditos de consumo, su peso ya se está en línea con lo observado en pre-crisis (ver Gráfico II.31).

Para 2008 se espera que la dinámica del mercado laboral siga siendo favorable y la tasa de desocupación continúe cayendo. Adicionalmente, se prevé que los ingresos de las familias sigan en ascenso, tras la nueva ronda de negociaciones salariales. De continuar el ritmo de expansión de las líneas al consumo, habrá que seguir monitoreando el perfil del sector familias, en especial de aquellas más vinculadas al consumo.

III. Mercado de Capitales

Síntesis

De cara al aumento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, y con episodios de volatilidad cada vez más intensos, los instrumentos financieros del mercado local mostraron cotizaciones volátiles con caídas de precios. Esta situación se mantendría en los primeros meses de 2008, en la medida en que los problemas en los mercados financieros internacionales fueron dando paso a una creciente preocupación en torno a una eventual recesión en EEUU, que podría afectar la economía a nivel global.

Las curvas de rendimientos de los títulos públicos argentinos cerraron el semestre con desplazamientos ascendentes y mayores ampliaciones en los tramos más cortos, tanto en dólares como en pesos con CER. Los indicadores de percepción de riesgo vinculados a los activos locales tendieron a crecer acompañando a los del resto de las economías emergentes.

El BCRA adoptó diversas medidas para atemperar el impacto local de la volatilidad en los mercados externos, incluyendo recompras de Lebac y Nobac, nuevas licitaciones por montos menores a los vencimientos programados, posibilidad de contabilizar instrumentos del BCRA en cuentas de inversión y disponibles para la venta, y creación de las letras y notas internas. De esta manera se observó un descenso en el saldo de instrumentos del BCRA en circulación durante la segunda mitad de 2007, con acortamiento de la duración de la cartera. Los rendimientos de las letras fueron ampliándose a lo largo del semestre, tanto en las licitaciones como en el mercado secundario.

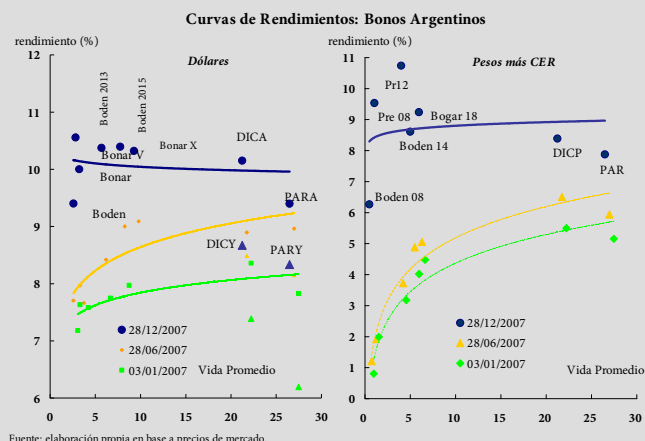
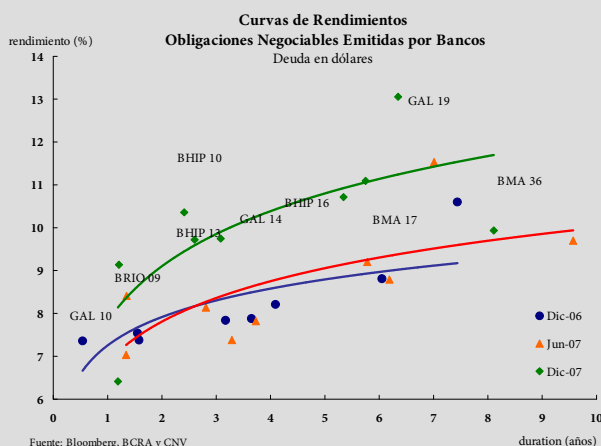
La colocación de obligaciones negociables en 2007 estuvo en línea con lo emitido en 2006, a pesar del menor ritmo experimentado en el segundo semestre (sin operaciones a

partir de noviembre). Prevalcieron las emisiones en dólares, con cierto protagonismo de las compañías vinculadas al sector de electricidad. En el mercado secundario se observaron ampliaciones en los rendimientos, que para las ON en dólares de bancos rondaron los 200 p.b. Los fideicomisos financieros siguieron destacándose por su dinamismo, mientras la negociación de cheques de pago diferido comenzó el semestre mostrando un importante aumento, aunque posteriormente se desaceleró en los últimos dos meses del año (con incrementos en las tasas de interés de las operaciones).

En materia de renta variable, si bien el Merval cerró el semestre con un retroceso cercano a 2% medido en moneda local (luego de haber caído casi 20% durante las turbulencias de julio-agosto), para todo el año contabiliza un rendimiento positivo (aunque menor al de otros países de la región). Se dio además un aumento en los montos operados de acciones. Por su parte, el financiamiento obtenido por empresas a través del mercado de acciones cayó levemente con respecto a la primer mitad de 2007 (no obstante, superó a los valores de 2006).

El contexto de mayor incertidumbre también se reflejó en los mercados de monedas, con depreciación del peso contra el dólar y una suba en la negociación de futuros y forwards.

Dada la creciente incertidumbre que caracteriza al contexto internacional, para 2008 se espera que el mercado local continúe mostrando un comportamiento volátil. Aunque persisten importantes riesgos a la baja (vinculados a la evolución de la economía de EEUU), existe la posibilidad de que se observe cierta recomposición en el mercado de capitales local ya a partir del segundo semestre del año.



III.1. Renta fija del sector público

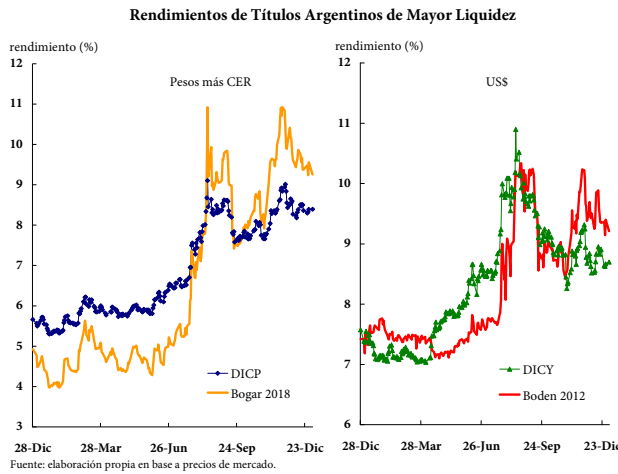
Las turbulencias en los mercados financieros internacionales generaron caídas en las cotizaciones de los títulos públicos, reflejando una mayor percepción de riesgo en comparación con activos de otros países emergentes

Las cotizaciones de los bonos registraron caídas a lo largo del segundo semestre, acompañando el contexto de fuerte incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La mala performance comenzó ya hacia mediados de julio, cuando la crisis del segmento hipotecario *subprime* de EEUU impactó sobre la demanda de activos de mayor riesgo relativo (ver Página 12). Los mercados financieros internacionales evidenciaron una súbita contracción en la liquidez hasta entonces imperante y un replanteo del riesgo percibido, frente a la creciente preocupación en torno a la duración y la profundidad de la crisis, además de su impacto final sobre la economía real. Con el correr de los meses, y de cara a la política monetaria de sesgo expansivo implementada por la mayor parte de los bancos centrales de los países desarrollados (en particular, de la Fed) se observaron recuperaciones generalizadas en las cotizaciones durante septiembre y principios de octubre. Sin embargo, la aversión al riesgo no se relajó: los precios de los activos financieros volvieron a erosionarse fuertemente hacia noviembre y presentaron cierta recuperación en diciembre (ver Gráfico III.1),

De esta manera, la curva de rendimientos para los bonos argentinos en dólares terminó el semestre con un desplazamiento ascendente (ver Gráfico III.2). Las alzas en los rendimientos fueron más marcadas en la parte corta de la curva, lo cual implicó un cambio pronunciado en su pendiente (desde positiva a negativa). Este proceso de aplanamiento y posterior inversión de la curva se registró también para bonos de otros países de la región. En efecto, la mayor ampliación de los *spreads* de los títulos cortos estuvo en parte vinculada al empinamiento de la curva de *Treasuries*. Por su parte, las cotizaciones de los instrumentos en pesos ajustables por CER también se deterioraron en términos semestrales, con una curva de rendimientos que se desplazó en forma ascendente y se aplanó. En este contexto, al finalizar el año se preveía una caída relativa de los rendimientos de los bonos más cortos.

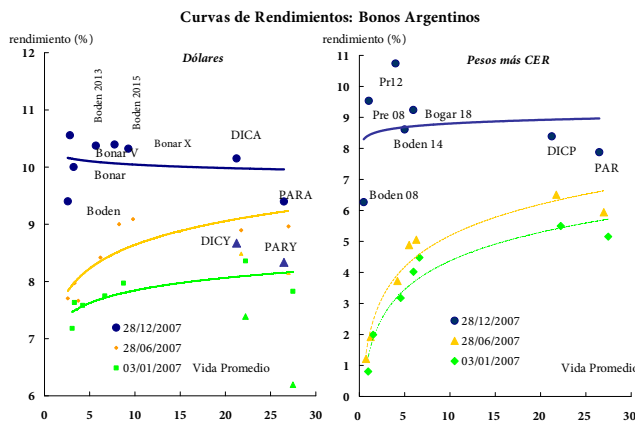
Si bien durante el semestre los activos de renta fija de países emergentes mostraron cierta fortaleza relativa⁸, los títulos públicos argentinos recibieron el impacto am-

Gráfico III.1



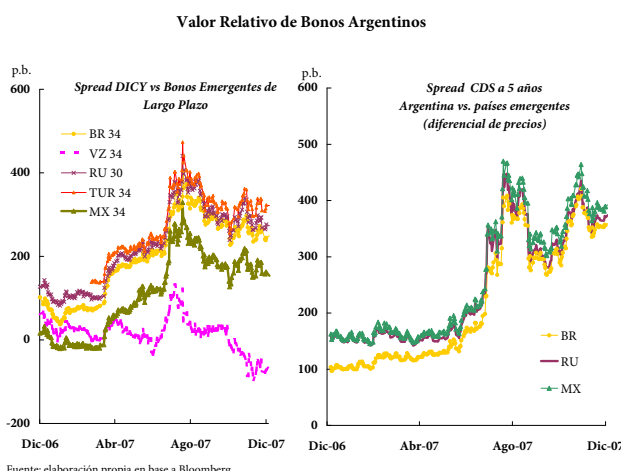
Fuente: elaboración propia en base a precios de mercado.

Gráfico III.2



Fuente: elaboración propia en base a precios de mercado.

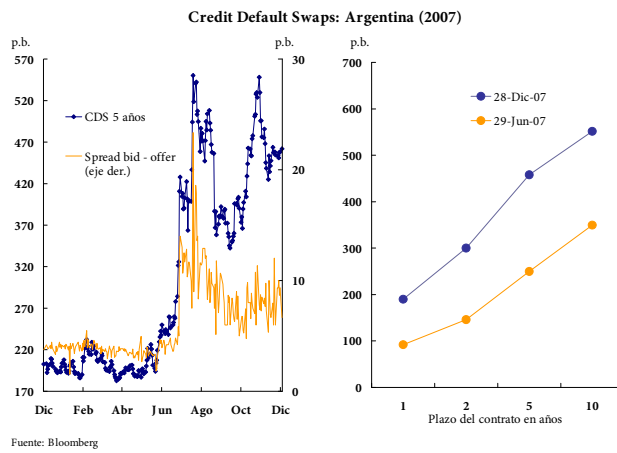
Gráfico III.3



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

⁸ Pese a observarse una fuerte ampliación de *spreads* la misma fue mucho más acotada que la observada en crisis anteriores. Los fondos especializados en deuda emergente, si bien mostraron importantes salidas durante el pico de las turbulencias, retomaron rápidamente sus flujos positivos.

Gráfico III.4

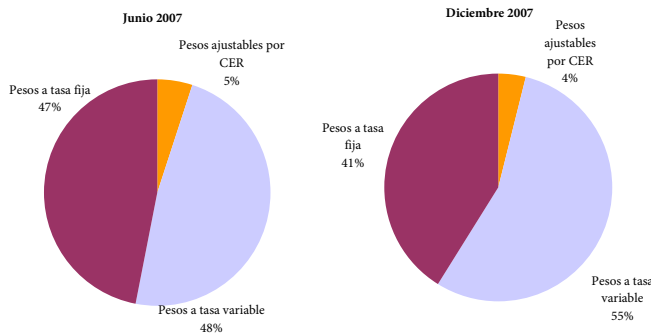


plificado de las turbulencias observadas en los mercados internacionales. Esto se reflejó, por ejemplo, en la ampliación de los diferenciales de rendimientos del bono Discount en dólares con respecto a sus análogos de similar *duration* para otros países emergentes. Los diferenciales se duplicaron entre julio y mediados de agosto, al compararse con bonos *benchmark* de Brasil, México o Rusia. Aunque posteriormente se corregirían parcialmente a la baja, estos diferenciales terminaron el año lejos de los bajos niveles iniciales (ver Gráfico III.3).

El mayor deterioro relativo también se reflejó en aproximaciones al riesgo soberano percibido como los diferenciales de cotizaciones de los *credit default swaps* (CDS) o los *spreads* de los EMBI+. En el caso de los CDS a cinco años⁹, los máximos riesgos relativos y absolutos de Argentina se alcanzaron en agosto y noviembre (ver Gráfico III.4) Posteriormente, en línea con lo ocurrido con los bonos largos, se vio una mejora relativa durante diciembre. A pesar de ese comportamiento, la evolución de los CDS de Argentina y Brasil mostró un impacto diferenciado, con ampliaciones semestrales de 212 p.b. y 27 p.b., respectivamente. En lo que respecta al *spread* del EMBI+, hacia fines de diciembre se observaron valores de 410 p.b. para Argentina y 221 p.b. para Brasil, con ampliaciones semestrales de 85 p.b. y 61 p.b., respectivamente.

Gráfico III.5

Composición de Stock de Lebac y Nobac en Circulación

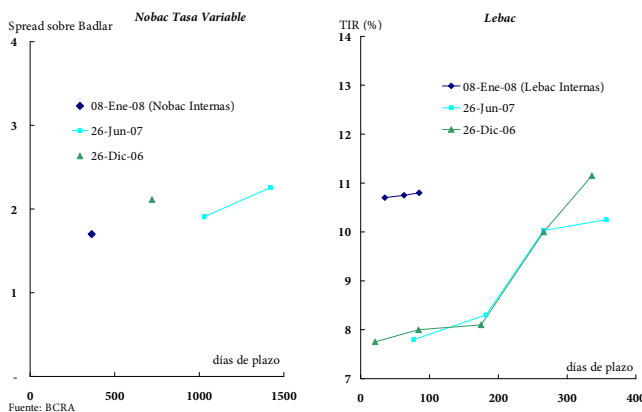


Fuente: BCRA

El BCRA instrumentó una serie de operaciones que involucraron a las Lebac y Nobac, con el objeto de amortiguar los efectos de la volatilidad financiera del mercado internacional y en el marco del cumplimiento de los objetivos del Programa Monetario 2007

Gráfico III.6

Licitaciones de Nobacs y Lebacs: rendimientos



Fuente: BCRA

El BCRA adoptó una batería de medidas tendientes a inyectar liquidez en el sistema y evitar que las turbulencias internacionales tengan un impacto significativo sobre los mercados locales. En este contexto, rescató parte del *stock* en circulación de Lebac y Nobac, mediante intervenciones en el mercado secundario y frecuentes licitaciones de recompras. Además, en algunas oportunidades decidió renovar montos inferiores a los que vencían y en ciertos casos se suspendieron las licitaciones sostenidas regularmente. Además, permitió que las instituciones bancarias que decidan mantener las Lebac y Nobac hasta su vencimiento puedan contabilizarlas en *cuentas de inversión* o en *disponibles para la venta*.

También, se decidió restringir la inversión de no residentes en este tipo de instrumentos, con el fin de incrementar la efectividad de las operaciones de mercado abierto. A partir de octubre de 2007 comenzaron a emi-

⁹ Los de mayor liquidez.

tirse las Lebac y Nobac Internas. Estos instrumentos sólo pueden ser negociados localmente y sus tenedores deben ser residentes en el país.

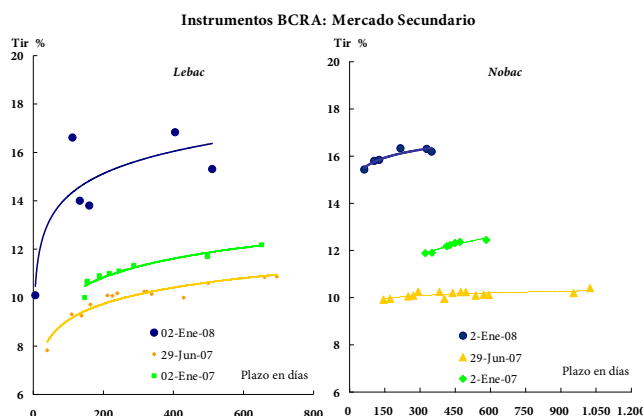
Tras esta serie de medidas adoptadas, el *stock* en circulación del total de activos emitidos por esta entidad descendió a fin del semestre a cerca de \$51.422 millones desde los \$61.500 millones contabilizados a junio, lo cual representó una caída de 16% en el semestre. Paralelamente y como consecuencia de las diversas operaciones efectuadas, los instrumentos a tasa variable pasaron representar 55% del monto total emitido, partiendo de una ponderación de 48% a inicios del semestre (ver Gráfico III.5). Se verificó además un acortamiento del plazo de la cartera en circulación, cuya duración descendió en 121 días en el semestre, hasta alcanzar un nivel de 259 días a fin de 2007.

Acompañando la evolución del mercado, los rendimientos de las Lebac aumentaron para las sucesivas licitaciones del semestre¹⁰. En particular, las tasas de colocación para letras se ampliaron unos 300 p.b. para plazos cercanos a 2 meses en el período de análisis¹¹ (ver Gráfico III.6). Se destaca que existió una preferencia del mercado por instrumentos a tasa fija en detrimento de los correspondientes a tasa variable. En este sentido, una curva poco definida en el caso de las notas a tasa variable impiden efectuar una comparación semestral.

En el mercado secundario, la curva de rendimientos de las letras se desplazó en forma ascendente, con ampliaciones semestrales de entre 400 p.b. y 600 p.b. (ver Gráfico III.7). A su vez, los rendimientos de las Nobac subieron casi 600 p.b., en línea con la variación registrada por la tasa Badlar Bancos Privados. De esta forma, los *spreads* sobre Badlar de las Nobac se mostraron más bien estables, con variaciones en un rango de entre -12 p.b. y +20 p.b. al comparar los valores entre puntas del período. Posteriormente, durante los primeros días de enero tanto los rendimientos de los instrumentos del BCRA y como la Badlar comenzaron a caer, en un contexto de creciente liquidez a nivel local.

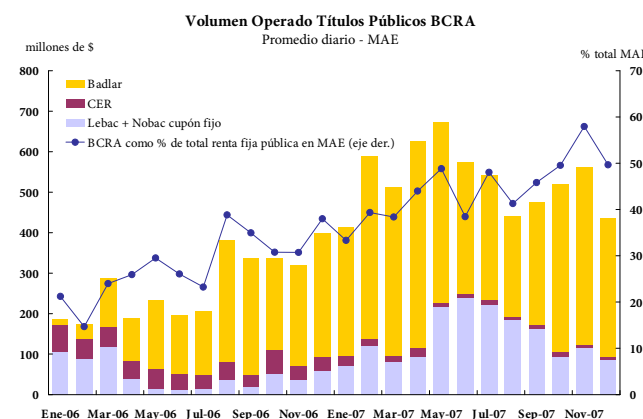
A pesar de la caída del saldo en circulación y de los cambios en las características de los instrumentos emitidos, la participación de los instrumentos del BCRA en el monto total negociado en el MAE siguió creciendo en relación a otros de productos de renta fija (ver Gráfico III.8). Los instrumentos del BCRA llegaron a representar 60% del total negociado de instrumentos de renta fija durante noviembre y más de la mitad del total a fin de

Gráfico III.7



Fuente: elaboración propia en base a MAE.

Gráfico III.8



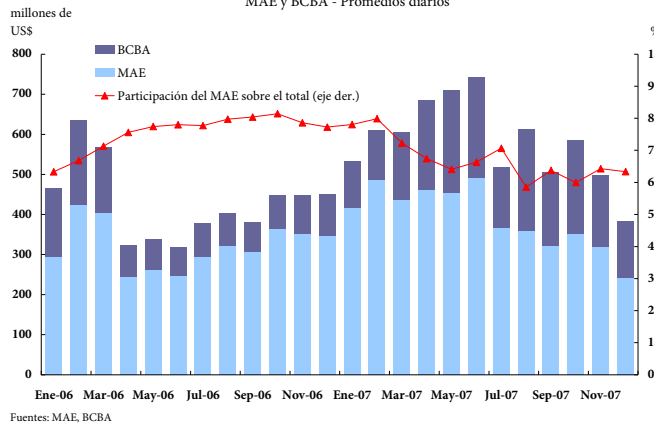
Fuente: elaboración propia en base a datos de MAE.

¹⁰ Debe tenerse en cuenta las características distintivas de las letras y notas "Internas" emitidas desde octubre de 2007.

¹¹ Se realiza la comparación con la licitación del 08/01/2008.

Gráfico III.9

Montos Negociados Títulos Públicos
MAE y BCBA - Promedios diarios



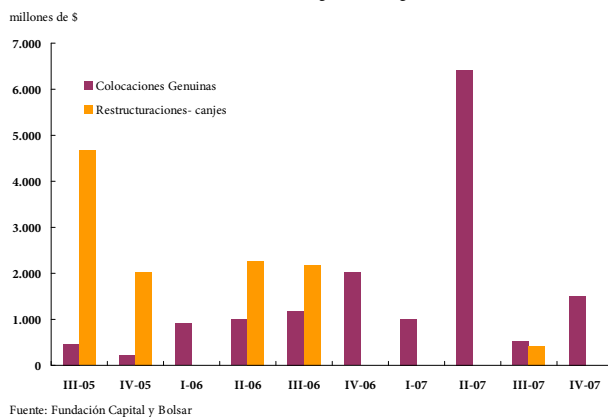
2007¹². Sin embargo, el monto total negociado (en términos absolutos) en instrumentos del BCRA se redujo. Por su parte, el mayor dinamismo registrado en la negociación de las Lebac a mediados de año fue perdiendo fuerza a partir del mes de agosto (ver Gráfico. III.9).

Los montos negociados de los instrumentos de renta fija cayeron en el segundo semestre de 2007 en la plaza local, pero se mantuvieron en el exterior

En la plaza local los volúmenes operados en valores públicos revirtieron la tendencia ascendente iniciada en abril de 2006. A fines de 2007 se operaron en promedio US\$384 millones por día, lo que representa contracciones de 15% y 48% al compararse con fin de 2006 y mediados de 2007, respectivamente. Por su parte según datos de la encuesta de EMTA en el año 2007 se negociaron US\$520.000 millones en instrumentos argentinos a nivel global, un 26% por encima de lo registrado en 2006.

Gráfico III.10

Emisión de Obligaciones Negociables



En perspectiva, se espera que los precios de los activos de renta fija de Argentina sigan mostrando un comportamiento volátil, en función de la creciente incertidumbre que caracteriza la evolución de los mercados internacionales para 2008. Si bien en el escenario base se espera cierta recomposición de las cotizaciones y curvas de rendimiento retomando una pendiente más pronunciada, sobre todo a partir del segundo semestre del año (en caso de una gradual mejora en los mercados internacionales), persisten importantes riesgos a la baja, fundamentalmente asociados a un deterioro mayor al esperado en el nivel de actividad en EEUU con un impacto fuerte sobre la economía global y los precios de las materias primas¹³.

III.2. Otros instrumentos de renta fija

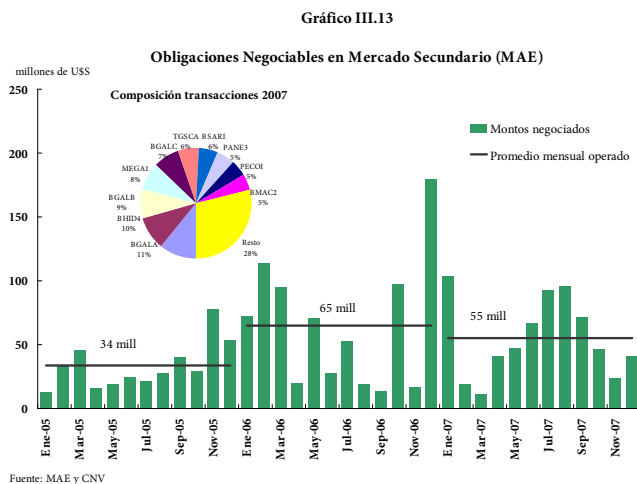
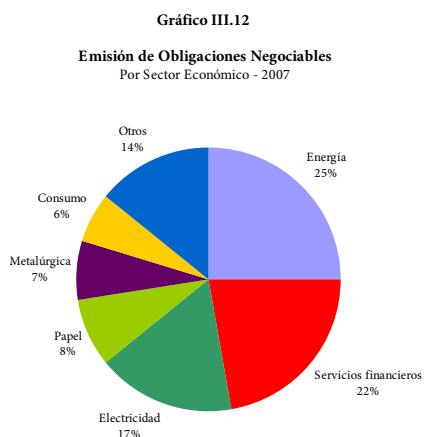
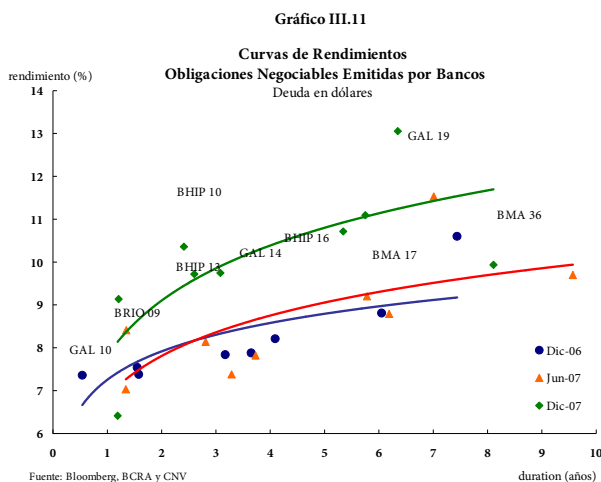
La colocación de deuda corporativa en 2007 estuvo en línea con el monto emitido el año anterior. Priman las colocaciones en dólares a tasa fija.

Aunque durante el primer semestre el ritmo de las emisiones permitió que se alcanzara un nuevo récord anual, dicha tendencia no pudo sostenerse posteriormente, dado el cambio drástico en las condiciones financieras internacionales (ver Gráfico III.10).

Así, el monto total emitido en estas especies en la segunda mitad de 2007 superó los \$2.400 millones, un 55% inferior al volumen del mismo período del año anterior.

¹² Considerando la negociación en el MAE.

¹³ En igual sentido, diversos bancos de inversión esperan una *performance* positiva para la generalidad de los activos de economías emergentes en 2008, aunque con comportamiento más débil que el observado en los últimos años.



Cabe destacarse que a partir del mes de noviembre no se registraron colocaciones de ON, dada la reducción en el apetito por riesgo a nivel global. En octubre y noviembre dos compañías que habían anunciado emisiones suspendieron el proceso de colocación¹⁴. De esta forma, en todo 2007 se terminaron colocando 28 instrumentos por un monto total mayor a \$9.900 millones, un 3% superior a lo emitido en el año 2006. Casi la totalidad del monto emitido en 2007 estuvo vinculado a emisiones genuinas; se efectuaron únicamente dos reestructuraciones por montos pequeños. De esta manera, el período de reestructuraciones de pasivos de envergadura vinculada con la crisis 2001-2002 por parte del sector privado ya estaría finalizado, quedando pendiente solamente algunas reestructuraciones de menor tamaño relativo¹⁵.

El deterioro de los mercados financieros internacionales en la segunda mitad del año provocó que las ON en dólares mostraran incrementos en sus rendimientos, en línea con el comportamiento generalizado entre los distintos activos de renta fija. Analizando los instrumentos emitidos por entidades financieras las ampliaciones semestrales superan en algunos casos los 200 p.b. (ver Gráfico III.11).

Uno de los hechos destacados durante la primera mitad del año había sido la instrumentación de operaciones en moneda doméstica¹⁶ o a través de instrumentos atados a la moneda local, además de la posibilidad de financiarse a plazos más largos y a tasa fija en dólares. Sin embargo, en línea con las condiciones menos favorables, en el segundo semestre de 2007 los inversores se inclinaron por instrumentos denominados en dólares. De esta forma, en dicho período se realizó una sola colocación denominada en pesos (a un año de plazo).

Las entidades financieras dejaron de ser un factor de dinamismo en materia de colocaciones de deuda este semestre, al tiempo que las compañías relacionadas con la provisión de electricidad ganaban protagonismo. Se verificaron 5 colocaciones¹⁷ correspondientes a este último sector en la segunda mitad de 2007, que explicaron 61% del monto emitido en dicho período. Estas colocaciones se realizaron en dólares, a tasa fija y a 10 años de plazo. Para 2007, dos emisiones de empresas del sector energé-

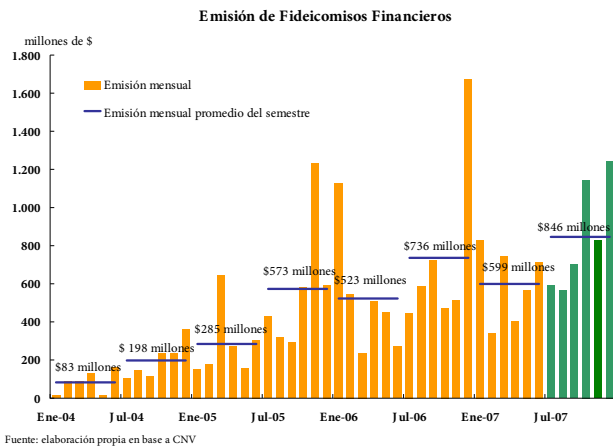
¹⁴ En un caso (ON de entidad financiera) se pospuso hasta febrero de 2008, y en el otro caso la compañía anunció que en el corto plazo no colocaría el instrumento que ya tenía autorizado.

¹⁵ En el primer semestre (mayo) se efectuó una emisión por parte de una empresa vinculada a infraestructura (autopistas). Se trató de una emisión que atiende parcialmente a una reestructuración de pasivos y que contó a su vez con demanda genuina por parte de los inversores. Posteriormente en septiembre se realizó una reestructuración por parte de una empresa de electricidad, por la que se emitieron dos instrumentos a 10 años que devengan tasa fija, por un monto que no supera los \$500 millones.

¹⁶ Tendencia que se observó en varios países emergentes, por la demanda de inversores internacionales que buscaban, por un lado, diversificar su cartera y que por otra parte apostaban a la apreciación de las monedas domésticas (en particular se destacan los casos de Brasil, México y Colombia).

¹⁷ Incluyendo las dos colocaciones por reestructuración.

Gráfico III.14

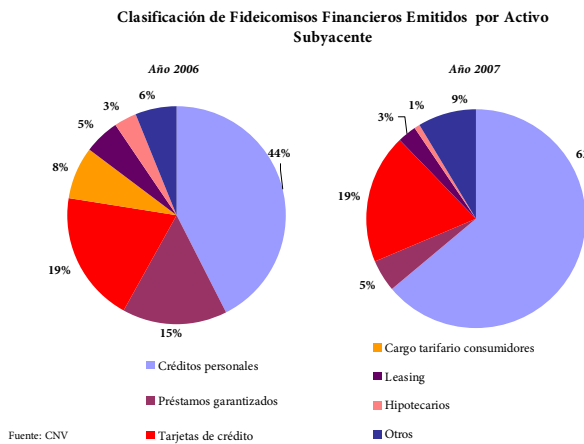


tico explicaron conjuntamente un cuarto del total emitido (ver Gráfico III.12).

Los montos negociados de ON en el mercado secundario¹⁸ durante el segundo semestre de 2007 mostraron cierta recuperación con respecto a la primera mitad del año, para ubicarse en niveles similares a los de la primera mitad de 2006 (ver Gráfico III.13). Durante 2007, las especies de entidades financieras se ubicaron entre las más líquidas, explicando 29% del total operado en el año. A su vez, se observa una alta concentración en el mercado de ON (aún pequeño), ya que las 5 especies más negociadas explican 45% del monto total operado.

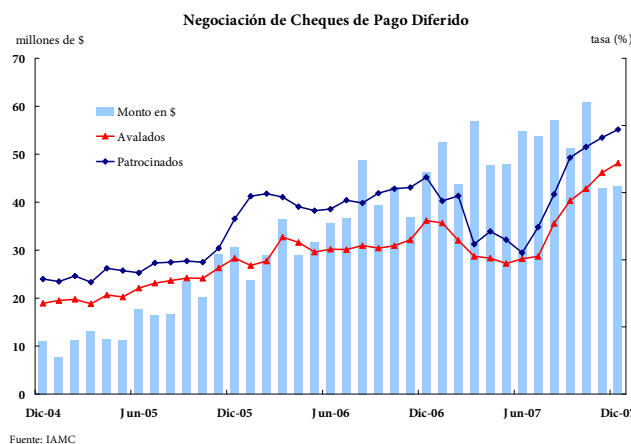
Los fideicomisos financieros mantienen ritmo de crecimiento, con liderazgo del financiamiento al consumo como subyacente

Gráfico III.15



Los fideicomisos financieros continuaron mostrando un mercado dinámico: la colocación de este tipo de instrumentos alcanzó un nuevo récord en el segundo semestre de 2007. Así, la colocación en dicho período fue un 15% superior a la del mismo período del año anterior, superando \$5.000 millones en 149 colocaciones (ver Gráfico III.14)¹⁹. Esta tendencia muestra la consolidación de este segmento entre la variedad de instrumentos de tasa fija, en función de la mejora en la actividad económica y la relativa estabilidad macroeconómica observada en los últimos períodos.

Gráfico III.16

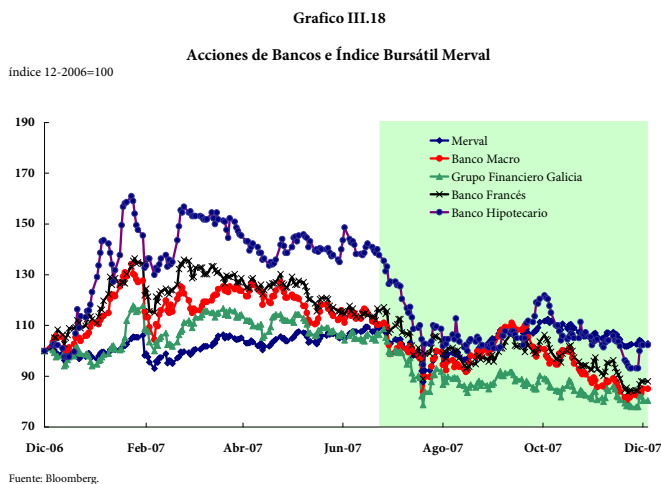
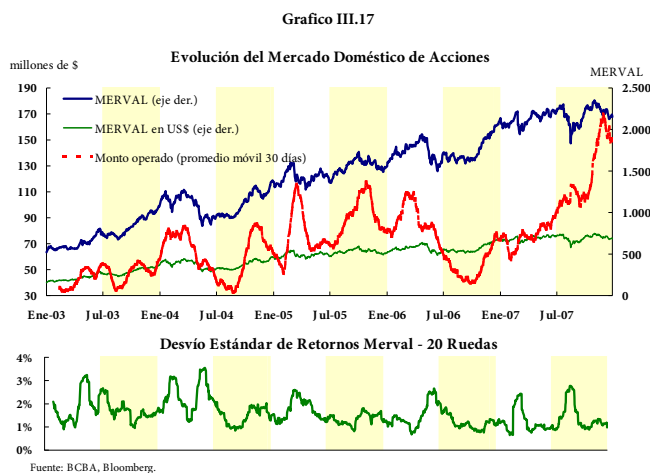


En este sentido, los activos subyacentes preponderantes siguen siendo las financiaciones vinculadas al consumo, como los créditos personales y los cupones de tarjeta de crédito, que en conjunto constituyeron 82% del monto emitido en fideicomisos financieros (ver Gráfico III.15). Dicho comportamiento puede explicarse, desde el lado de la originación, por la importante actividad en lo que a ventas con tarjetas de crédito, en especial de electrodomésticos, se refiere, y desde la demanda, por una inclinación a instrumentos a plazos más cortos (en detrimento a bonos y obligaciones negociables). Finalmente, se destaca la importante actividad que se verificó en colocaciones durante los meses de octubre y diciembre, que superó en cantidad de instrumentos y en montos colocados a lo observado en los restantes meses de 2007.

La negociación de los cheques de pago diferido por su parte comenzó el semestre manteniendo su dinámica de crecimiento (ver Gráfico III.16). No obstante, esta negociación descendió en noviembre y diciembre, evidenciando la mayor cautela prevaleciente. De todas formas, el desempeño de los primeros meses del semestre bastó

¹⁸ Considerando exclusivamente las operaciones en el MAE.

¹⁹ De esta forma se realizaron un total de 244 colocaciones en el año 2007 que sumaron \$8.667 millones.



para que el monto total negociado en la segunda mitad del año (mayor a \$300 millones), superase en 23% al monto negociado en el mismo período del año anterior. Por su parte, las tasas de descuento promedio negociadas tuvieron una escalada a partir de julio. Así, para el caso de los cheques avalados, el incremento requerido en diciembre de 2007 superaba en promedio los 700 p.b. al de junio del mismo año, mientras que para el caso de los cheques patrocinados el incremento superaba los 900 p.b..

III.3. Renta variable

La evolución de las acciones locales reflejó el contexto internacional adverso, mientras que los volúmenes operados registraron un crecimiento

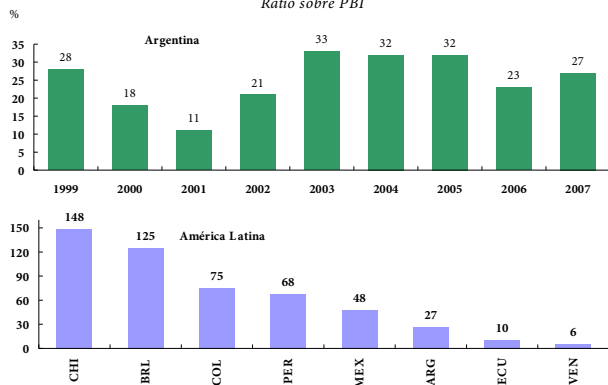
En el segundo semestre de 2007 el índice Merval mostró una caída de 1,8%, aunque cierra el año con una suba de 2,9%, medido en pesos. El rendimiento anual medido en dólares se ubicó en torno al medio punto porcentual, tras la caída de 3,6% del segundo semestre (que incorpora cierta depreciación del peso frente a la divisa norteamericana). A pesar de estos retornos bajos, incluyen la recuperación por parte de las acciones locales tras la significativa baja de 20% registrada durante julio-agosto de 2007, que fue acompañada por un incremento en la volatilidad de los retornos (superando incluso a lo observado en febrero-marzo²⁰). Una vez superada esta merma, el índice de referencia logró marcar un nuevo máximo histórico a fines de octubre (ver Gráfico III.17). De todas maneras, el rendimiento anual en dólares fue modesto en comparación al 73% de la bolsa de Brasil, del 21% de la bolsa de Chile o el 11% correspondiente a la bolsa de México (tres índices *benchmark* de la región, que registraron nuevos máximos en octubre medidos en dólares).

Durante la segunda mitad del año la turbulencia en los mercados internacionales tuvo un importante impacto en los papeles ligados al sistema financiero local (ver Gráfico III.18). Las acciones de las entidades financieras con mayor ponderación en el índice Merval cayeron 23%. A diferencia de períodos anteriores, las acciones de Tenaris (empresa de mayor ponderación en el índice) no acompañaron la suba del petróleo hacia nuevos máximos, mostrando una variación negativa de 5% tanto para el semestre como para todo el año.

Esta evolución en las cotizaciones fue seguida en el transcurso del año por un importante incremento en los volúmenes operados en renta variable local. Mientras en la primera mitad del año el promedio diario era \$70 mi-

²⁰ Debido a la renovada preocupación acerca de una eventual recesión en EEUU y el anuncio de nuevas medidas por parte del Gobierno de China tendientes a enfriar el mercado, desencadenando la venta de activos de mayor riesgo.

Grafico III.19
Capitalización Bursátil Empresas Locales
Ratio sobre PBI



Fuente: Informe Bursátil IAMC, FIAB, World Bank (2006).

lones, hacia el segundo semestre el promedio diario fue de \$108 millones (con montos máximos en noviembre y diciembre²¹).

El financiamiento obtenido por empresas a través de la suscripción de acciones alcanzó en la segunda mitad del año casi US\$480 millones, levemente por debajo del monto de US\$510 millones del semestre inmediatamente anterior, aunque superando el de US\$350 millones acumulado en 2006 (en concepto de suscripción total de acciones para empresas grandes²²). La *performance* de la bolsa junto a las contribuciones de capital tuvieron como resultado un nivel de capitalización bursátil de empresas locales de \$180 mil millones a fin de año, con un incremento interanual de 14,4% y llegando a representar aproximadamente 27% del PBI. Pese a que este nivel es 4 p.p. mayor al de 2006, sigue estando considerablemente por debajo de los niveles de otros países comparables de la región (que este año mostraron un mayor crecimiento en su mercado de acciones de firmas locales, ver Gráfico III.19).

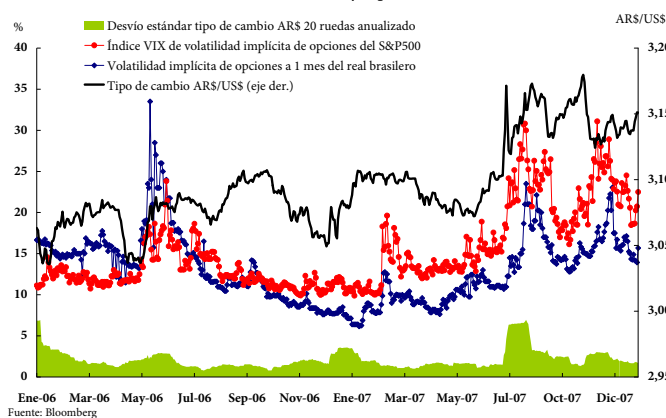
III.4. Mercados derivados

La turbulencia en los mercados financieros internacionales impulsó la operatoria de futuros de tipo de cambio, aunque no se profundizaron los volúmenes en otros derivados financieros

El contexto de mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales se trasladó al comportamiento de las monedas de la región. El real brasileño, que hasta julio consolidaba su apreciación contra el dólar norteamericano, llegó a depreciarse aproximadamente 12% en menos de un mes. En Argentina, el dólar mayorista, que hasta ese momento había cotizado durante 2007 a un promedio de \$3,09 por dólar, alcanzó \$3,18 en julio y posteriormente en agosto y octubre (lo cual representa una caída de 2,9%), para luego retroceder a un promedio de \$3,14 durante diciembre (ver Gráfico III.20). En este escenario, la operatoria en los mercados locales de futuros y *forwards* registró sucesivos máximos históricos, respaldada por una mayor volatilidad del tipo de cambio local y dada la mayor participación del BCRA.

El renovado debilitamiento del tipo de cambio contra el dólar en octubre coincidió con los máximos históricos de negociación en contratos *forwards* y a futuro tanto en el OCT-MAE como en ROFEX (ver Gráfico III.21). Subsecuentemente los montos operados retrocedieron a los

Grafico III.20
Indicadores de Volatilidad y Tipo de Cambio Local

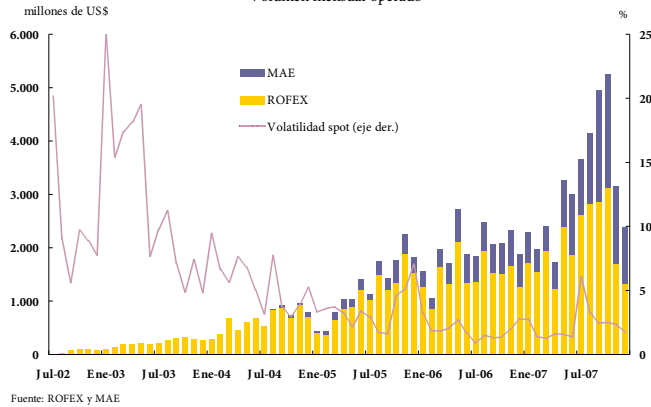


Fuente: Bloomberg

²¹ En octubre se anunció una resolución que impone un nuevo tope a las AFJP para las inversiones en fondos comunes de inversión compuestos por activos de emisores pertenecientes al MERCOSUR, fijándose un cronograma de forma tal que las mismas no superen el 2% del fondo computable de las administradoras a fines de 2008.

²² Datos de informes de Financiamiento a Través del Mercado de Capitales y Resumen Bursátil 2007 de IAMC.

Grafico III.21
Futuros de Dólar
 Volumen mensual operado



niveles previos al período de turbulencia, aunque la volatilidad se mantuvo por encima del promedio de la primera mitad del año. Los volúmenes operados totales aumentaron 61% en el segundo semestre en relación al período inmediatamente anterior, con una suba similar para los montos anuales en comparación al acumulado durante 2006.

En lo que respecta a otros contratos de futuros financieros, si bien en el primer semestre de 2007 se registraron las primeras operaciones sobre el futuro del Bono Discount en Pesos (con un volumen más bien reducido), en el segundo semestre el volumen para este instrumento fue nulo. Tampoco se concretaron operaciones vinculadas a futuros de la tasa BADLAR o del CER. La falta de una operatoria significativa en términos de volúmenes se atribuiría en parte a la ausencia de una curva de rendimientos claramente definida y a la homogeneidad de los participantes (factor que acota las posibilidades de negocios). Además, existe la posibilidad de que estos instrumentos sean menos atractivos que otros productos alternativos de tipo *over the counter* (para los cuales no hay estadísticas disponibles).

En perspectiva, el dinamismo de los montos operados del mercado de futuros del dólar seguiría respaldado durante la primera mitad del 2008 por una sostenida volatilidad en los mercados internacionales.

IV. Intermediarios Financieros

Síntesis

La actividad de intermediación financiera local se expandió en 2007, si bien presentó un ritmo inferior al observado el año anterior. El crecimiento verificado en 2007 estuvo particularmente dinamizado por las entidades financieras, ya que los Inversores Institucionales (II) registraron una disminución en la tasa de crecimiento de sus activos.

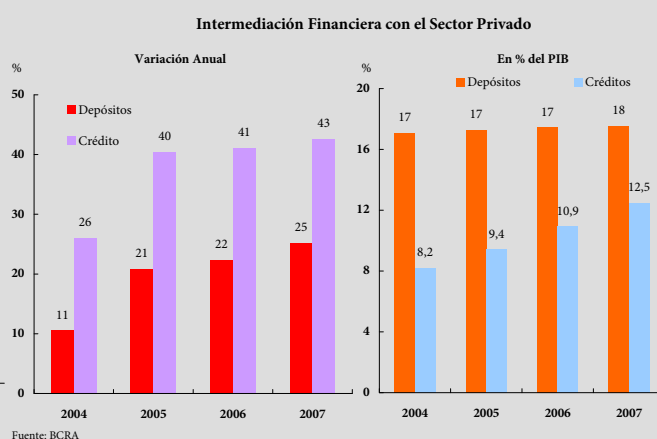
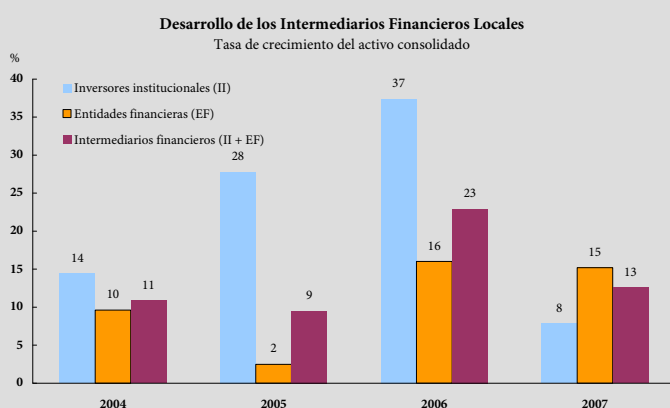
Los recursos de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP) verificaron una caída en el segundo semestre de 2007. Esta evolución estuvo particularmente explicada por el traspaso de afiliados y por los efectos sobre el mercado de capitales local de las turbulencias financieras internacionales. En este marco, los FJP incrementaron su exposición al sector privado a lo largo de 2007, de manera similar a los Fondos Comunes de Inversión. Para 2008 se espera que los II expandan su cartera de inversiones, evolución que estaría explicada por los cambios normativos implementados (en especial, el efecto sobre los FJP de la desafectación de los seguros de invalidez y muerte y el reestablecimiento del 11% en los aportes personales), el mejoramiento del mercado laboral, el crecimiento del mercado asegurador y la recuperación de los fondos de inversión.

En línea con los incentivos establecidos por el BCRA, el volumen de intermediación financiera de la banca siguió aumentando en 2007. El crédito al sector privado verificó

una expansión anual de casi 43% (similar a 2006), con un incremento de las financiaciones al consumo de las familias que llegó a cerca de 60% en el año. A su vez, la exposición del sistema financiero al sector público cayó aproximadamente 6 p.p., ubicándose por debajo de 16,1% de los activos totales.

Por su parte, los depósitos del sector privado sostuvieron su crecimiento, alcanzando aproximadamente una participación de 56% en el fondeo total de los bancos. El contexto de mayor incertidumbre internacional llevó a posponer ciertas decisiones de colocación de ON bancarias en la segunda parte de 2007, desacelerando el monto de emisiones frente a lo observado en la primera parte del año. A lo largo de 2007 se realizaron emisiones por casi \$2.000 millones (en su mayoría en pesos), incrementando así el fondeo bancario de mayor plazo.

Para 2008 se estima que continuará incrementándose el nivel de intermediación financiera local con el sector privado, tendencia impulsada principalmente por las entidades financieras y, en menor medida, por los FJP. En este contexto, un crecimiento en la profundidad del sistema financiero, una mayor expansión regional de los servicios financieros y el despegue del financiamiento para la inversión constituyen los principales desafíos para 2008.



IV. Intermediarios financieros

El financiamiento bancario al sector privado impulsa el crecimiento de los intermediarios financieros locales

En la segunda parte de 2007 los activos consolidados²³ de los intermediarios financieros locales (incluyendo entidades financieras e Inversores Institucionales) registraron una contracción en su ritmo de crecimiento, cerrando así el año con una expansión de 13% (ver Gráfico IV.1), cerca de la mitad del valor observado en 2006.

El menor ritmo de crecimiento estuvo vinculado a los Inversores Institucionales (II) (Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Compañías de Seguros y Fondos Comunes de Inversión), mientras que las entidades financieras mantienen su tasa de crecimiento. Estos movimientos estuvieron conducidos por el impacto del escenario de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales sobre el mercado de capitales local y por los cambios regulatorios introducidos en el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones²⁴ (SIJP).

De no mediar un empeoramiento del contexto financiero internacional, se espera que en 2008 los II incrementen su expansión, tendencia que estaría principalmente explicada por los cambios normativos implementados (el efecto sobre los FJP de la desafectación de los seguros de invalidez y muerte y el reestablecimiento del 11% en los aportes personales), el mejoramiento del mercado laboral y el crecimiento de los mercados asegurador y de fondos de inversión. Las condiciones de solidez del sistema financiero son un indicador del potencial de crecimiento del financiamiento bancario al sector privado en los próximos periodos, aproximándose paulatinamente a los niveles de otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico IV.2). La dinámica de esta evolución estará en parte sujeta al restablecimiento de un escenario internacional menos volátil.

IV.1. Inversores institucionales

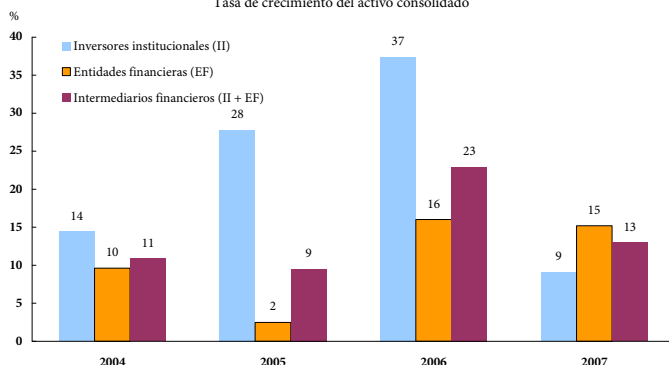
Los activos administrados por los inversores institucionales verificaron cierta merma en el cierre de 2007

Los activos consolidados administrados por los II verificaron cierta contracción a fines de 2007, recogiendo tanto el impacto de los traspasos de afiliados al Régimen de Reparto (RR) como la creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este sentido, si bien las inversiones soberanas y corporativas con cotiza-

Gráfico IV.1

Desarrollo de los Intermediarios Financieros Locales

Tasa de crecimiento del activo consolidado

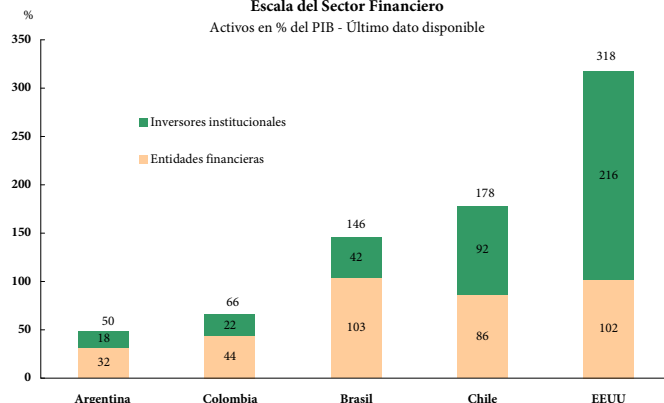


Nota: Para consolidar las inversiones de los II se netean los depósitos en el sistema financiero local.
Fuente: BCRA

Gráfico IV.2

Escala del Sector Financiero

Activos en % del PIB - Último dato disponible

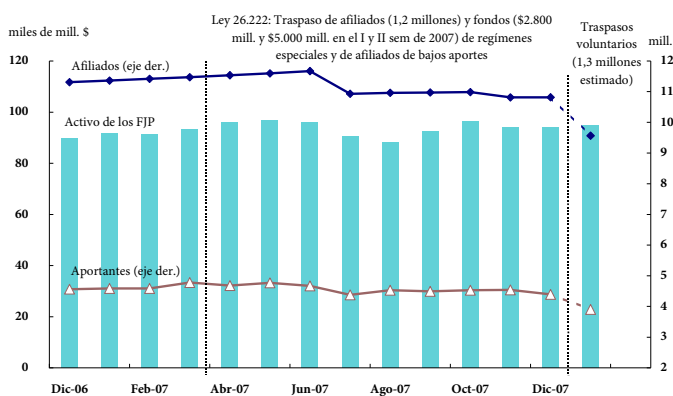


Nota: Se considera el activo sin consolidar de las entidades financieras y de los inversores institucionales.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Superintencias, Bancos Centrales y FMI.

²³ Se consolidan las tenencias de depósitos en bancos de las compañías de seguros, fondos comunes de inversión y fondos de jubilaciones y pensiones.

²⁴ Modificaciones a la Ley 24.241.

Gráfico IV.3
Evolución del Régimen de Capitalización Individual



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFJP

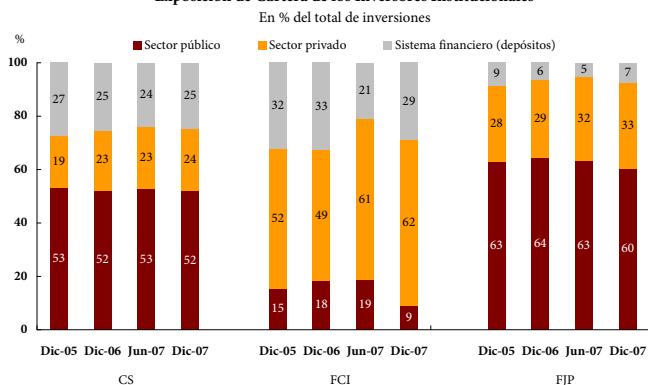
ción de mercado de los II fueron afectadas por las turbulencias financieras internacionales, debe destacarse que los mismos no presentan una exposición directa al mercado de hipotecas *sub-prime* de EEUU. Al cierre del año los activos totales consolidados administrados por los II se ubicaron en \$144 mil millones, verificando una caída de 2% en la segunda parte de 2007, valor que alcanza un incremento de casi 9% en el año.

La cartera agregada de activos de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP) registró una contracción de casi \$1.700 millones en la segunda parte de 2007 hasta llegar a \$94.200 millones. Este movimiento estuvo principalmente explicado por los rendimientos negativos de las inversiones en agosto y noviembre, principalmente por el efecto de las turbulencias financieras internacionales sobre el mercado de capitales local, y por el traspaso de afiliados²⁵ al RR (alrededor de 1,2 millones²⁶ en todo 2007) (ver Gráfico IV.3). Estos efectos fueron en menor medida compensados por la rentabilidad de las inversiones durante los meses restantes, los aportes recibidos y las nuevas altas de trabajadores al régimen.

La reducción en los flujos de recaudación de los FJP a partir de 2008, vinculada a los traspasos (voluntarios y por ley), estará en parte compensada por el conjunto de medidas establecidas por el Gobierno. Por un lado, los FJP contarán con mayores recursos para invertir a raíz de la desafectación de los seguros colectivos de invalidez y fallecimiento (SCIF) desde 2008. Desde ese momento comenzará a regir, como parte de los FJP, el Fondo de Aportes Mutuales (FAM)²⁷ con el cual se financiarán las mencionadas prestaciones. Por otro lado, a partir de 2008 el aporte personal de los trabajadores pasa de 7% a 11% del salario, medida que alimentará los recursos de los FJP disponibles para invertir.

Las inversiones de los FJP destinadas a financiar al sector privado continuaron representando, a fines de 2007, casi 33% de la cartera total (con un crecimiento anual de 4 p.p.) (ver Gráfico IV.4). El financiamiento al sector público sigue dominando la cartera de los fondos, si bien evidencia una gradual tendencia decreciente en parte vinculada al deterioro de las cotizaciones de ciertos títulos soberanos en el período. En línea con la medida implementada conjuntamente por la SAFJP, el BCRA y la CNV²⁸ con el objetivo de impulsar el financiamiento de

Gráfico IV.4
Exposición de Cartera de los Inversores Institucionales



Notas: Las tenencias de FCI de las CS y los FJP se asignan a los mencionados sectores según la composición de cartera de los FCI.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFJP, Cámara Argentina de FCI y SSN.

²⁵ Mediante la Ley 26.222 se transfirieron los saldos de aquellos afiliados hombres mayores de 55 años y mujeres por encima de los 50 años, con ingresos acumulados menores a \$20.000, y los afiliados pertenecientes a regímenes especiales.

²⁶ Por otro lado, la opción para el traspaso voluntario al RR vigente en 2007 tiene efecto a partir de enero de 2008. Según información preliminar de la ANSES a febrero de 2008, aproximadamente 1,3 millones de afiliados optaron por este traspaso voluntario (adicionales a los traspasos de 1,2 millones resultantes de la aplicación de la nueva Ley).

²⁷ El FAM está integrado por cuotas generadas al detracer un porcentaje, uniforme para todos los afiliados, del valor cuota de cada FJP (Inst. SAFJP 20/2007)

²⁸ Resolución conjunta BCRA N 209, CNV N 517 y SAFJP N 10/2007.

Gráfico IV.5
Evolución del Patrimonio de los FCI

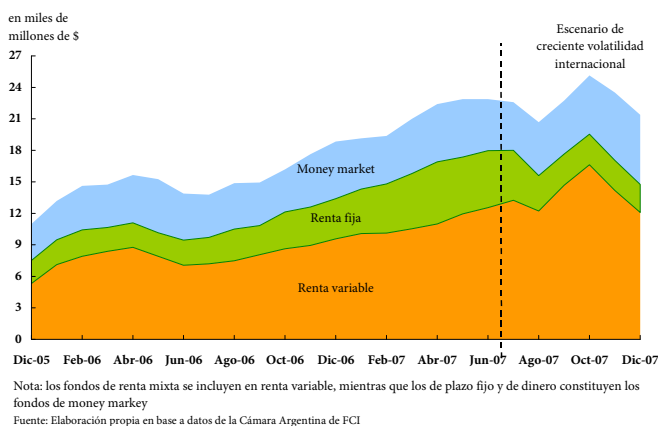


Gráfico IV.6
Composición del Mercado Asegurador
Inversiones - Diciembre 2007

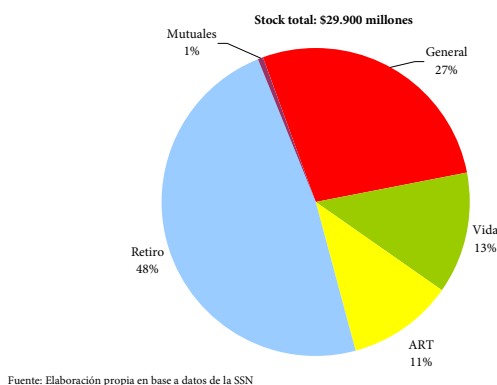
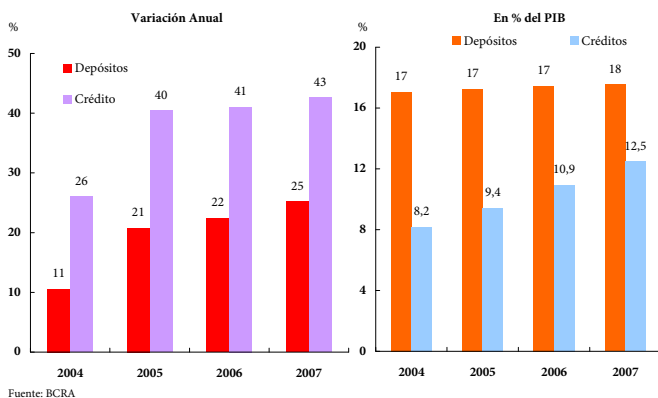


Gráfico IV.7
Intermediación Financiera con el Sector Privado



la inversión local, los FJP comenzaron a reducir sus colocaciones en los FCI con patrimonio integrado por activos de emisores del MERCOSUR, hasta alcanzar el nuevo máximo de 2% de la cartera total a fines de 2008.

Adicionalmente, se implementó un límite mínimo (inciso Q de las normas de Inversiones de FJP) de 5% del total de la cartera para inversiones productivas de mediano y largo plazo y de infraestructura, con un esquema temporal de cumplimiento que será de mínimo 1% anual de la cartera y comenzará a ser efectivo en 2008. Por otro lado, a lo largo de 2007 los FJP verificaron una menor exposición a inversiones extranjeras en el marco de la creciente incertidumbre existente en los mercados financieros internacionales, incrementando sus preferencias por los activos más líquidos como las disponibilidades. En el marco de las medidas adoptadas, se espera que a lo largo de 2008 los FJP incrementen su financiamiento a proyectos productivos nacionales de mediano y largo plazo y de infraestructura.

Los patrimonios de los FCI reflejaron una marcada volatilidad en el segundo semestre de 2007, afectados tanto por los retiros de cuotas partes como por las caídas en las cotizaciones de parte de sus títulos públicos en cartera, finalizando el año en aproximadamente \$21.200 millones. En particular, en el semestre los fondos de renta fija evidenciaron una caída de más de 50% de su cartera, hasta \$2.700 millones (ver Gráfico IV.5), mientras que los fondos de renta variable presentaron sólo una leve disminución (3,7%) hasta totalizar \$12.100 millones. Los fondos de *money markey* se expandieron en el período (poco de más de 35%) de la mano de un contexto de preferencia por activos más líquidos y menos riesgosos.

La caída en las cotizaciones de los títulos públicos y la venta de cartera impulsaron la reducción en la participación del sector público en las inversiones de los Fondos Comunes de Inversión (FCI). Asimismo, el contexto de mayor incertidumbre generó una preferencias por activos líquidos en el sistema financiero. Por su parte, la exposición al sector privado subió en 2007. En la primera parte de 2008 se estima que los FCI seguirían sosteniendo estrategias más conservadoras, con limitada exposición al sector público y sesgo por activos más líquidos.

Los activos de las compañías de seguros alcanzaron poco más de \$40.600 millones a fines de 2007 (expansión de 17% i.a.), con inversiones por casi \$29.900 millones. El mercado de seguros sostiene su gradual recomposición, con un sostenido crecimiento de las primas originadas en las ramas de retiro y seguros generales, segmentos que administran los mayores volúmenes de inversiones (ver Gráfico IV.6). La cartera de inversiones evidenció

Tabla IV.1
Situación Patrimonial
Sistema Financiero - En % del activo netado

	Dic-06	Jun-07	Dic-07	Var. 2007 anual (p.p.)	Var. saldo II-07 anualiz. (%)	Var. Saldo anual % 2007 (%)
Activo	100	100	100		12	15
Activos líquidos	16	16	17	1	26	23
Títulos del BCRA	11	13	11	1	-19	23
Crédito al sector privado	32	35	40	8	50	43
Crédito al sector público	23	19	17	-6	-8	-17
Otros activos	18	17	14	-4	-24	-10
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100		12	15
Depósitos del sector público	19	18	17	-1	2	7
Depósitos del sector privado	51	53	56	5	22	25
Obligaciones con el BCRA (1)	3	1	1	-2	-57	-69
ON, OS y líneas del exterior	5	5	4	-1	-7	0
Otros pasivos	9	9	9	0	2	12
Patrimonio neto	13	13	13	0	7	12

(1) Se incluye *matching* y otras obligaciones con el BCRA

Fuente: BCRA

una caída de la ponderación del crédito al sector público y de los recursos canalizados al sistema financiero, con un incremento en el financiamiento al sector privado.

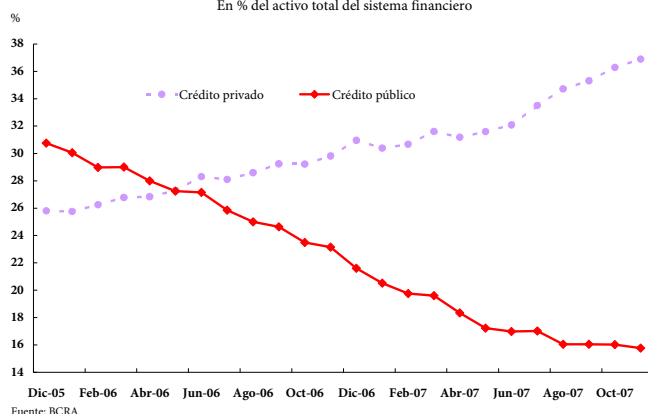
IV.2. Entidades financieras

Los depósitos del sector privado se consolidan como la principal fuente de fondos bancarios, mientras que el crédito al sector privado crece sostenidamente

En 2007 el sistema financiero alcanzó el mayor ritmo de crecimiento de su intermediación financiera con el sector privado desde la crisis de 2001-2002. La mayor profundidad de la banca estuvo fondeada por el crecimiento de los depósitos del sector privado, reflejándose en el dinamismo del crédito. A pesar del escenario internacional más desfavorable, esta tendencia continuó firme durante la segunda parte del año.

De esta manera, en 2007 la intermediación financiera con el sector privado registró su cuarto año de crecimiento consecutivo, con mejoras en la profundidad del financiamiento bancario al sector privado, alcanzando 12,5% del PIB (ver Gráfico IV.7). Así, el financiamiento al sector privado fue el segmento que más aumentó su participación en el activo de la banca, especialmente en la segunda parte del año (ver Tabla VI.1). Como contrapartida, en 2007 la exposición al sector público cayó 6,1 p.p. hasta 16,1% del activo, menos de la mitad de la ponderación del crédito al sector privado (ver Gráfico IV.8).

Gráfico IV.8
Exposición al Sector Público y Privado
En % del activo total del sistema financiero

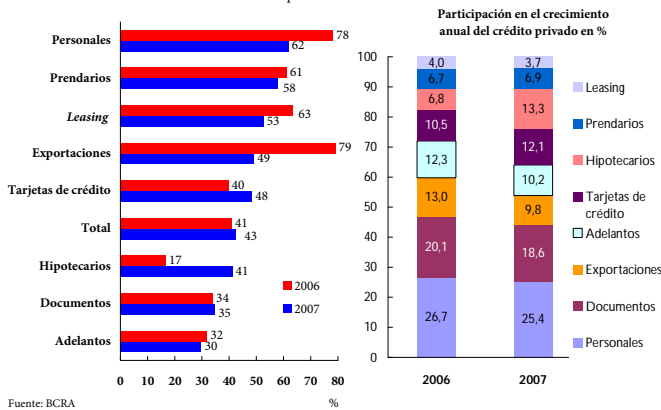


Fuente: BCRA

El crecimiento del crédito al sector privado alcanzó casi 43% en el año (ver Gráfico IV. 9), 50%a. en el segundo semestre. Si bien este ritmo de expansión fue similar a 2006, su composición mostró un comportamiento más homogéneo. En particular, los préstamos personales registraron la mayor tasa de aumento en 2007, además de constituir el segmento crediticio que más contribuyó al crecimiento del *stock* de créditos al sector privado. Estas líneas sumadas a la dinámica de las tarjetas de crédito (en conjunto constituyen los préstamos al consumo de las familias), mostraron una expansión de casi 60% por tercer año consecutivo, explicando cerca de 34% del aumento de los préstamos al sector privado en 2007.

Por su parte, los préstamos prendarios, el *leasing* y el financiamiento a las exportaciones registraron dinámicas de crecimiento superiores al promedio, aunque más moderadas que las observadas en 2006. El crédito hipotecario duplicó su participación en el aumento de las financiaciones privadas, hasta explicar 13,3% del crecimiento total. En 2007, adelantos y documentos crecieron a tasas similares a 2006, llegando a una ponderación conjunta de casi un tercio de la suba del crédito privado.

Gráfico IV. 9
Crédito al Sector Privado
 Por tipo de líneas - Variación anual

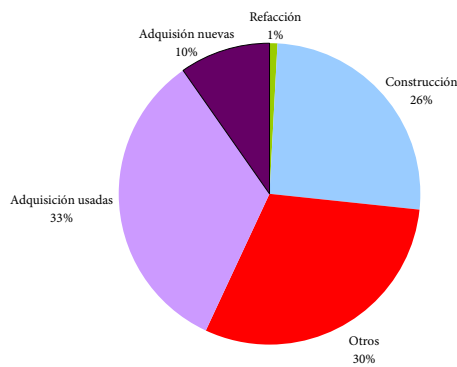


Fuente: BCRA

Las medidas establecidas por el BCRA incentivaron el dinamismo de las financiaciones hipotecarias en los últimos años. En particular, se flexibilizaron las exigencias de capital para las líneas hipotecarias, se alentó el uso de documentación específica (como recibos de pago de alquileres) para sustituir la demostración de ingresos, se permitió el uso de técnicas de *screening* y *credit scoring* (ampliándose el margen hasta \$200.000 para viviendas).

Como resultado, en 2007 el crecimiento del crédito hipotecario total (41%) casi igualó al exhibido por las financiaciones privadas totales, además de duplicar holgadamente su tasa de crecimiento de 2006 (17%). Estos desarrollos se dieron en un escenario de acotado riesgo de crédito (ver Páginas 68 y 69) y de cierta estabilidad en las tasas de interés. Por su parte, al cierre de 2007 algo más de dos terceras partes del *stock* de préstamos hipotecarios correspondía a las familias, grupo que explicó casi 75% de la expansión del saldo de estas líneas a lo largo del año. Los principales destinos a los cuales las familias canalizaron los préstamos hipotecarios fueron la adquisición de inmuebles usados y la construcción de viviendas para fines habitacionales (ver Gráfico IV.10).

Gráfico IV.10
Destino de las Financiaciones Hipotecarias a las Familias
 Montos otorgados - Diciembre 2007



Fuente: BCRA

La mayor contribución en el crecimiento total y el aumento en la madurez de los créditos hipotecarios impulsó la suba en el plazo promedio de los préstamos otorgados al sector privado. Mientras que a fines de 2006 la duración de los préstamos hipotecarios alcanzaba 9,6 años, a diciembre de 2007 estas líneas crediticias exhibían un plazo promedio de casi 12 años (llegando a casi 14 años en el caso de los préstamos a las familias). En este marco, la duración de los préstamos totales al sector privado alcanzó 4 años, casi un año más que en 2006 (ver Gráfico IV.11), aumento que se verificó en la primera mitad del año. No obstante lo anterior, en el segundo semestre de 2007, vinculado con las crecientes volatilidades en los mercados financieros internacionales, se registró un leve acortamiento del plazo promedio de los montos operados principalmente por la dinámica de las financiaciones a empresas y de algunas líneas de crédito a las familias, como los personales y prendarios.

No obstante la positiva *performance* de los préstamos hipotecarios en 2007, todavía representan una baja participación en el PIB (1,6%), tanto en términos internacionales como históricos. En este punto, la evidencia exitosa en otros países de la región (como en México y Colombia) mostró que para el desarrollo de este tipo de mercados, sería importante avanzar en mecanismos que impulsen la securitización. Para esto resulta indispensable mejorar los procesos de estandarización respecto, entre otros, del análisis de riesgos, de la valuación de inmuebles, de la

Gráfico IV.11
Duración de los Préstamos al Sector Privado
Plazo promedio ponderado por monto

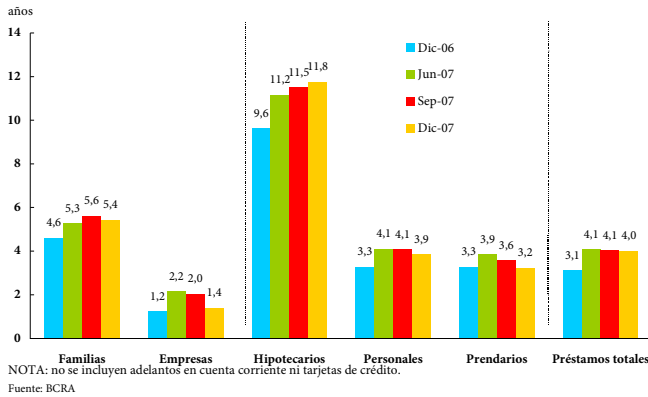


Gráfico IV.12
Depósitos del Sector Privado
Variación % interanual

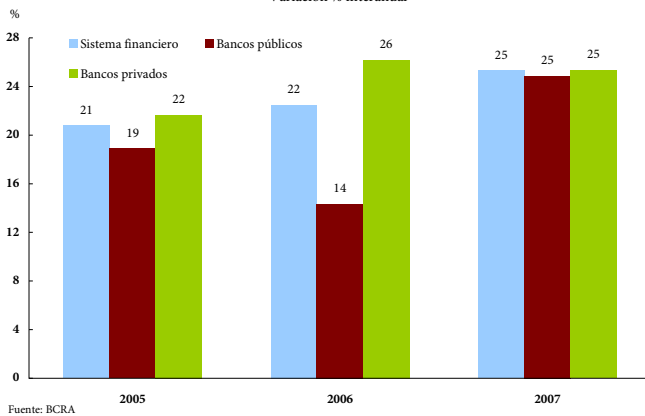
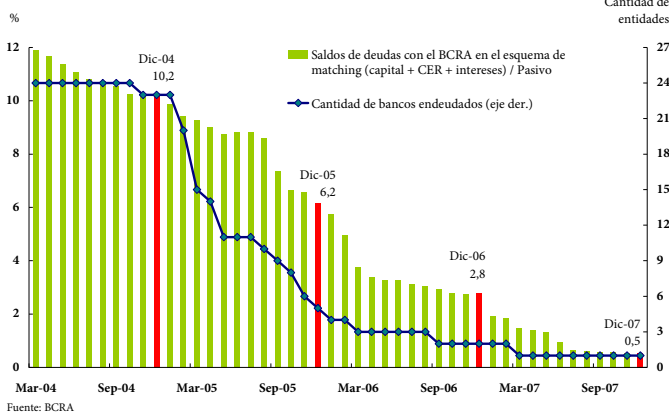


Gráfico IV.13
Endeudamiento con el BCRA - Esquema de Matching
Sistema financiero



documentación requerida, del acceso a las bases de datos de deudores y de los sistemas de amortización y cobranza. En esta línea, el relanzamiento del Manual de Originación realizado por el BCRA, constituye un impulso hacia una mayor actividad de securitización.

Los depósitos del sector privado se consolidan como la principal fuente de fondos de la banca

Los depósitos totales en el sistema financiero se incrementaron 8% en el segundo semestre de 2007 y más de 20% en el año. Este aumento estuvo explicado casi en su totalidad por los depósitos del sector privado (25%) (ver Gráfico IV.12) con un crecimiento más homogéneo entre grupos de bancos, ya que las imposiciones del sector público se expandieron a un ritmo menor (7%) (ver Tabla IV.1). Las imposiciones del sector privado estuvieron impulsadas por las colocaciones a plazo y a la vista, siendo éstas últimas las que evidenciaron un mayor impulso relativo. En este escenario, los depósitos del sector privado continuaron ganando participación en términos del fondeo total de la banca (pasivo más patrimonio neto) al representar más de 56%, casi 5 p.p. más que a fines de 2006. Este movimiento se encontró en parte liderado por el incremento de las tasas de interés pasivas y por el contexto de mayor aversión a alternativas de inversión más riesgosas. Sin embargo, el plazo promedio de los pasivos bancarios aún se ubica en niveles bajos, llegando a 3 meses a fines de 2007.

Mayor complementariedad entre la banca y el mercado de capitales en 2007

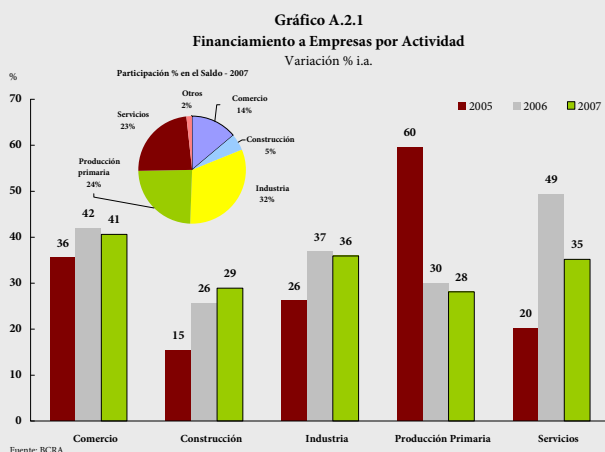
Durante 2007 la emisión de ON bancarias alcanzó casi \$2.000 millones, 62% más que el año anterior. Este incremento estuvo liderado por la mayor cantidad de bancos que participaron en la emisión de estos instrumentos: mientras que en 2006 sólo 2 bancos se financiaron en el mercado de capitales, en 2007 7 entidades financieras realizaron este tipo de operaciones. Por otra parte, en 2007 75% de las emisiones fueron realizadas en pesos, cuando en el año anterior la totalidad de las mismas estuvieron denominadas en dólares.

Cabe considerarse que la emisión de ON estuvo concentrada en la primera parte de 2007, ya que el empeoramiento del contexto internacional hacia el segundo semestre llevó a los bancos a posponer temporalmente las nuevas emisiones. A pesar de lo colocado en 2007, las ON, OS (obligaciones subordinadas) y líneas con el exterior siguen gradualmente reduciendo su ponderación en el fondeo bancario, de la mano de los esquemas de amortizaciones y de algunos repagos adelantados.

Apartado 2 / Financiamiento a la Producción

El crédito a las empresas está creciendo a una tasa de 35% anual, no obstante aún queda camino por recorrer en términos de profundidad de las líneas de mediano y largo plazo para la inversión. Los Inversores Institucionales disponen de recursos que pueden contribuir a alcanzar este objetivo.

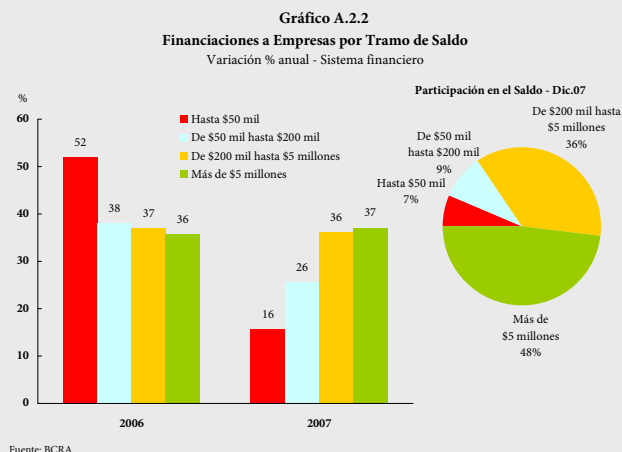
En los últimos 4 años Argentina evidenció una sostenida expansión de los principales sectores productores de bienes y servicios, en un escenario de continuo crecimiento de la demanda local e internacional. En este marco, si bien los fondos propios de las empresas todavía tienen una significativa participación en satisfacer sus nuevas necesidades de financiamiento, en los últimos años se evidenció un marcado aumento en la utilización de recursos provenientes de la banca.



Así, desde 2005 el crédito bancario a las empresas registró un ritmo de crecimiento interanual promedio de 35%, explicando más de la mitad del incremento del financiamiento bancario al sector privado, sin embargo aún representa tan sólo 7% del PIB. En particular, en 2007 se destacó el impulso observado en los préstamos a la industria y a las empresas proveedoras de servicios (ambos sectores ganaron participación en las líneas a empresas), seguidos por la producción primaria y el comercio, siendo este último el de mayor ritmo de crecimiento (ver Gráfico A.2.1). El crédito bancario a la construcción evidenció un aumento menor, dada la sostenida utilización de fondos de inversores directos.

Si bien a un ritmo menor que en años anteriores, se estima que las líneas de crédito a empresas ubicadas en los tramos de menor monto relativo (inferiores a \$200

mil) continuaron creciendo²⁹ (ver Gráfico A.2.2). Sin embargo, estas líneas crediticias aún representan una baja ponderación en el total, alcanzando una participación de 16%. A diferencia de lo ocurrido en 2006, los tramos de líneas mayores observaron el más alto incremento relativo en 2007.



En este contexto, se está observando una rápida recuperación de las líneas de préstamo tradicionales, al tiempo que está expandiéndose la utilización de instrumentos financieros poco desarrollados en la década anterior. Entre las alternativas de financiamiento más tradicionales, los adelantos y los documentos evidenciaron un crecimiento en torno a 35% en los últimos 3 años (hasta representar 54% del fondeo bancario a empresas), mientras que las líneas de mayores plazos (prendarios e hipotecarios) gradualmente comenzaron a crecer a mediados de 2006, si bien aún presentan una baja ponderación en el total (11%) (ver Gráfico A.2.3). En este sentido, la producción primaria y los servicios constituyen los sectores económicos que tienen una mayor ponderación de los créditos prendarios e hipotecarios en su estructura de fondeo.

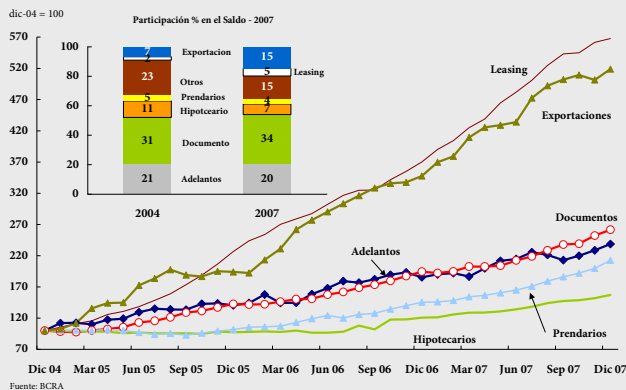
Por otro lado, los términos de intercambio favorables y los extraordinarios precios de las *commodities* han impulsado la profundización del financiamiento para la exportación, evidenciando un crecimiento anual promedio cercano a 75% en los últimos años, hasta alcanzar una participación de 15% en el total del crédito corporativo (8 p.p. más que en 2004). El *leasing* también ganó terreno como instrumento de fondeo, especialmente destinado a las PyME. Este instrumento tiene un

²⁹ Información estimada utilizando datos de tramos por saldo residual.

atractivo adicional al disponer de ventajas financieras e impositivas y de facilitar la renovación tecnológica.

Gráfico A.2.3

Financiamiento a Empresas por Línea



Los plazos del financiamiento a empresas evidencian una leve tendencia creciente en los últimos años: en 2007 el plazo promedio se ubicaba en 1,4 años (ver Gráfico A.2.4), por encima del valor de 2005. En particular, durante los 2 últimos años se destacó la expansión en la madurez de los préstamos hipotecarios a empresas, mostrando una retracción durante la segunda parte de 2007. Si bien las líneas hipotecarias y prendarias aún presentan una reducida ponderación en el total, el crecimiento observado en la participación de estas líneas en el total durante 2007 ayudó a incrementar el plazo promedio del financiamiento a empresas.

A pesar de esta tendencia favorable, aún queda mucho camino por recorrer para lograr el despegue definitivo del crédito corporativo de mediano y largo plazo. Por su parte, el BCRA está allanando este camino a través de un conjunto de medidas como ser su participación en el mercado de *swaps* de tasas de interés en pesos, tratando de abordar el problema del riesgo de tasa de interés propio de los préstamos de largo plazo.

En una perspectiva más amplia del sector financiero y en línea con el objetivo de promover el crédito para la inversión, se destaca que los Inversores Institucionales (II) presentan una fuente de recursos adecuada para aumentar la oferta de préstamos de mediano y largo plazo. Actualmente los II presentan una reducida participación en el fondeo productivo local de mediano y largo plazo y de infraestructura (ver Gráfico IV.4).

Los fondos de jubilaciones y pensiones (FJP) poseían poco más de \$94 mil millones en cartera a fines de 2007. De los mismos sólo aproximadamente un 1,5% era invertido en instrumentos privados de largo plazo, valor que se extiende hasta 16,5% si se incluyen las tenencias accionarias locales. A lo largo de 2008 los FJP deberían

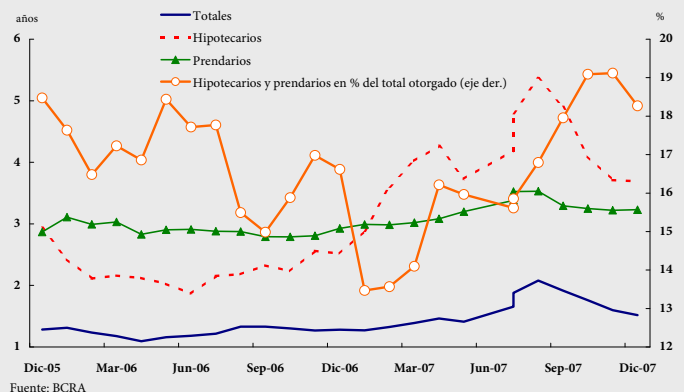
destinar una mayor parte de su cartera a proyectos productivos, como resultado de la reforma del régimen instrumentada mediante la Ley 26.222. Esta medida canalizaría recursos adicionales a los sectores productivos por un mínimo de \$1.000 millones. Por su parte, las compañías de seguros dedicadas al rubro vida y retiro, con horizontes de inversión relativamente más extensos, registran en conjunto una cartera de casi \$18.000 millones. En suma, los II presentan actualmente recursos por casi 13% del PIB, de los cuales una porción podría contribuir a financiar al sector real de la economía.

Desde una visión integral y acompañando a los II otros participantes del mercado financiero deberían tener un rol clave en el desarrollo inicial del despegue del crédito de mediano y largo plazo:

- o La banca pública actuando como subsidiaria del Estado en lugares donde la banca privada no llega
- o El mercado de capitales: financiamiento directo, a través de bancos y/o ayudando en la mitigación de riesgos
- o La banca de desarrollo como canalizador de fondos y banca de segundo piso
- o Los organismos de crédito internacional, alargando plazos y promoviendo los mercados de capitales en pesos

Gráfico A.2.4

Madurez de los Préstamos Otorgados a Empresas
Promedio móvil de 3 meses



De cara a 2008, las perspectivas para los distintos sectores productivos, combinadas con sus perfiles financieros (ver Página 28), constituyen un atractivo para la canalización de recursos crediticios. Por su parte, los II tienen el desafío de expandir su financiamiento de largo plazo al sector productivo. De esta manera, el crédito corporativo continuaría profundizándose, incrementando el aporte del sector financiero al crecimiento económico local.

Gráfico IV.14
Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos

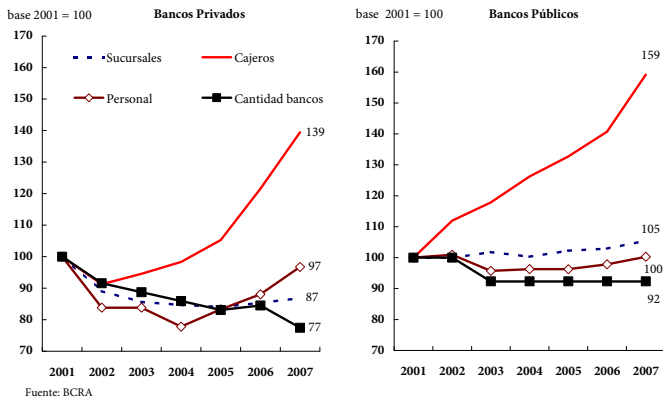


Gráfico IV.15
Productividad
A precios de 1999

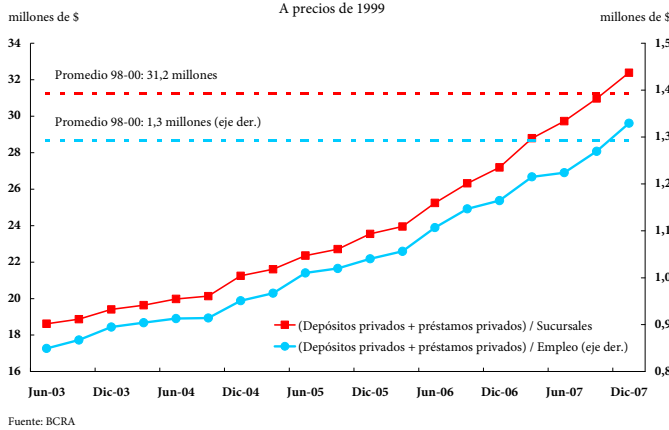
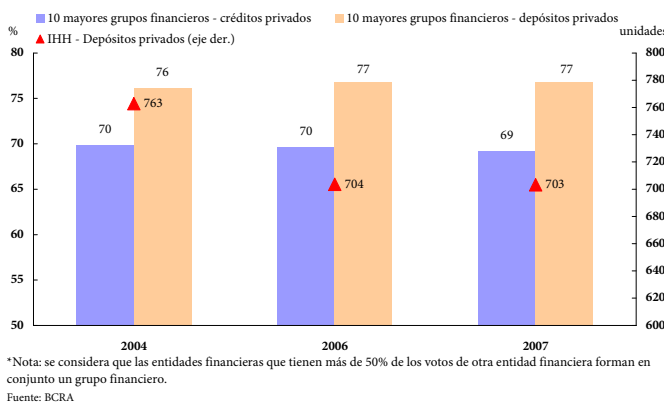


Gráfico IV.16
Nivel de Concentración del Sistema Financiero
Participación en el saldo total - Considerando grupos financieros*



Consolidando el proceso de normalización de los pasivos de la banca, los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002 se redujeron gradualmente durante la segunda mitad de 2007. En particular, el único banco con redescuentos pendientes canceló en forma anticipada una parte considerable de su deuda contraída y luego fue cancelando las cuotas del esquema del *matching* en forma normal. En este marco, el saldo remanente dentro de este esquema alcanzó 0,5% del pasivo del sistema financiero en 2007, 9,7 p.p. por debajo del nivel de fines de 2004 (ver Gráfico IV. 13).

Aumentos en la cantidad de cajeros automáticos y de sucursales, en un marco de mayor productividad

Las perspectivas favorables para la banca se materializaron tanto en un aumento en la dotación de personal como en el número de sucursales y de cajeros automáticos. En el año la dotación de personal creció 7,3% (6.700 empleos), alcanzando valores similares a los de pre-crisis, tanto en los bancos públicos como privados (ver Gráfico IV.14). El número de cajeros automáticos subió 14,3% (1.050 unidades) a lo largo de 2007, superando en 44% a la cantidad de 2001, tendencia que si bien presentó un mayor dinamismo en los bancos públicos (por partir de niveles menores), estuvo principalmente explicada por la banca privada. La cantidad de sucursales se incrementó 1,7% (42 sucursales), si bien aún se mantiene por debajo del registro de pre-crisis en la banca privada. Por su parte, la cantidad de entidades financieras mostró una leve caída en 2007, llegando a 85 (5 menos que a fines de 2006), en especial por procesos de fusiones dentro de grupos económicos de capitales privados.

El mayor volumen de intermediación financiera sigue acompañado de mejoras en la productividad. En un marco de expansión en la cantidad de sucursales y en la dotación de personal, el incremento de los préstamos y de los depósitos del sector privado por encima de la expansión de los factores productivos llevó a que, en 2007, los indicadores de productividad superen a los alcanzados en pre-crisis (ver Gráfico IV.15).

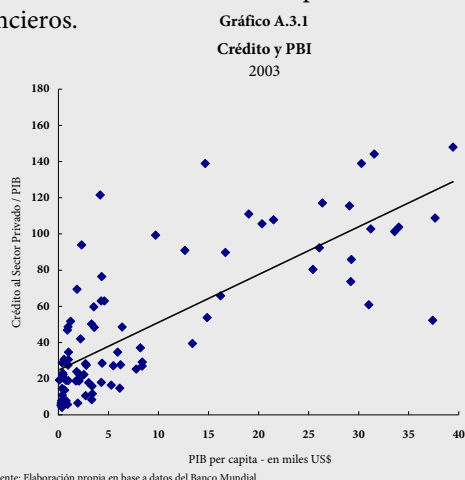
A pesar del proceso de redimensionamiento registrado en los últimos años, el nivel de concentración del sistema financiero se mantuvo relativamente bajo y estable (ver Gráfico IV.16). Profundizando la dinámica iniciada en la etapa de post-crisis, la banca continúa acentuando su tendencia hacia una distribución más uniforme del mercado por tipo de bancos. En particular, en 2007 la banca privada de capital nacional aumentó su participación en depósitos del sector privado hasta 32%, en detrimento de la banca extranjera, si bien este grupo sigue mostrando la mayor participación de mercado (37%).

Apartado 3 / Bancarización en Argentina

En la literatura económica existe evidencia que resalta el rol de los servicios financieros como mecanismo para alcanzar un mayor grado de inclusión social, disminuir la pobreza y atemperar las desigualdades en la distribución del ingreso. En este sentido, considerando una muestra de países se puede observar una relación positiva entre la profundidad del crédito al sector privado y el PIB per capita (ver Gráfico A.3.1)³⁰. Por lo tanto, dentro del contexto local (y regional), resulta relevante realizar un diagnóstico sobre la extensión de la bancarización (entendida aquí como el nivel de acceso y de utilización de los servicios financieros bancarios por parte del sector privado), con el objetivo de seguir diseñando medidas que contribuyan a su profundización.

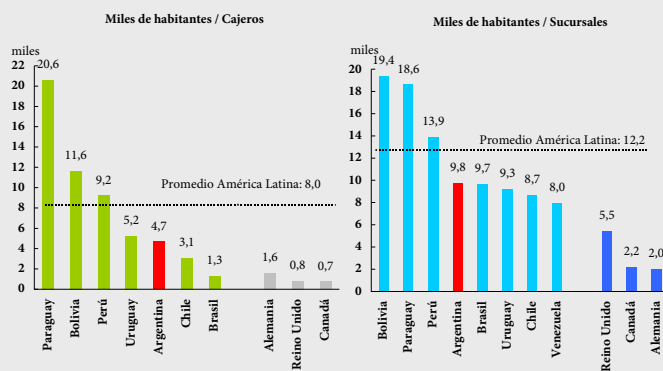
Si bien en Argentina los volúmenes de depósitos y de créditos al sector privado respecto al PIB aún son bajos (18% y 12,5%, respectivamente), el alcance de las sucursales bancarias y de los cajeros automáticos en términos de los habitantes se ubica en niveles relativamente mejores que los del resto de la región (ver Gráfico A.3.2).

Además, en los últimos años se registró una mejora en el acceso regional a los servicios financieros en Argentina, en un contexto de crecimiento de la actividad económica en todas las provincias. La cantidad de habitantes por cajero automático evidenció un significativo progreso relativo en las zonas con menor cobertura, como el NOA y el NEA (ver Gráfico A.3.3). Actualmente, la brecha entre la región con mayor y menor cobertura alcanza 3,2 veces, valor muy por debajo del alcanzado en pre-crisis (5,1 veces), constituyendo un signo de la sostenida incorporación de tecnología en el sistema financiero local, incrementando la disponibilidad de servicios financieros.



³⁰ Para un análisis entre la relación entre profundidad financiera y desarrollo económico ver Apartado 1.

Gráfico A.3.2
Bancarización - Comparación Regional



Sin embargo, aún existe, tanto para Argentina como para el resto de la región, un significativo camino por recorrer para acercarse a sus niveles de bancarización a una situación que ayude a reducir la pobreza y la inclusión social. Asimismo, la situación de bancarización en América Latina está lejos de lo observado en los sistemas financieros de países desarrollados.

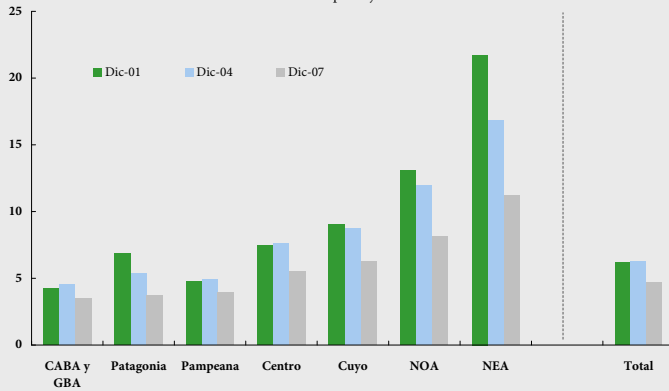
En particular, a nivel local existe un amplio espacio para aumentar el acceso y el uso de los servicios bancarios. Según las estimaciones que se desprenden de una encuesta llevada a cabo por el BCRA³¹, de los casi 3,2 millones de familias que no accederían a los servicios financieros (41% del total), se induce que más de 750 mil tendrían interés por comenzar a utilizar alguno de los servicios financieros disponibles. Por su parte, se estima que casi 13% de las aproximadamente 4,6 millones de familias que estarían bancarizadas desea incrementar su grado de utilización de estos servicios. Asimismo, de la estimación que surge de la encuesta se observa que cerca de 150 mil firmas (23% del total) tendrían interés en acceder al financiamiento bancario.

En lo que respecta a hogares, la Patagonia es la región con el mayor porcentaje de bancarización (68%), mientras que la región Centro presenta el menor nivel (50%). Consistentemente con lo esperado, los hogares con ingresos altos y medios observan grados de bancarización elevados (entre 82% y 88%), superando ampliamente a la media del país (55%), mientras que uno de

³¹ Para contar con una visión más amplia sobre los determinantes de la bancarización, durante 2007 el BCRA encargó la realización de una encuesta entre empresas, familias y entidades financieras locales.

cada dos hogares de bajos recursos está bancarizado, proporción que se reduce a uno de cada cinco en aquellos que están por debajo de la línea de pobreza.

Gráfico A.3.3
Alcance Regional del Sistema Financiero
Miles de habitantes por cajero automático



Fuente: BCRA

Por su parte, dado el alto nivel de bancarización empresarial promedio ponderado (83%), así como los elevados porcentajes derivados del análisis sectorial y por tamaño (ver Gráfico A.3.4), la dimensión de estudio más adecuada pasa a ser la disposición de financiamiento. En este particular, se destacan el sector agrario y el comercial con 37% de sus empresas con financiamiento. Por su parte, como era de esperar, las firmas grandes alcanzan una mayor proporción de créditos bancarios, superando a los micro-empresarios y a las PyME.

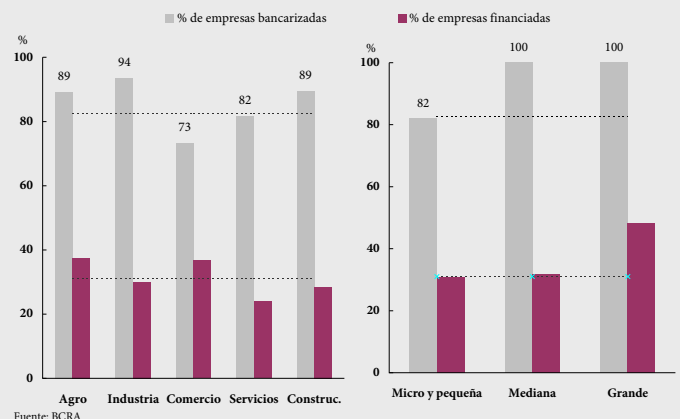
Dentro de la información que se desprende de la encuesta, hay ciertas señales cualitativas que permitirían armar un panorama más claro sobre los condicionantes del sector privado a la hora de acceder a los servicios financieros. Según los resultados de la encuesta, entre las principales barreras que enfrentan las familias se encontrarían: la desconfianza en los bancos, la inestabilidad de su situación económica, la escasez de sus ingresos y la existencia de excesivos requisitos para acceder a estos servicios. Por su parte, las empresas sondeadas señalan a la inestabilidad económica y a los costos administrativos, así como a los niveles de tasas de interés, las características de los contratos (con tasas de interés variable) y a los requisitos solicitados por los bancos, como las principales restricciones que dificultan su acceso al financiamiento bancario.

Entre los aspectos que podrían mejorar los bancos para impulsar un mayor interés en sus servicios se encontraron la calidad en la prestación de los servicios y la rapidez de su operatoria (atención en cajas, respuesta ante consultas, solución de problemas y evaluación de solicitudes de crédito). Asimismo, a los hogares les interesa

un mejor trato por parte del personal de los bancos, mientras que a las empresas les atrae una reducción en los costos de mantenimiento de cuentas.

En este sentido, el BCRA sigue implementando una serie de medidas para mejorar esta limitación histórica del sistema financiero. Las políticas de educación y transparencia financiera (portal del cliente, programa de alfabetización financiera, régimen de transparencia) apuntan a un acercamiento de la población y la banca, en un marco de profundización de la confianza en el sistema financiero. En cuanto a los requisitos, se trabajó en la validación de modelos de *credit scoring* y *screening* y en la promoción de una cuenta básica universal con mínimos costos y requisitos.

Gráfico A.3.4
Grado de Bancarización en la Producción



Fuente: BCRA

Asimismo, el BCRA implementó un conjunto de medidas para promover un mayor acceso a los servicios financieros a nivel geográfico. Se establecieron requisitos de capital según las características de cada región, se habilitaron las casas operativas móviles, se facilitó la instalación de sucursales en zonas con bajo acceso y se flexibilizaron los requisitos para la instalación de las nuevas Cajas de Crédito Cooperativas. En adelante, el BCRA continuará profundizando las medidas que permitan obtener un mayor acceso de la población a los servicios financieros, a la vez de seguir garantizando el marco de estabilidad monetaria y financiera.

V. Administración de Riesgos

Síntesis

En un marco de crecientes turbulencias en los mercados financieros internacionales, cuyos efectos locales fueron amortiguados por el accionar del BCRA, la banca mantuvo una adecuada administración de sus riesgos en 2007.

Las medidas implementadas por el BCRA para hacer frente a este escenario desfavorable, lograron fortalecer a los bancos frente al riesgo de liquidez. En particular, se modificaron las exigencias de efectivo mínimo, se efectuaron inyecciones de liquidez a través de distintos mecanismos y se dispuso la emisión de Lebac y Nobac internas. La efectividad de estas medidas, sumado a los adecuados niveles de liquidez del sistema financiero hacen prever que la banca sostendrá una adecuada posición frente al riesgo de liquidez en 2008.

La reducción de la exposición al sector público, en un marco de cuentas fiscales con una evolución positiva y menores niveles de deuda del Gobierno, robustecieron la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito de este sector. Por su parte, en el año la banca siguió incrementando su exposición al sector privado en un contexto de robustez en la capacidad de pago de las empresas y de las familias. Como reflejo de esto, a fines de 2007 el ratio de irregularidad de la cartera privada se ubicó en un mínimo histórico de 3,2% de las financiaciones, acumulando una caída de 0,6 p.p. en el segundo semestre de 2007 y de 1,3 p.p. en el año. Esta dinámica resultó explicada por las financiaciones a empresas. Por su parte, la morosidad de las líneas asociadas al consumo de las familias (personales y tarjetas de crédito) aumentó 0,6 p.p. en 2007, hasta 3,6% de las financiaciones, siendo

uno de los aspectos a monitorear en 2008. A pesar de esta suba, se espera que la banca continúe consolidando su fortaleza frente al riesgo de crédito del sector privado.

El sistema financiero registró un moderado aumento en su exposición al riesgo de moneda extranjera en 2007 dado el incremento de la posición activa en dólares y las fluctuaciones del tipo de cambio peso-dólar en el tercer trimestre. Sin embargo, la banca continúa presentando una sólida posición frente a este riesgo.

Los bancos mitigan gradualmente su exposición al riesgo de tasa de interés, tendencia liderada por la decreciente ponderación de los activos del sector público en la cartera, los cuales son fundamentalmente de mayor madurez relativa y a tasa de interés fija.

Con el fin de evitar excesivas fluctuaciones de corto plazo sobre los resultados de aquellos bancos con inversiones en títulos valores, el BCRA instrumentó cambios normativos referidos a reglas sobre contabilización en cuentas de inversión y disponibles para la venta. Estas medidas amortiguaron el aumento en la exposición de los bancos al riesgo de mercado.

Hacia 2008, la profundización de un contexto de mayores niveles de volatilidad en los mercados financieros internacionales es la principal fuente que podría llegar a impulsar cierta materialización de los riesgos asumidos por la banca.

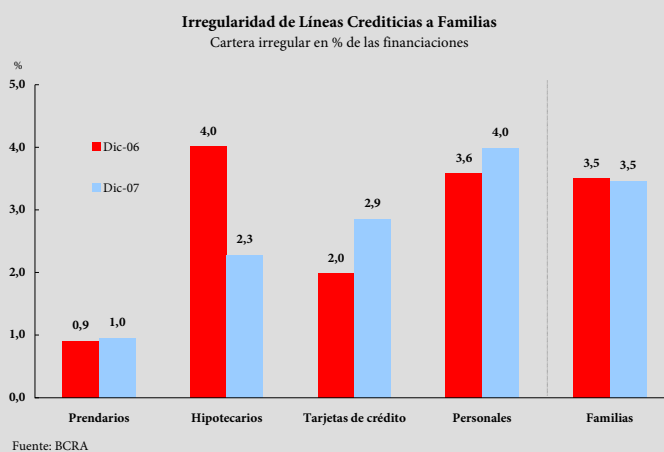
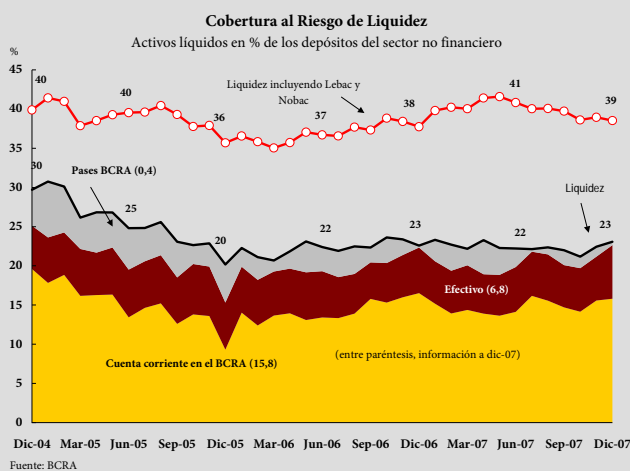


Gráfico V.1
Depósitos del Sector Privado

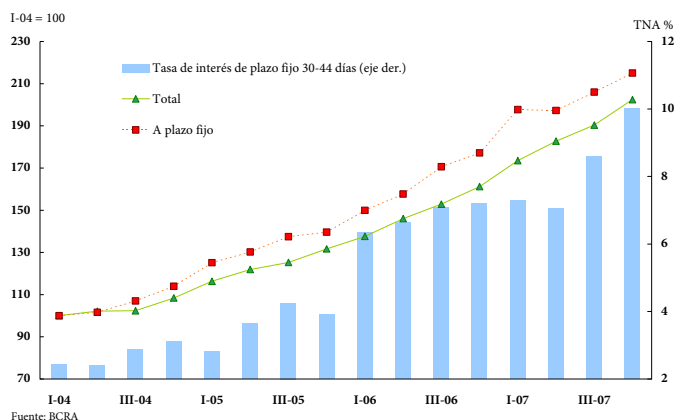


Gráfico V.2

Cobertura al Riesgo de Liquidez

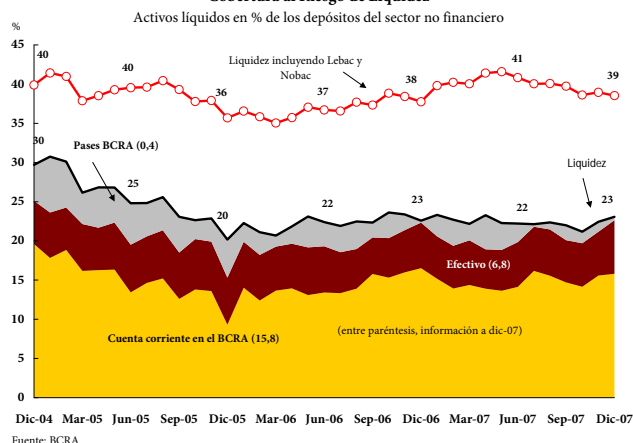
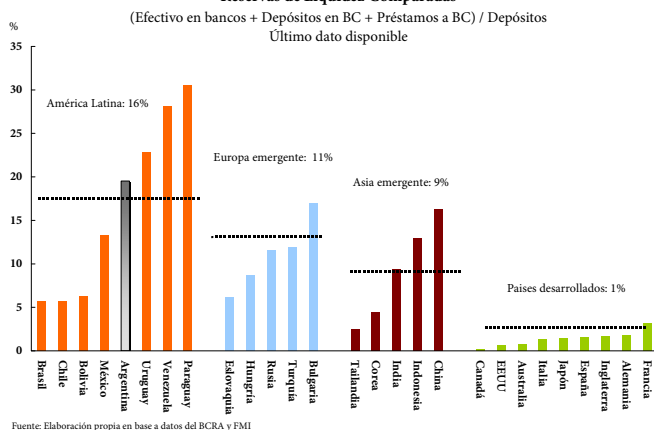


Gráfico V.3

Reservas de Liquidez Comparadas



V.1. Riesgo de liquidez

Las medidas implementadas por el BCRA fortalecen la posición de liquidez del sistema financiero frente a los efectos locales del escenario financiero internacional más volátil

Las medidas implementadas por el BCRA para hacer frente a los efectos del contexto de mayor volatilidad financiera internacional sobre el mercado local de capitales, lograron fortalecer a los bancos frente al riesgo de liquidez. La inyección de recursos permitió evitar la interrupción del proceso de crecimiento del crédito al sector privado, sosteniendo al mismo tiempo adecuados niveles de activos líquidos.

Las colocaciones de empresas y familias verificaron un incremento de \$14.800 millones (22%a.) en la segunda parte del año, valor que se extiende hasta cerca de \$31.400 millones a lo largo de 2007 (aproximadamente 25%). De esta manera, los depósitos del sector privado alcanzaron casi 56% del fondeo total del sistema financiero (pasivo más patrimonio neto) a fines de año (5 p.p. por encima del valor de 2006). Esta dinámica se observó en un contexto de moderadamente crecientes tasas de interés sobre las colocaciones a plazo fijo en pesos (ver Gráfico V.1) y de mayor aversión de los inversores respecto a alternativas más riesgosas.

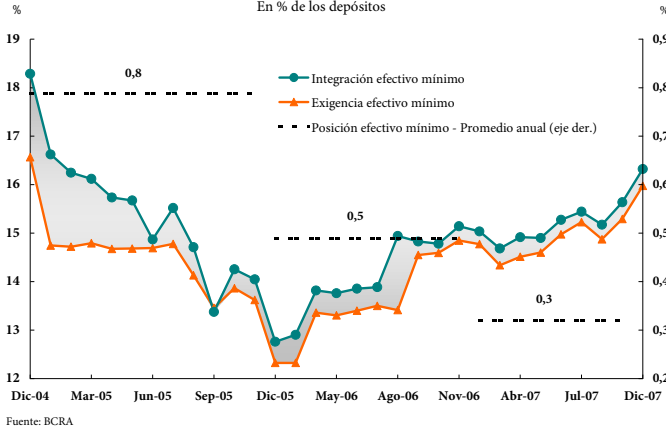
En este marco, los activos líquidos de la banca (constituidos por el efectivo, las cuentas corrientes en el BCRA y los pases en efectivo con el BCRA) se ubicaron en 23% de los depósitos del sector no financiero a fines de 2007 (ver Gráfico V.2). Este valor se encuentra levemente por encima del registrado a mediados de 2007 y en el cierre del año anterior, principalmente como respuesta precautoria ante un marco internacional más incierto. De esta manera, la liquidez en el sistema financiero local sigue encontrándose en línea con la región, superando los valores registrados en los sistemas financieros de las economías desarrolladas (ver Gráfico V.3).

Considerando las tenencias de Lebac y Nobac, el ratio de liquidez alcanza aproximadamente 39% de los depósitos totales, si bien levemente por debajo de lo registrado a mediados de 2007 supera a los valores de fines de 2006. Cabe considerarse que, con el fin de evitar distorsiones a futuro derivadas de la actividad de inversores extranjeros que se posicionan en letras y notas del BCRA con un horizonte de corto plazo, a partir de noviembre de 2007 se dispuso la emisión de Lebac y Nobac internas que únicamente será posible negociar localmente y entre agentes locales. Esta medida se tomó para preservar el rol de reserva de liquidez de estos títulos y evitar que en

momentos de incertidumbre sus precios se vean excesivamente castigados.

De esta manera, la liquidez del sistema financiero continúa superando las exigencias en pesos establecidas por el BCRA (ver Gráfico V.4), presentando un margen precautorio que observó una disminución en los años de post-crisis. Esta tendencia estuvo en línea con la sostenida expansión del financiamiento al sector privado, logrando así una utilización más eficiente de los recursos disponibles. Los depósitos en dólares también evidenciaron una expansión (más de 35% en 2007, especialmente en la segunda parte del año), tendencia que sigue estando acompañada por el incremento del crédito en esa moneda (principalmente destinado a la financiación de exportaciones). Como resultado, en el cierre del año la posición en moneda extranjera equivalía a 20% de la exigencia, casi una tercera parte del valor de fines de 2006 (ver Gráfico V.5), con un crecimiento de la aplicación de estos recursos a financiaciones en un marco de limitada exposición al riesgo de moneda (ver Página 70).

Gráfico V.4
Liquidez en Pesos
En % de los depósitos

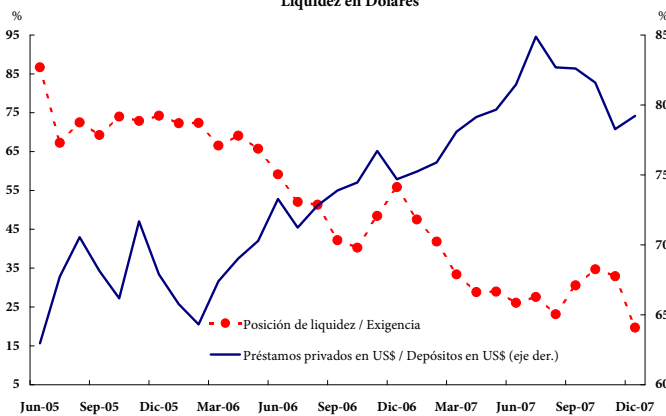


Fuente: BCRA

Aunque en forma acotada, los mercados de liquidez interbancaria fueron afectados por el contexto internacional de mayor volatilidad

En la segunda parte de 2007 los mercados de liquidez interbancaria recogieron los efectos de la creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales. Mientras que a lo largo del segundo semestre del año se evidenció un leve incremento (7%) en los montos operados en el mercado de call respecto a primera parte del año (ver Gráfico V.6), los efectos de la creciente volatilidad externa sobre el mercado de capitales local llevó a que algunos bancos se retiren temporalmente del mercado u opten por estrategias especulativas en el manejo de su liquidez, influyendo sobre las tasas de interés (ver Gráfico V.7). Por su parte, los pasivos privados entre bancos verificaron un crecimiento a mediados de año para luego contraerse en línea con la normalización del marco de liquidez sistémica hacia el último trimestre de 2007.

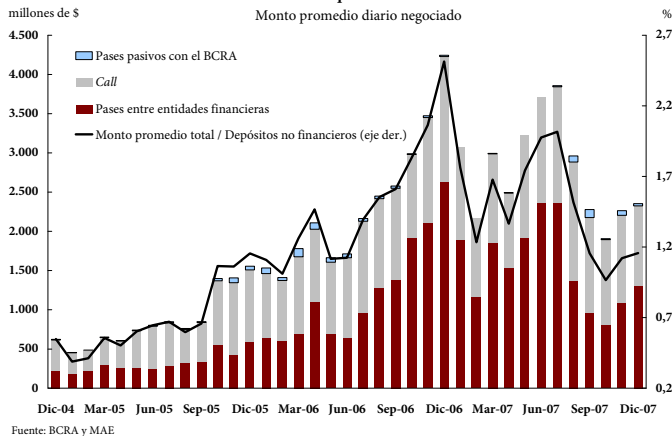
Gráfico V.5
Liquidez en Dólares



Fuente: BCRA

Este contexto fue morigerado por los mecanismos utilizados por el BCRA para incrementar los niveles de liquidez en la plaza local. Por un lado se implementaron cambios en las regulaciones de efectivo mínimo que incluyeron dos período de cómputo bimestral para su constitución (julio-agosto y octubre-noviembre), el segundo sin la posibilidad de arrastre de sobreintegración, y la reducción de la exigencia mínima diaria (de 50% a 40% de la exigencia del mes anterior), medidas combinadas con el período de integración de diciembre-febrero. Por otro lado, se efectuaron inyecciones de liquidez a través de distintos mecanismos: re-

Gráfico V.6
Mercados de Liquidez Interfinanciera
Monto promedio diario negociado



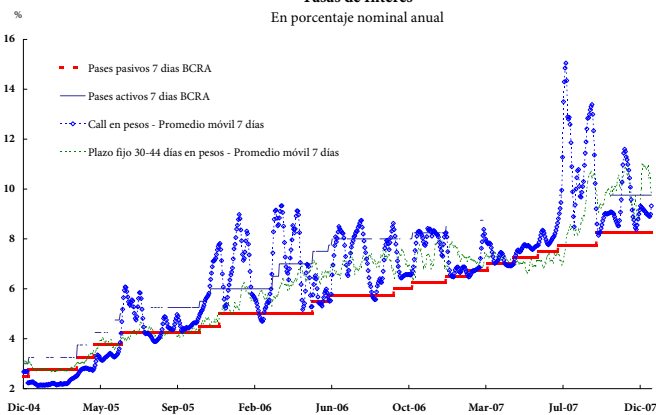
Fuente: BCRA y MAE

compra de títulos en pesos emitidos por el BCRA en los mercados secundarios, subastas de recompra de LEBAC y NOBAC en cartera de bancos, subastas de pases activos, concertación de pases activos a 7 días de plazo a tasa de interés fija, suspensión de la licitación semanal de títulos del BCRA y la inclusión de los títulos públicos nacionales como activos elegibles para pases con el BCRA.

Hacia fines de 2007 se observó una creciente preferencia de los depositantes por colocaciones a la vista respecto a plazo. Así, la relación entre imposiciones del sector privado a plazo respecto a vista verificó una leve caída hasta 80% del total, 6 p.p. menos que a fines de 2006. La madurez de las nuevas colocaciones a plazo fijo del sector privado se sostuvo en aproximadamente 50 días. En este sentido, las paulatinamente mayores tasas de interés sobre las colocaciones a plazo fijo, movimiento en línea con los incentivos establecidos por el BCRA mediante sus operaciones de pases, permitirán ir motorizando la extensión de los plazos del fondeo bancario y aumentar el atractivo de estas colocaciones en la banca.

En un contexto de volatilidades en aumento, se estima para 2008 que el sistema financiero mantendría una adecuada posición frente al riesgo de liquidez

Gráfico V.7
Tasas de Interés
En porcentaje nominal anual



Fuente: BCRA

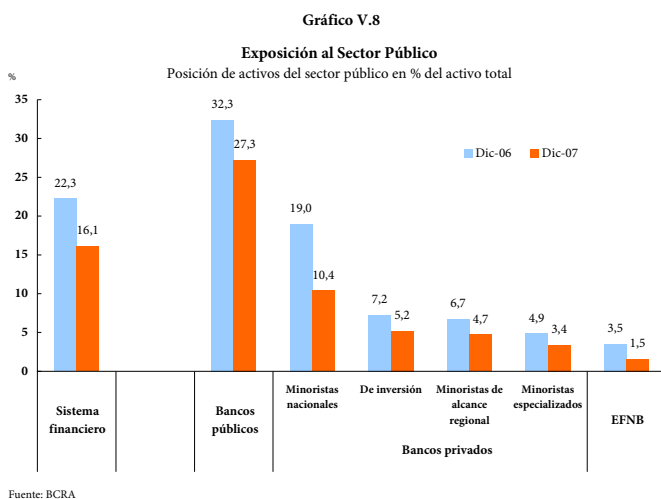
Si bien el incremento del financiamiento al sector privado eventualmente se reflejará en menores niveles de activos líquidos, las medidas implementadas por el BCRA continuarán constituyendo mecanismos para proveer herramientas de liquidez de corto plazo a los bancos para enfrentar los efectos locales de un escenario financiero internacional con creciente volatilidad. Asimismo, la recuperación de la función de prestamista de última instancia del BCRA sigue brindando un marco de cobertura a las entidades financieras frente a eventuales retiros inesperados de depósitos del sector privado. Así, De cara a 2008, se estima que los bancos sostendrán una adecuada posición frente al riesgo de liquidez.

V.2. Riesgo de crédito

V.2.1. Sector público

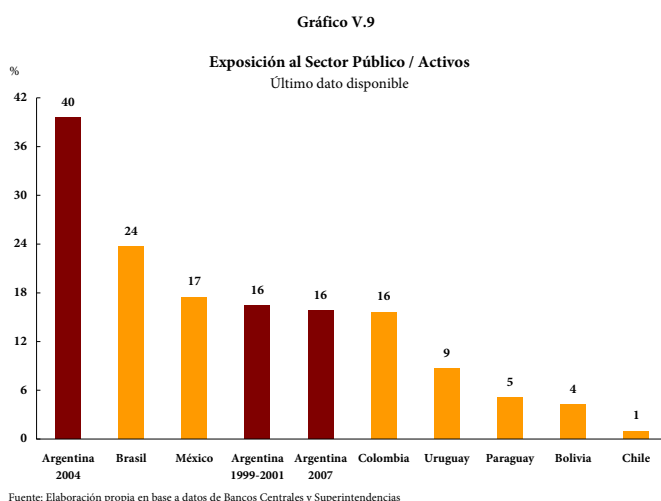
La reducción generalizada de la exposición de los bancos al sector público, en un marco de cuentas fiscales con senda positiva, robustecen la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito de este sector

La exposición de la banca al sector público se ubicó en 16,1% del activo a fines de 2007 (17,1% del activo neteado), experimentando un descenso de 1,2 p.p. en el segundo semestre y de 6,1 p.p. a lo largo del año. De esta manera, el crédito al sector público acumuló una caída



de 25 p.p. del activo del sistema financiero en los últimos 3 años, en línea con los incentivos normativos establecidos desde el BCRA. La menor exposición a este sector resultó generalizada entre los distintos grupos de entidades financieras, destacándose los bancos privados minoristas de alcance nacional y las entidades financieras oficiales a lo largo de 2007 (ver Gráfico V.8). De esta manera, la participación del sector público en el activo del sistema financiero se ubicó en línea con los niveles registrados en los años de pre-crisis y por debajo de los exhibidos por algunas de las principales economías de la región (ver Gráfico V.9).

La gradual reducción de la participación del sector público fue producto de la amortización programada de los títulos valores, la venta de tales especies, la recepción de compensaciones pendientes en efectivo y, también, del crecimiento del activo del sistema financiero. La dinámica anterior está en parte recogiendo los incentivos normativos establecidos por el BCRA para impulsar la reducción de la exposición del sistema financiero al sector público. En particular, desde julio de 2007 entró en vigencia el nuevo máximo de exposición individual al sector público (35% del activo, frente al 40% anterior).

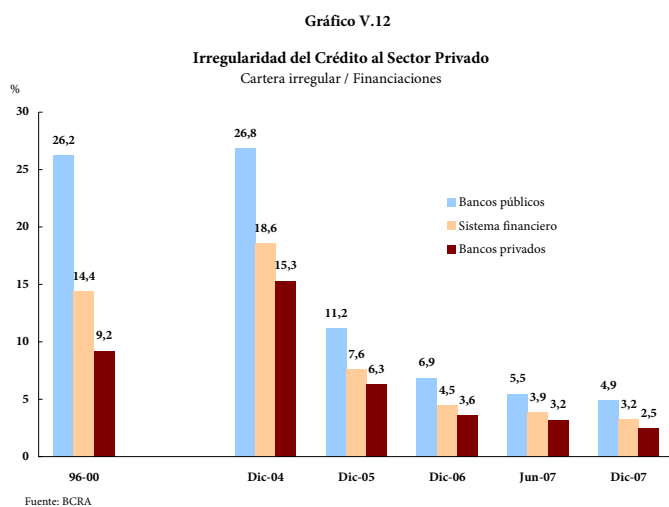
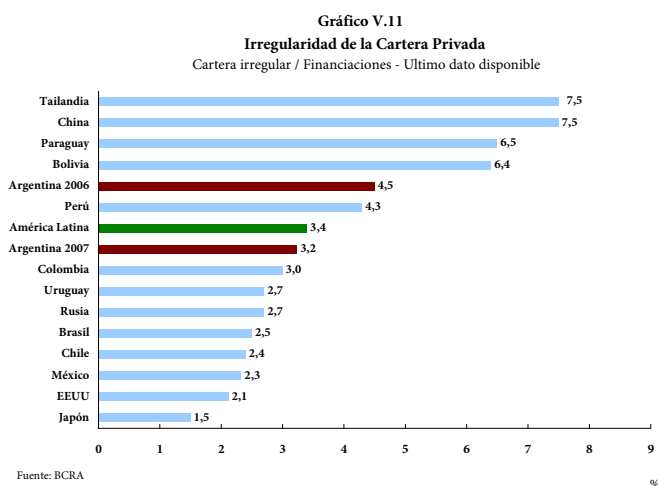
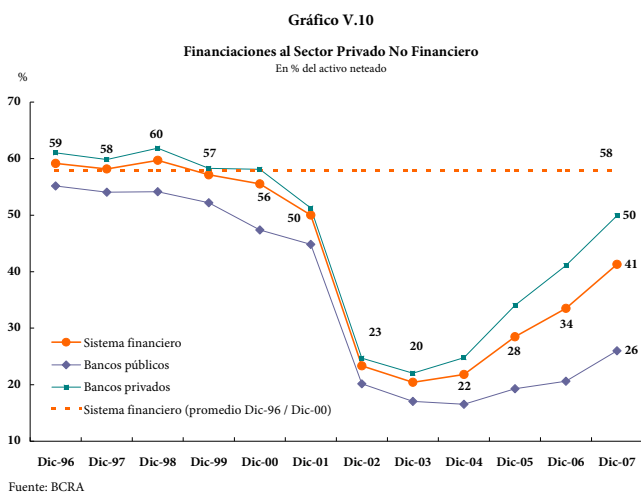


En este escenario cabe considerarse que la volatilidad verificada en el mercado de capitales local durante la segunda mitad del año, en un contexto de turbulencias en los mercados financieros internacionales, se convirtió en una condicionante para la venta de títulos públicos por parte de los bancos: cerca de 80% de la caída en la exposición al sector público correspondió al primer semestre.

La disminución en la exposición patrimonial de la banca al sector público conjuntamente con la mejora en su capacidad de pago ayudaron a robustecer la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito de este sector a lo largo de 2007. En particular, el sector público nacional cerró su quinto año con superávit financiero y prosiguió con la reducción de los niveles de endeudamiento en términos del PIB (ver Página 27).

Se espera que en 2008 la banca continúe exhibiendo una buena posición frente al riesgo de crédito del sector público

Para 2008 se prevé que el sistema financiero continúe reduciendo gradualmente su exposición al sector público, aunque un contexto de volatilidad creciente en los mercados financieros internacionales podría amortiguar esta tendencia. Por su parte, se espera que las cuentas fiscales continúen mostrando un buen desempeño de la mano de la creciente recaudación tributaria y de la desaceleración presupuestada del gasto primario. Un ele-



mento a monitorear resultará la evolución de las cuentas y de las necesidades de financiamiento subnacionales. En términos generales, se estima que el sistema financiero continuará manteniendo una sólida posición frente al riesgo de crédito del sector público.

V.2.2. Sector privado

En 2007 el sistema financiero siguió incrementando su exposición al sector privado, en un escenario de riesgo de empresas y familias acotado

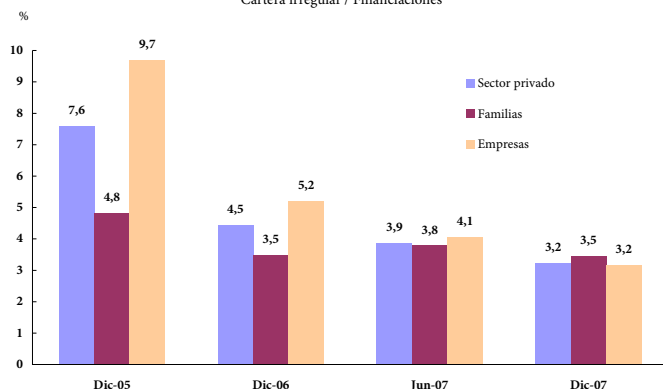
En un contexto de recuperación del empleo y del ingreso de los hogares, y de expansión de los distintos sectores productivos, en 2007 la banca continuó aumentando su exposición al sector privado. Los aún moderados niveles de endeudamiento de las empresas y las familias (ver Página 25), combinados con las condiciones macroeconómicas, contribuyen a la buena posición económica y financiera de este sector, consolidando así la fortaleza del sistema financiero frente al riesgo de crédito.

A fines de 2007 el financiamiento de la banca a empresas y familias se ubicó en 39% del activo total (más de 41% del activo neteado) (ver Gráfico V.10). Si bien todavía se encuentra debajo de los niveles de pre-crisis, en el segundo semestre del año la participación del crédito al sector privado en el activo del sistema financiero registró un incremento 5,6 p.p., acumulando un aumento de 7,8 p.p. en 2007 y de 19,5 p.p. en los últimos tres años. Al igual que en los años recientes, la expansión del crédito al sector privado fue conducida mayormente por los bancos privados, cuya exposición alcanzó a la mitad de sus activos en 2007, nivel cercano al verificado durante los últimos años previos a la crisis de 2001-2002.

En este marco de sostenido crecimiento del crédito destinado al sector privado los indicadores de calidad de cartera alcanzaron niveles récord. En particular, a fines de 2007 el ratio de irregularidad de la cartera privada se ubicó en 3,2% de las financiamientos al sector privado, acumulando una caída de 0,6 p.p. en la segunda parte de 2007 y de 1,3 p.p. en el año. De esta manera, la irregularidad de las financiamientos al sector privado se ubica en línea con el promedio de los principales países de latinoamericanos (ver Gráfico V.11).

La mejora en la calidad de cartera del sector privado en 2007 fue liderada por los bancos públicos, con una reducción de 2 p.p. en su ratio de irregularidad, hasta 4,9% (ver Gráfico V.12). Por su parte, en los bancos privados la morosidad cayó 1,1 p.p. de las financiamientos al sector privado, hasta un nivel de 2,5% a fin de año. En particular, los bancos privados especializados y las EFNB verifi-

Gráfico V.13
Irregularidad de Empresas y Familias
Cartera irregular / Financiaciones



Fuente: BCRA

Tabla V.1

Matriz de Transición Junio / Diciembre 2007
Porcentajes en base a las financiaciones al sector privado no financiero

		Diciembre de 2007							
		Regular		Irregular				Cancelación (*)	TOTAL
		1	2	3	4	5	6		
Junio de 2007	1	90,8	0,8	0,0	0,0	1,1	0,0	7,2	94,2
	2	34,6	17,7	0,7	0,0	33,6	6,7	6,6	1,9
	3	13,3	67,6	3,2	0,1	5,6	0,9	9,4	1,2
	4	4,6	45,8	38,6	0,0	1,7	0,0	9,3	1,5
	5	2,7	1,4	49,5	0,0	0,3	0,1	46,0	1,1
	6	4,8	0,3	0,3	80,5	0,3	0,0	13,7	0,1
TOTAL		86,5	2,6	1,2	0,1	1,7	0,1	7,7	100,0

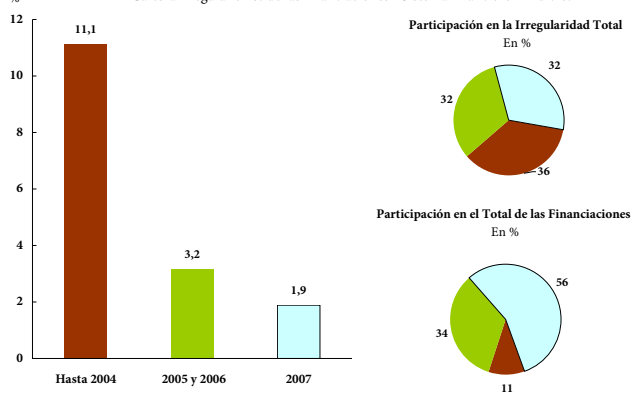
Información en base al universo de deudores existente en el momento inicial.

(*) Por cancelación de la deuda o pasaje a cuentas de orden.

Fuente: BCRA

Gráfico V.14

Financiaciones al Sector Privado por Período de Origenación Estimado
Cartera irregular en % de las financiaciones - Sistema financiero - A dic-07



Fuente: BCRA

caron un leve incremento en su irregularidad a lo largo de 2007, en parte por la dinámica de las líneas para consumo de las familias, mientras que los restantes grupos de bancos privados verificaron mejoras en la calidad de su cartera crediticia.

Los avances en el desempeño de la cartera privada durante 2007 fueron principalmente explicados por las financiaciones destinadas a empresas (ver Gráfico V.13) cuya irregularidad llegó a 3,2% a fines de 2007, 2 p.p. por debajo del nivel de 2006. Por su parte, la morosidad de las líneas a familias se mantuvo en niveles reducidos (3,5% de las financiaciones), verificando un leve incremento en la primera mitad de 2007, para luego descender en la segunda parte del año.

Durante la segunda parte de 2007, casi 86% de las financiaciones mantuvieron su situación crediticia, 3,7% de las mismas mejoraron su clasificación y 2,9% verificaron un empeoramiento. En particular, los créditos que a mediados de 2007 estaban en situación 1, superando 94% del total (ver Tabla V.1), registraron un ligero deterioro de 1,9 p.p. en su calidad, de los cuales 1,1 p.p. pasó a categoría irregular. Por su parte, los segmentos de financiaciones irregulares a mediados de 2007 mejoraron su desempeño en forma generalizada. De esta manera, 46% de las líneas irregulares a mediados de 2007 pasaron a presentar pagos normales, 31% mejoró su situación (sin llegar a categoría regular) y sólo un 2,7% empeoró.

Dada su reciente originación, se estima que las líneas crediticias otorgadas en 2007 (más de la mitad del total) presentan una irregularidad de sólo 1,9%. Por su parte, las financiaciones otorgadas entre 2005 y 2006 (más de un tercio del total del saldo vigente a fines de 2007) registran una morosidad de 3,2%, en línea con el nivel general. Por su parte, las financiaciones originadas hasta 2004, registran una morosidad de 11,1% (ver Gráfico V.14). Así, 36% de la irregularidad total la explican líneas de crédito que en su mayor parte fueron otorgadas a empresas grandes en pre-crisis y aún no han llegado a acuerdos de reestructuración.

La banca continúa mostrando un sólido nivel de cobertura frente al riesgo de crédito

A lo largo de 2007 el sistema financiero continuó mostrando un holgado nivel de cobertura con provisiones. En este sentido, sobre fines de 2007 las provisiones se ubicaron en 130% del saldo de financiaciones irregulares, siendo un nivel similar al registrado el año anterior. Consecuentemente, el ratio de financiaciones irregulares no cubiertas con provisiones en términos del patrimonio sigue ubicándose en valores negativos para el sistema fi-

nanciero (-3%) (ver Gráfico V.15), dando una señal de la buena posición de los bancos, tanto públicos como privados, frente al riesgo de crédito del sector privado. Conjuntamente con la apropiada cobertura con provisiones, el robustecimiento de la solvencia colabora para que el sistema financiero se encuentre firme frente a eventuales *shocks* crediticios.

A pesar del escenario internacional más volátil, se espera que en 2008 la banca continúe expandiendo su exposición al sector privado, manteniendo un acotado riesgo de crédito

Dado que la economía argentina continuaría sobre la fase expansiva por sexto año consecutivo en 2008 (ver Página 28), en un marco de aún moderados niveles de endeudamiento de las familias y de las empresas, se prevé que en general el sector privado robustezca su perfil financiero, lo que colaboraría a mantener un acotado riesgo de crédito para la banca. Sin embargo, el empeoramiento del contexto internacional podría tener efectos sobre las tasas de interés activas, repercutiendo sobre la posición financiera de ciertos deudores. A su vez, el impacto regional de una posible recesión de EEUU podría afectar la capacidad de pago de algunos sectores principalmente dependientes de la demanda externa.

Empresas

En línea con su bajo riesgo de crédito, los bancos incrementan su exposición a las empresas

A lo largo de 2007 el sistema financiero continuó incrementando su exposición al sector corporativo. En particular, el financiamiento a las empresas alcanzó 23,5% del activo neteado a fines de 2007, 2,7 p.p. por encima del nivel de mediados de año. El incremento en la exposición al sector corporativo se produjo a pesar del contexto de crecientes turbulencias en los mercados financieros internacionales que implicó cierta volatilidad y aumento de los *spreads* de tasas de interés en la segunda parte de 2007 (ver Gráfico V.16). En este marco, la posición económica y financiera de las empresas se vio fortalecida por el destacado desempeño verificado en 2007, combinado con moderados niveles de endeudamiento y con favorables perspectivas para 2008 (ver Página 28). Frente a este panorama, la banca continúa mejorando su posición frente al riesgo de crédito de este sector.

Esta creciente exposición de la banca a las empresas continuó verificándose en un marco de menor morosidad. En particular, en la segunda mitad de 2007 la irregularidad de las financiaciones a empresas cayó 0,9 p.p. hasta 3,2%, con una mejora generalizada entre todos los secto-

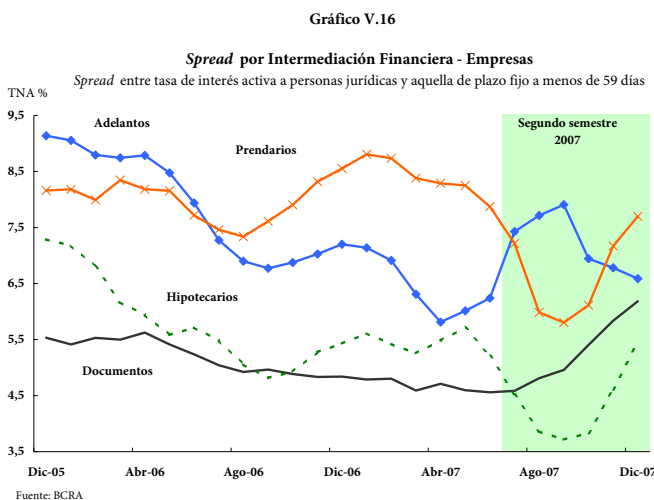
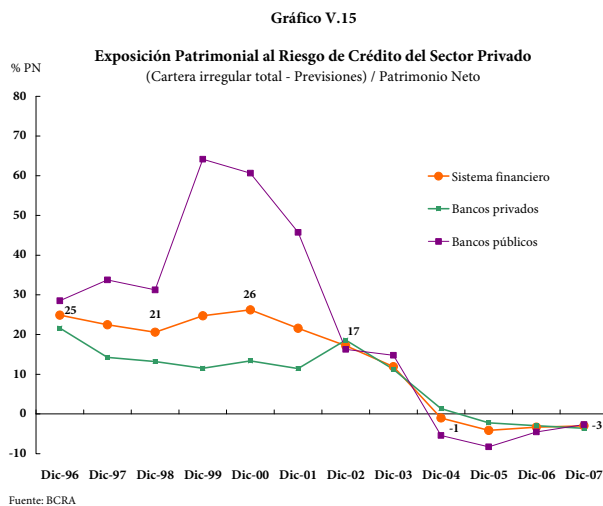
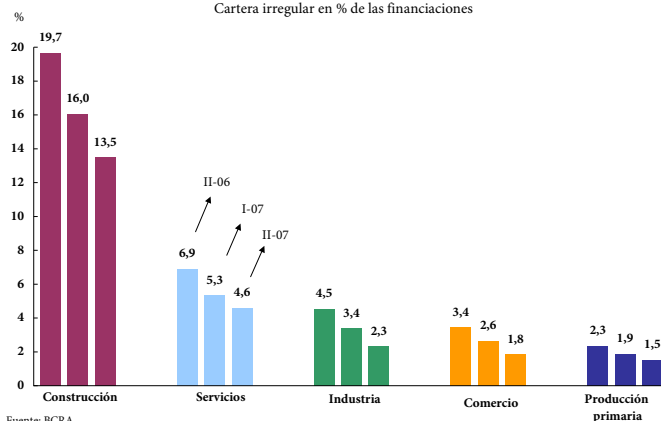


Gráfico V.17

Irregularidad del Crédito a los Sectores Productivos
 Cartera irregular en % de las financiaciones



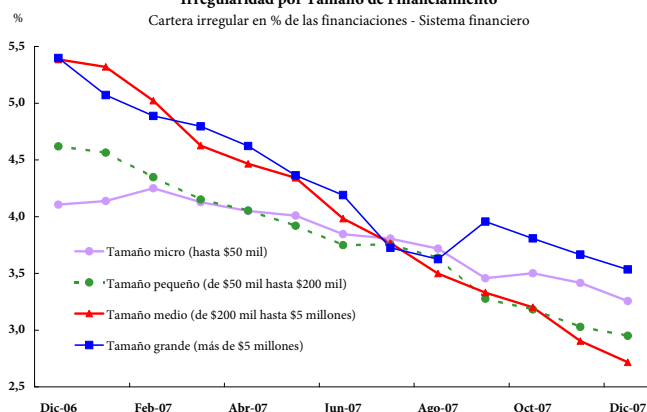
Fuente: BCRA

res productivos. Los mayores descensos en la irregularidad se verificaron en el sector de la construcción y en la industria, mientras que el comercio y la producción primaria siguen verificando los mejores desempeños (ver Gráfico V.17).

A lo largo del año la irregularidad de las financiaciones destinadas a empresas se redujo en todos los tramos por montos residuales de crédito. En particular, durante la segunda mitad de 2007 la disminución en el ratio de irregularidad resultó similar entre los distintos tamaños de financiaciones (ver Gráfico V.18). Por su parte, los créditos con saldos de hasta \$200 mil (principalmente asociados con las PyME), siguen presentando adecuados niveles de desempeño. En particular, la irregularidad del sector corporativo sigue concentrada en deudores de gran magnitud: si se excluyen a los 5 principales deudores corporativos en situación irregular, la morosidad de la cartera comercial de la banca llegaría a 1,8% de tales financiaciones a fines de 2007.

Gráfico V.18

Irregularidad por Tamaño de Financiamiento
 Cartera irregular en % de las financiaciones - Sistema financiero



Fuente: BCRA

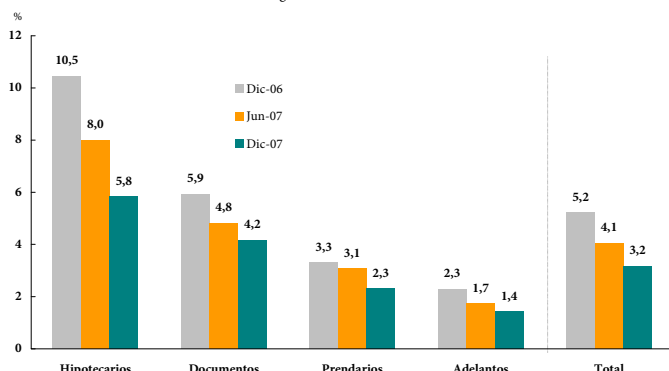
Todos las líneas crediticias destinadas a empresas reducen su irregularidad. En particular, los préstamos hipotecarios y los prendarios tomados por las firmas registraron las mayores mejoras en su calidad crediticia en el segundo semestre de 2007, cerrando el año con niveles de 5,8% y 2,3%, respectivamente. Por su parte, los adelantos en cuenta corriente continúan verificando la menor morosidad, con un ratio de 1,4% (ver Gráfico V.19).

Los créditos otorgados a empresas hace más de tres años explican más de la mitad de la irregularidad

La morosidad de las líneas a empresas se encuentra mayormente explicada por financiaciones que se originaron hasta 2004, mientras que las otorgadas posteriormente presentan un mejor desempeño. En particular, las financiaciones originadas hace más de 3 años presentaron una morosidad de casi 17% a fines de 2007. Si bien sólo alcanzan a representar 10% de las financiaciones totales a empresas, estas líneas explican más de la mitad de la irregularidad total existente a fines de 2007 de las firmas (ver Gráfico V.20).

Gráfico V.19

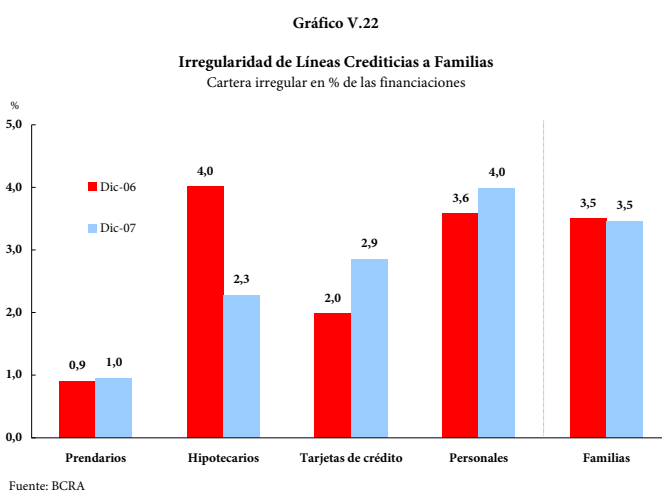
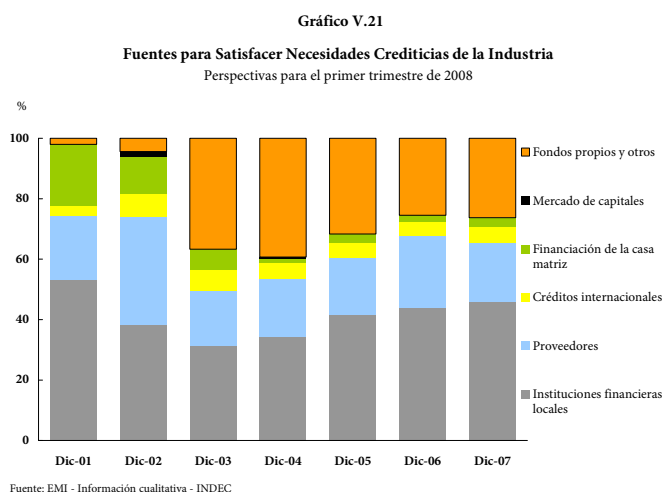
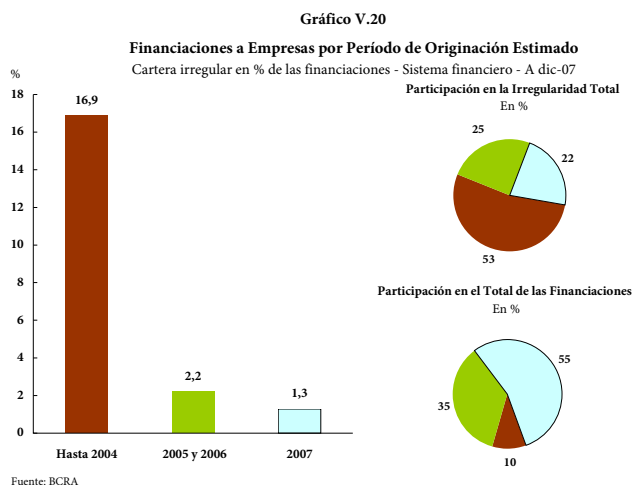
Irregularidad de Líneas Crediticias a Empresas
 Cartera irregular en % de las financiaciones



Fuente: BCRA

Para 2008 se prevé que el sistema financiero continúe incrementando su exposición a las empresas, en un marco de riesgo de crédito reducido impulsado por la buena capacidad de pago del sector

En línea con la tendencia observada en los últimos años, de cara a 2008 las firmas continuarían incrementando el financiamiento obtenido a través del sector bancario. En particular, la industria (sector con la mayor importancia relativa en el saldo de financiaciones de la banca al sector



corporativo) resultaría uno de los impulsores de esta dinámica (ver Gráfico V.21). En un marco de perspectivas de expansión generalizada de la actividad económica y niveles de endeudamiento moderados, la capacidad de pago de las empresas se vería robustecida en 2008. Estas expectativas podrían ser en parte afectadas por la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto sobre las tasas de interés activas. A su vez, el escenario de menor crecimiento global, con riesgo de recesión para algunas economías desarrolladas, podría impactar sobre la demanda externa de ciertos sectores, influyendo sobre la capacidad de pago de los mismos. Sin embargo, se espera que la banca mantenga en general una sólida posición frente al riesgo crediticio de las empresas en 2008.

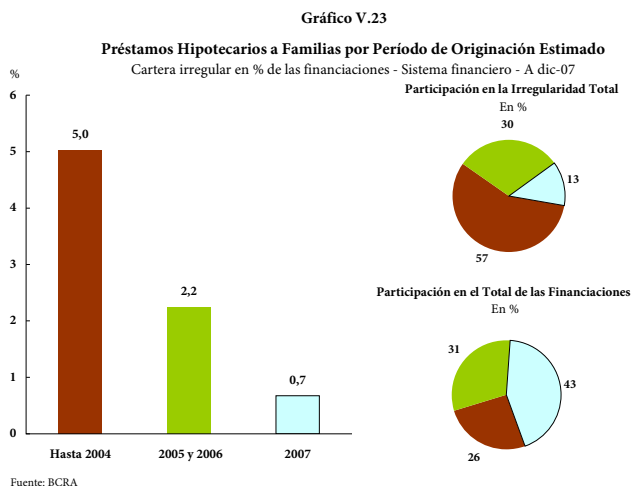
Familias

Si bien aún en niveles adecuados, aparecen señales de una mayor toma de riesgo de crédito con las familias

En línea con la tendencia evidenciada en los dos años anteriores, el sistema financiero continuó incrementando su exposición a las familias durante 2007. En particular, las financiamientos de las familias llegaron a representar 17% del activo neteado de la banca, aumentando 4,4 p.p. en 2007. De esta manera, las líneas destinadas a este sector continúan ganando participación dentro del crédito al sector privado, ubicándose en 42% del total a fines de 2007, 3,5 p.p. mayor a los niveles del año anterior.

Las mejoras en el ingreso disponible, dado el aumento de los salarios y de la ocupación (mayormente en el segmento formal), sumadas a los niveles aún reducidos aunque crecientes de endeudamiento, contribuyen a la capacidad de pago del sector (ver Página 33). En este marco, la irregularidad de las familias cerró el año en niveles relativamente bajos en términos históricos (3,5% de las financiamientos), similares a los de un año atrás.

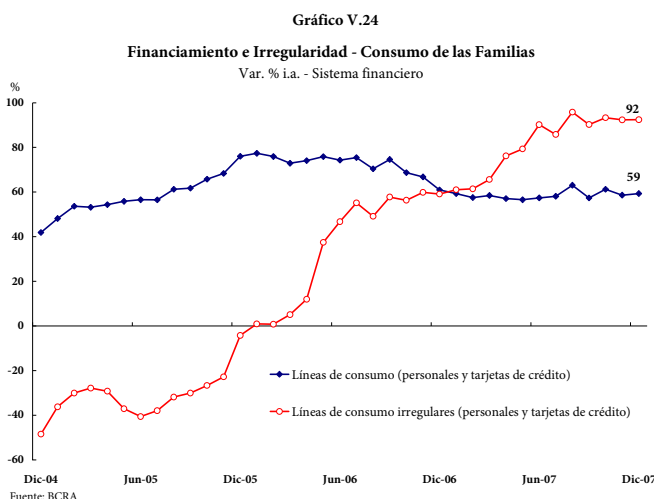
El desempeño de las distintas líneas crediticias mostró trayectorias heterogéneas a lo largo de 2007. Mientras que los ratios de morosidad de las líneas de mayor dinamismo, los préstamos personales y las financiamientos a través de las tarjetas de crédito (principalmente vinculadas al consumo) exhibieron un ligero incremento en el último año, la calidad de cartera hipotecaria mostró una sensible mejoría (ver Gráfico V.22). En particular, la irregularidad de las hipotecas se encuentra mayormente explicada por las líneas tomadas con anterioridad a 2005 (aunque representan algo más de una cuarta parte de las financiamientos vigentes de este grupo, explican 57% de su morosidad) (ver Gráfico V.23).



Dado el desempeño de las distintas líneas crediticias, los préstamos personales y las tarjetas de crédito verificaron la mayor irregularidad relativa a fines de 2007. En conjunto, las líneas asociadas al consumo de las familias alcanzaron una irregularidad de 3,6% de tales financiaciões a fines de 2007, 0,6 p.p. más que un año atrás. Este aumento en el ratio de morosidad se produjo debido a que si bien las líneas para consumo de las familias crecieron 59% en 2007, el monto nominal de la cartera irregular prácticamente se duplicó (ver Gráfico V.24). Los bancos privados minoristas de alcance nacional explicaron 0,4 p.p. del aumento total en este ratio, mientras que las EFNB y los bancos minoristas especializados mostraron la mayor expansión relativa (ver Gráfico V.25).

La creciente participación de las líneas para consumo de las familias, tanto en la actividad bancaria (27% del crédito al sector privado, 3 p.p. más que a fines de 2006) como en el total de financiaciões a este sector (64% de las líneas para familias, 2 p.p. más que un año atrás) combinado con el leve empeoramiento de la calidad de esta cartera crediticia, hacen que el mayor riesgo de crédito de las familias se encuentre estrechamente asociado con este tipo de líneas de financiamiento.

Se estima que las líneas originadas entre 2005 y 2006 a deudores que se incorporaron al sistema financiero en ese período presentaron el mayor incremento en el ratio de morosidad. De esta manera, aunque representan sólo 16% del total de créditos para consumo de las familias, explican 38% de la morosidad total de este grupo.

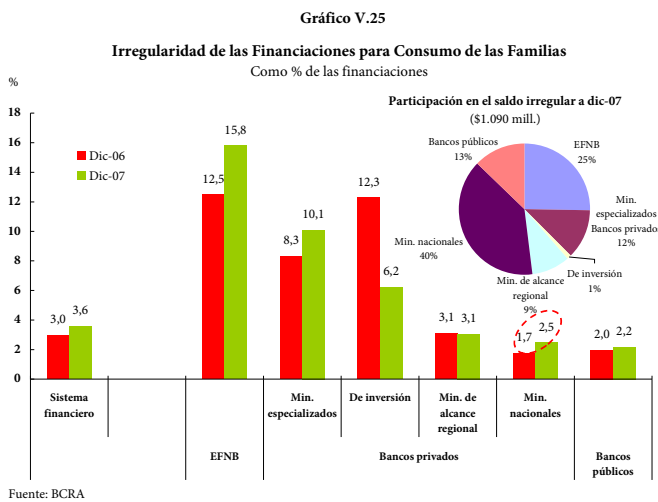


Conjuntamente con la expansión del crédito para consumo de las familias, continúa creciendo la securitización de esta cartera crediticia. Consecuentemente se aprovechan los beneficios de la creciente complementariedad entre el sistema financiero y el mercado de capitales, posibilitando tanto la reducción de esta fuente de riesgo de crédito para la banca como la obtención de fondos líquidos. En particular, las emisiones de fideicomisos financieros por parte de los bancos con cartera de créditos destinados al consumo de las familias como activos subyacentes representó 88% de las emisiones totales realizadas por las entidades financieras en 2007, llegando a \$2.100 millones o bien 7% del saldo del crédito al consumo de las familias a fines de 2007.

El dinamismo de las financiaciões mayormente vinculadas al consumo de las familias registrado en los últimos años resulta un patrón evidenciado no sólo a nivel local, sino que se presenta en la mayoría de los sistemas financieros de la región. A pesar de los sólidos *fundamentals* macroeconómicos verificados por los países latinoamericanos, en algunos casos comenzó a verse un

incipiente deterioro de esta cartera. Dada la magnitud del fenómeno, hoy existe consenso acerca de contar con un mayor seguimiento de este tipo de financiaci3nes con el fin de conservar el marco de estabilidad financiera.

A partir de los elevados rendimientos del crédito a familias, el sistema financiero continuaría incrementando su exposici3n, en un marco de mejoras en la posici3n económica y financiera de este sector aunque asumiendo cada vez más riesgo relativo



Para 2008 se espera que el sistema financiero continúe incrementando el financiamiento a las familias, sector que también continuará incrementando su financiamiento originado en las cadenas de *retail* (en particular, electrodomésticos) y del sector informal. En este marco de creciente endeudamiento de las familias, las condiciones macroeconómicas permiten prever un aumento de los ingresos y del empleo, con lo que se mantendría la capacidad de pago del sector. Sin embargo, el escenario de creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales podría imponer mayor variabilidad sobre las tasas de interés activas repactables, lo que podría aumentar el riesgo de crédito de las familias, en especial de aquellas más sesgadas al segmento de consumo.

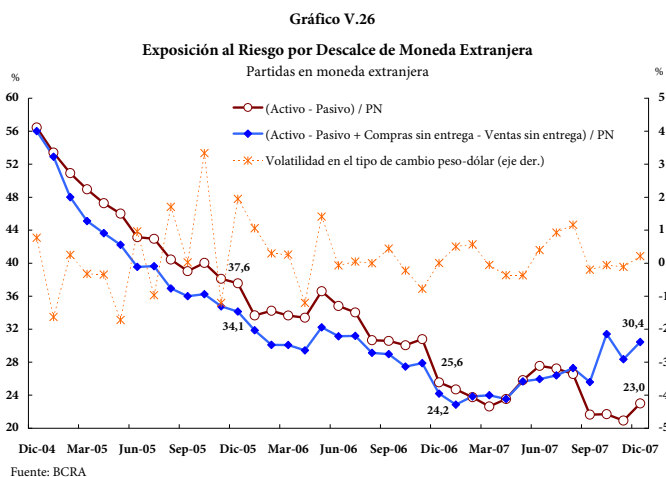
V.3. Riesgo de moneda

Los bancos aumentaron moderadamente su exposici3n al riesgo de moneda extranjera

De la mano de una mayor posici3n en moneda extranjera en términos patrimoniales, a lo largo de 2007 el sistema financiero aumentó gradualmente su exposici3n a este riesgo, en un contexto de leve incremento en la volatilidad en el tipo de cambio nominal peso-d3lar a principios del semestre. Este riesgo enfrentado por la banca sigue estando acotado por el marco normativo establecido por el BCRA: solamente pueden recibir créditos en moneda extranjera aquellos prestatarios con ingresos correlacionados positivamente con el tipo de cambio, debiéndose fondear estas líneas con dep3sitos en igual moneda.

La posici3n en moneda extranjera³² del sistema financiero alcanzó casi US\$3.600 millones en el cierre de 2007, por encima de junio pasado. Por su parte, el descalce entre partidas del activo y del pasivo en moneda extranjera se ubicó en US\$2.700 millones en el cierre de 2007, casi US\$500 millones por debajo del registro de mediados de año y en línea con el valor de fines de 2006.

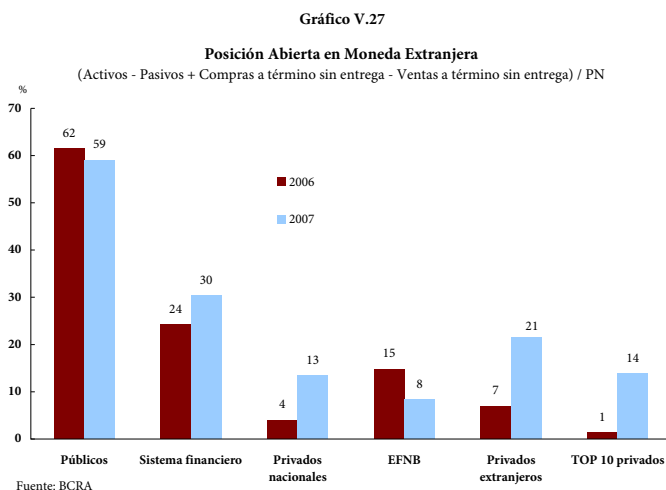
³² Se incluyen partidas en moneda extranjera del activo, del pasivo y de compras y ventas a término de moneda extranjera en cuentas de orden.



En un escenario de crecientes turbulencias en los mercados financieros internacionales, los depósitos del sector privado en moneda extranjera evidenciaron un incremento en la segunda parte del año (aproximadamente US\$1.400 millones), especialmente impulsados por las colocaciones a plazo fijo (crecieron US\$900 millones). Este movimiento en parte recogió las colocaciones del sector privado vinculadas a los pagos de amortizaciones de títulos valores públicos en dólares a empresas y familias. El incremento de depósitos en dólares fue parcialmente compensado por cancelaciones de obligaciones negociables en dólares en el marco de procesos de reestructuración de pasivos de ciertas entidades financieras.

El crecimiento de los recursos destinados al financiamiento de la exportación siguió impulsando a los activos en moneda extranjera en el segundo semestre de 2007. Asimismo, dado el contexto internacional de mayor volatilidad en el segundo semestre de 2007, varias entidades financieras incrementaron sus compras netas de moneda extranjera a futuro, impulsando el incremento de la posición abierta total.

Como resultado, la posición en moneda extranjera alcanzó 30,4% del patrimonio neto a fines de 2007, casi 4 p.p. por encima del valor de mediados de año. Por su parte, el descalce de moneda extranjera se ubicó en 23% del patrimonio en el cierre de 2007 (ver Gráfico V.26), aproximadamente 5 p.p. menos que a mediados de 2007, en un marco de sostenida expansión en la solvencia de las entidades financieras.



Por su parte, el contexto de mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales se reflejó en un moderado incremento en la volatilidad en el tipo de cambio peso-dólar en el tercer trimestre del año, tendencia que se redujo en el cierre de 2007, en línea con las medidas implementadas por el BCRA (ver Página 9).

Mientras que los bancos públicos y las entidades financieras no bancarias sostienen una tendencia de disminución en sus descalces de partidas en moneda extranjera (ver Gráfico V.27), a lo largo de 2007 las entidades financieras privadas nacionales y las extranjeras observaron incrementos. Así, si bien la banca pública sigue evidenciando un descalce de partidas en moneda extranjera de 59% de su patrimonio neto (marcadamente superior a los restantes grupos de bancos), evidenció una disminución de casi 3 p.p. en el año. Partiendo desde niveles moderados, el incremento del descalce en los bancos privados, nacionales y extranjeros (9 p.p. y 14 p.p. respectivamente), se encuentra impulsado por la expansión neta de contratos de compras a futuro de moneda extranjera. En este escenario, siguieron profundizándose en 2007 los mercados de

instrumentos de cobertura frente al riesgo de descalce de moneda extranjera (ver Página 9).

Todos los grupos de bancos siguen superando holgadamente los *stress test* ante *shocks* en el tipo de cambio peso-dólar. Como en los últimos períodos, dada la posición activa en partidas en moneda extranjera que sostiene la banca, se pone a prueba su resistencia ante un contexto de apreciación cambiaria extrema. De esta manera, se somete a los distintos grupos de bancos a una apreciación nominal extrema³³ y se estudia su impacto sobre la rentabilidad y la solvencia obtenida durante 2007³⁴.

El grupo con mayor exposición al riesgo de moneda extranjera, la banca pública, se vería afectado en mayor magnitud ante este eventual escenario de apreciación en el tipo de cambio peso-dólar. Así, su rentabilidad alcanzaría valores levemente negativos según la estructura de rentabilidad observada en 2007 (ver Gráfico V.28), si bien su integración de capital se seguiría ubicando por encima de 9% (ver Gráfico V.29). En segundo lugar se verían afectadas las entidades financieras extranjeras, si bien continuarían obteniendo ganancias y su nivel de integración de capital total quedaría cercano a 16%. Por su parte, el reducido descalce observado por los bancos privados nacionales se materializaría en una ligera caída en sus niveles de rentabilidad y de solvencia.

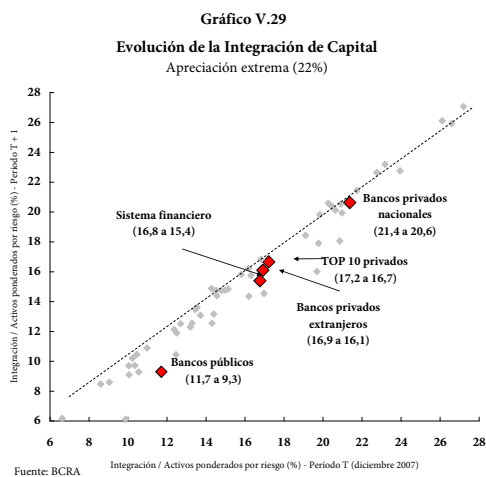
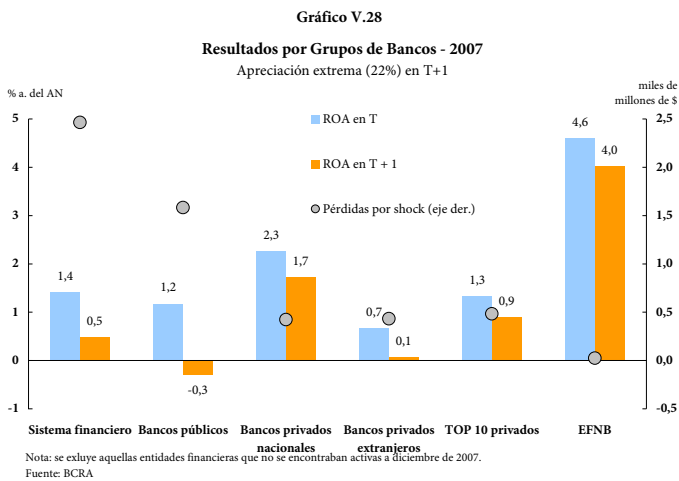
De cara a 2008, se estima que todos los grupos de bancos sostendrán una acotada exposición al riesgo de moneda extranjera, evolución principalmente explicada por los moderados niveles de volatilidad esperados en el tipo de cambio, en un marco de gradual consolidación de la solvencia del sector.

V.4. Riesgo de tasa de interés

El sistema financiero reduce gradualmente su exposición al riesgo de tasa de interés

Prolongando la tendencia de los últimos años, la banca redujo su exposición al riesgo de tasa de interés en 2007 de la mano de la caída en la participación de los activos al sector público. Esto se produjo fundamentalmente porque los activos del sector público son de mayor madurez relativa y a tasa de interés fija.

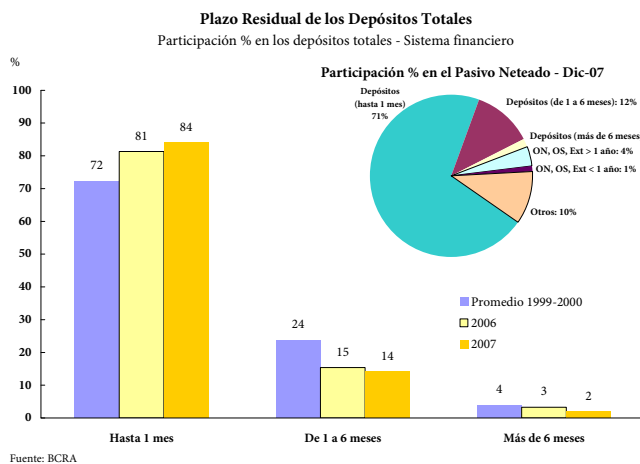
Sin embargo, ciertos elementos compensaron los positivos desarrollos originados por la menor exposición al sector público. Por un lado, se acortó el plazo promedio de los depósitos (ver Gráfico V.30). Por otra parte, las financiaciones al sector privado mantuvieron estable su



³³ Equivalente a una reducción de 22% en el valor del tipo de cambio peso-dólar.

³⁴ No se realizan consideraciones sobre los efectos de segunda ronda.

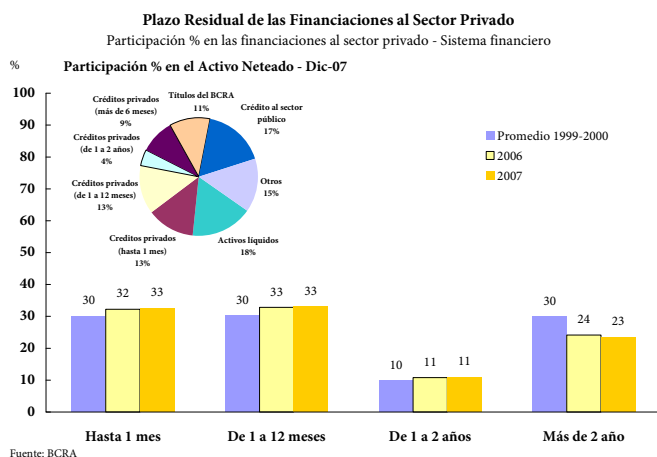
Gráfico V.30



estructura de plazos residuales (ver Gráfico V.31) al tiempo que ganaron participación en el activo (ver Página 49). Además, las turbulencias evidenciadas en los mercados financieros internacionales en la segunda mitad del año provocaron que algunas entidades financieras pospongan nuevas emisiones de ON. El contexto local de tasas de interés gradualmente crecientes sumado al impacto local de las volatilidades internacionales generó cierta materialización del riesgo de tasa de interés.

A lo largo del año la banca continuó reduciendo su exposición al riesgo de tasa de interés real, originada en el descalce patrimonial de partidas ajustables por CER (a tasa de interés fija). En particular, el descalce entre partidas del activo y del pasivo ajustables por CER registró una caída de 16 p.p. del patrimonio neto en el año, hasta 76% (ver Gráfico V.32). Mientras que los bancos privados lograron una reducción significativa de este riesgo (el descalce patrimonial de CER se ubicó por debajo de la mitad de su patrimonio neto), los bancos públicos continúan con un elevado descalce.

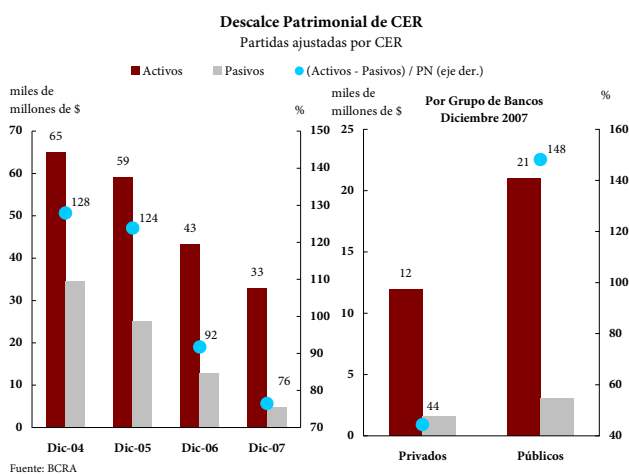
Gráfico V.31



Además del sostenido robustecimiento de la solvencia del sistema financiero, la reducción del descalce patrimonial de CER estuvo explicada por la disminución de los activos ajustables (por la amortización y venta de ciertas especies de títulos públicos y títulos del BCRA ajustables), siendo parcialmente compensada por la caída en los pasivos ajustables (cancelación anticipada de redescuentos y disminución de plazos fijos ajustables).

El BCRA continúa trabajando para lograr un nivel de liquidez considerable en los mercado que permiten cubrir eficientemente los riesgos de tasa de interés. En particular, a principios de 2008 el BCRA dispuso la creación de un mercado de *swap* de tasas de interés³⁵ en el que participará por un monto máximo de \$12.000 millones, poniendo a disposición de los bancos una herramienta adicional para mejorar su cobertura frente a este riesgo que toma especial relevancia en un marco de potencial alargamiento de la madurez del crédito al sector privado.

Gráfico V.32



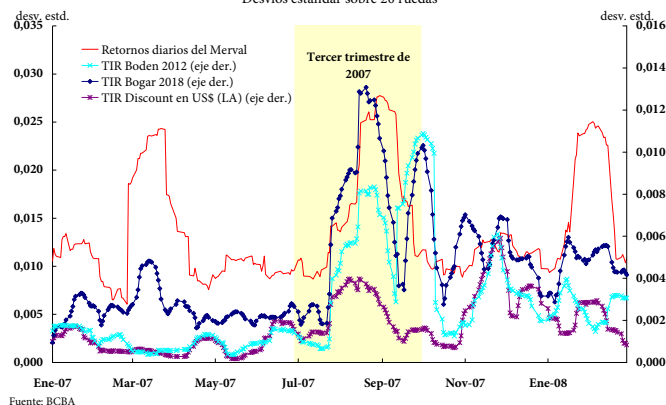
El marco de creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales podría generar cierta materialización del riesgo de tasa de interés en 2008

Para 2008 se espera que continúe cayendo gradualmente el descalce patrimonial del sistema financiero en partidas ajustables por CER, dada la amortización y eventuales ventas de préstamos y títulos del sector público ajustables. Sin embargo, el contexto de volatilidad en el mercado de capitales local podría empeorar las condiciones

³⁵ Com. "A" 4776.

Gráfico V.33

Volatilidad en los Mercados de Renta Fija y Variable
Desvíos estándar sobre 20 ruedas



Fuente: BCBA

de negociación de títulos valores. Por otra parte, en la medida que las turbulencias financieras internacionales se traduzcan en mayores tasas de interés locales podría generarse cierta materialización del riesgo de tasa de interés, dada la diferente sensibilidad entre los activos y los pasivos bancarios ante cambios en las tasas de interés.

V.5. Riesgo de mercado³⁶

Las medidas implementadas por el BCRA atemperaron la materialización del riesgo de mercado en el segundo semestre del año

En el segundo semestre de 2007 se verificó un incremento en la volatilidad de los mercados de renta fija y variable (ver Gráfico V.33) que condujo a cierta materialización del riesgo de mercado que enfrenta la banca. En este marco, las medidas implementadas por el BCRA lograron amortiguar los efectos de las turbulencias de los mercados financieros internacionales. En particular, la política del BCRA buscó que las fluctuaciones de corto plazo en las cotizaciones de los títulos valores (la exposición al riesgo de mercado continúa siendo explicada en un 95% por títulos públicos) no afecten la operatoria habitual de las entidades financieras. Para esto se permitió la contabilización de títulos del BCRA en cuentas de inversión y de títulos públicos en disponibles para la venta. De la cartera de títulos del BCRA, hacia fines de 2007 los bancos contabilizaban \$4.900 millones en cuentas de inversión (15% del total) y \$1.800 millones en disponibles para la venta (6% del total). Por su parte, de la cartera de títulos del Gobierno nacional sólo se contabilizaron \$600 millones en disponibles para la venta.

De esta manera, en el marco de las turbulencias financieras internacionales el valor a riesgo de mercado en términos de capital regulatorio verificó un leve incremento sobre fines del tercer trimestre (ver Gráfico V.34), para luego descender a fin de año frente a un contexto de menores volatilidades en el mercado de capitales local.

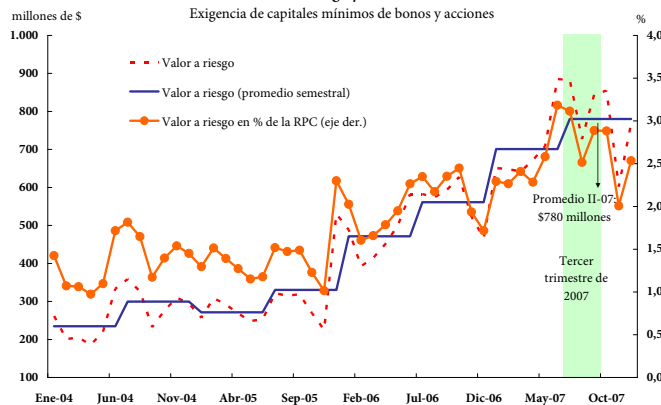
El marco de crecientes turbulencias financieras internacionales podría conducir a cierta materialización del riesgo de mercado en 2008

Frente a la creciente volatilidad de los mercados financieros internacionales se espera que el sistema financiero enfrente un mayor riesgo de mercado en 2008. Sin embargo, esta tendencia sería amortiguada por las medidas del BCRA en materia de valuación de títulos valores en disponibles para la venta y en cuentas de inversión.

Gráfico V.34

Valor a Riesgo y Cobertura

Exigencia de capitales mínimos de bonos y acciones



Fuente: BCRA

³⁶ En esta sección se considera dentro de la exposición al riesgo de mercado los efectos patrimoniales de las volatilidades de precios vinculadas a activos de renta fija y de renta variable.

VI. Solvencia

Síntesis

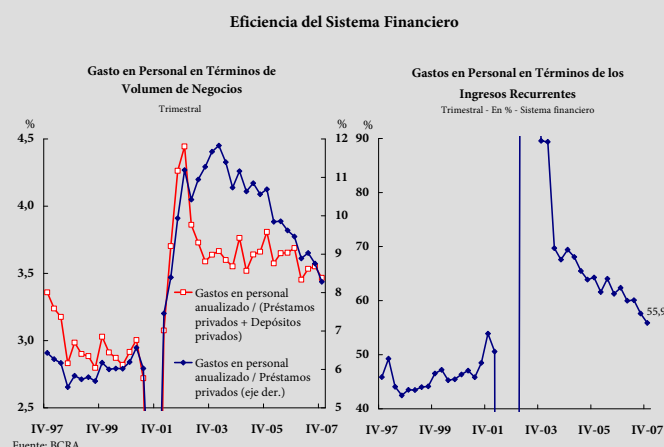
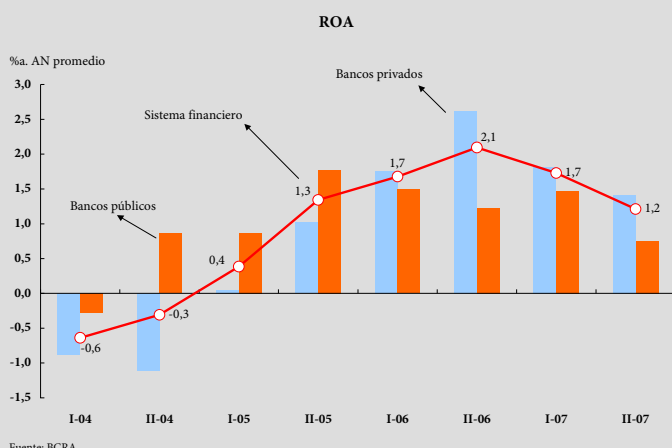
En un contexto de crecimiento de la intermediación financiera con el sector privado con acotado riesgo de crédito, la banca cerró el tercer año consecutivo con resultados positivos, siendo generalizada la obtención de beneficios contables entre las entidades financieras en 2007. No obstante, la rentabilidad de la banca aún se encuentra por debajo de la registrada en otras economías emergentes.

Las ganancias del sistema financiero durante el segundo semestre de 2007 se redujeron en parte por los mayores gastos de administración, producto del aumento del empleo y del salario en el sector y por la reducción del resultado por títulos valores en un marco de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, el sostenido crecimiento de los ingresos recurrentes amortiguó parcialmente estos efectos. En particular, los resultados por intereses continuaron expandiéndose impulsados por el incremento del crédito al sector privado en un marco de gradualmente mayores tasas de interés activas y de pérdidas por incobrabilidad bajas y estables. Por su parte, los resultados por servicios aumentaron su participación en las fuentes de ingresos de los bancos, percibiéndose un mayor dinamismo de los ingresos por préstamos. Estas mejoras en las fuentes de ingresos impulsaron avances sobre la eficiencia en la obtención de resultados, aunque aún falta terreno por recorrer.

El contexto de volatilidad en el mercado de capitales local se reflejó en una mayor variabilidad de los resultados bancarios durante la segunda mitad de 2007. En este escenario, el BCRA implementó un conjunto de medidas tendientes a amortiguar el efecto de movimientos de corto plazo en las cotizaciones de los títulos valores sobre el normal desenvolvimiento de la actividad bancaria.

Los resultados positivos y, en menor medida, los aportes de capital continuaron robusteciendo la solvencia del sector en 2007. La banca exhibió adecuados niveles de integración de capital a lo largo del año, superando los niveles mínimos exigidos localmente así como los recomendados internacionalmente.

Dadas las perspectivas positivas sobre los niveles de intermediación financiera de cara a 2008, se espera que continúe estable la rentabilidad del sector, lo que conjuntamente con eventuales inyecciones de capital seguirán fortaleciendo la solvencia de la banca, lo cual permitiría sostener el crecimiento y enfrentar posibles shocks. En la medida que las turbulencias financieras internacionales profundicen su efecto negativo sobre el mercado de capitales local, podría verificarse cierta volatilidad en los resultados del sistema financiero. Además, la mayor competencia podría poner presión hacia una reducción de los spreads bancarios, con su correlato sobre el crecimiento endógeno de la solvencia



VI.1. Rentabilidad

A pesar del contexto financiero internacional desfavorable, el sistema financiero registró nuevamente resultados contables positivos

En un marco de sostenida expansión de la intermediación financiera con el sector privado, la banca consolidó el patrón de resultados positivos, cerrando así el tercer año consecutivo con ganancias (ver Gráfico VI.1). De esta manera, durante 2007 el sistema financiero alcanzó un ROA de 1,5% y un ROE de 11%, observándose una menor dispersión entre los resultados que verificaron los bancos. La obtención de beneficios contables en el año resultó generalizada, alcanzando a 86% de las entidades financieras (96% del activo total del sistema financiero). Sin embargo, la rentabilidad bancaria local aún se encuentra por debajo de la observada en otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico VI.2), constituyendo una dimensión del sistema financiero que debería mostrar avances en los próximos años de la mano del crecimiento de la intermediación financiera, en un contexto macroeconómico propicio.

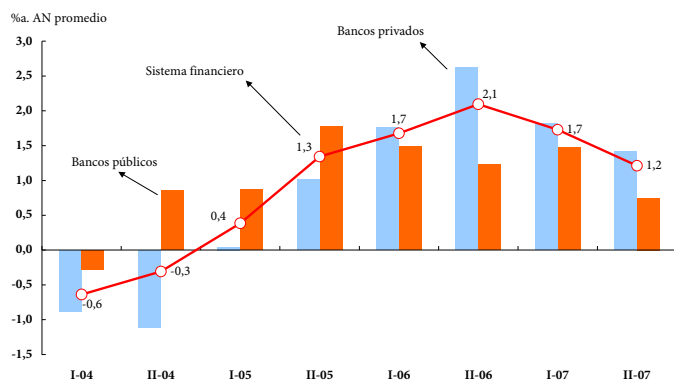
Los resultados positivos del sistema financiero en el año resultaron menores que los verificados en 2006 (0,4 p.p. del activo), fundamentalmente por el desempeño del segundo semestre del año (ver Tabla VI.1). En particular, durante la segunda mitad de 2007 la rentabilidad del sistema financiero se redujo hasta 1,2% del activo, en parte por los mayores gastos de administración (producto del aumento del empleo y de los salarios en el sector) y por el impacto de las volatilidades financieras internacionales, que afectaron las ganancias por títulos públicos del tercer trimestre. El sostenido crecimiento de los ingresos recurrentes (resultados por intereses y por servicios) amortiguó parcialmente estos efectos.

Conjuntamente con la disminución en la rentabilidad durante el segundo semestre de 2007, se verificó un incremento de la volatilidad de los resultados del sistema financiero. Este fenómeno estuvo principalmente explicado por la mayor variabilidad en los resultados por títulos valores (ver Gráfico VI.3). El contexto de fluctuaciones en los precios de las principales especies mantenidas por los bancos con cotización de mercado en la segunda parte del año explicó este movimiento.

Los resultados por intereses ganan participación dentro del margen financiero de la banca

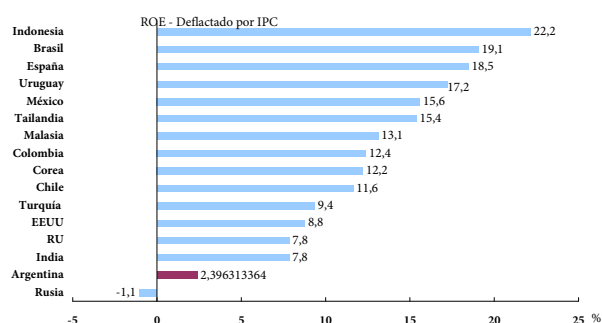
Durante el segundo semestre de 2007 el margen financiero de la banca se mantuvo estable con respecto al período anterior. El propulsor de este aumento resultó

Gráfico VI.1
ROA



Fuente: BCRA

Gráfico VI.2
Rentabilidad - Comparación Internacional
Última información disponible



Nota: Dato de Argentina 2007. Datos acumulados y anualizados a fecha entre paréntesis en los demás países. Uruguay, Chile y México (sep-07), Indonesia, España, Brasil y Reino Unido (jun-07), Colombia (may-07), Rusia (abr-07), EEUU (mar-07), Corea del Sur, Malasia y Turquía (dic-06), Tailandia (sep-06), India (mar-06).

Fuente: BCRA en base a datos del FMI.

Tabla VI.1

Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero
Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	93-00	2004	2005	2006	2007	II-06	I-07	II-07
Margen financiero	6,1	3,1	4,6	5,8	5,7	5,9	5,7	5,7
Resultado por intereses	4,9	0,9	1,5	1,8	2,2	1,9	2,0	2,3
Ajustes CER y CVS	0,0	1,0	1,5	1,3	1,0	1,1	1,1	0,9
Resultado por títulos valores	0,8	1,0	1,2	2,2	2,0	2,6	2,1	1,8
Diferencias de cotización	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,6
Otros resultados financieros	0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Resultado por servicios	3,5	2,0	2,3	2,7	3,1	2,9	2,9	3,3
Gastos de administración	-6,7	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-5,3	-5,2	-5,8
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,8
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,6
Cargas impositivas	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6
Amortización de amparos	-	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-1,5	-0,8	-0,6
Diversos	0,7	0,8	0,8	1,2	0,8	1,6	0,8	0,9
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5	-0,3
Resultado final (ROA)	0,5	-0,5	0,9	1,9	1,5	2,1	1,7	1,2
Resultado en % del PN (ROE)	3,4	-4,2	7,0	14,3	11,0	15,6	12,8	9,3
Resultado ajustado (**)	-	0,7	2,0	3,4	2,5	3,9	2,6	2,4

(*) Com. "A" 3911 y modificatorias.

(**) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.

Fuente: BCRA

Gráfico VI.3
Volatilidad de los Principales Rubros del Estado de Resultados
 Coeficiente de variación móvil 6 meses

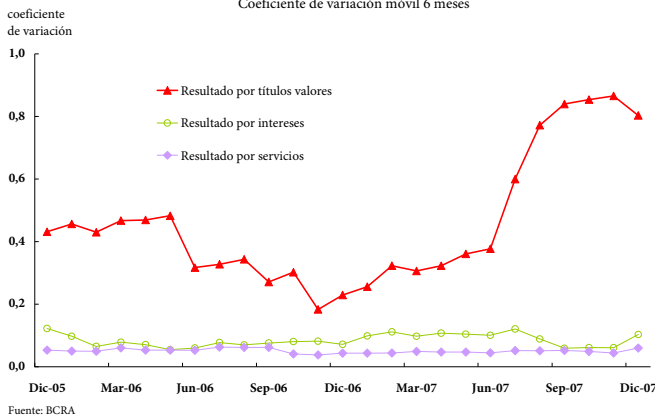


Gráfico VI.4
Composición del Margen Financiero
 Sistema financiero

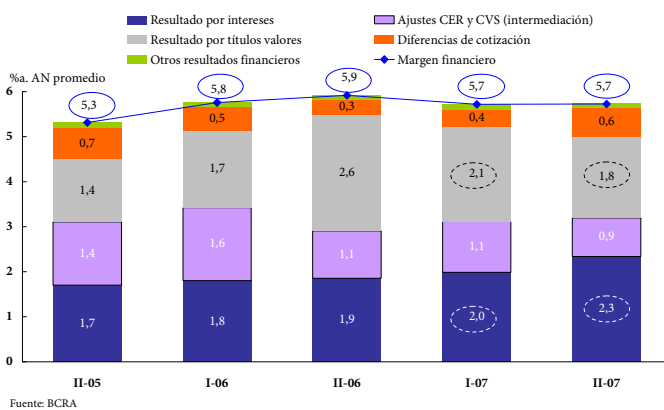
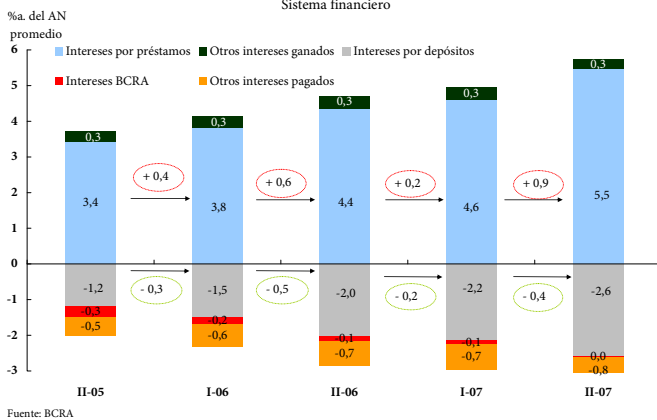


Gráfico VI.5
Resultados por Intereses
 Sistema financiero



fundamentalmente el incremento de los resultados por intereses y, en menor medida, de las diferencias de cotización, movimientos parcialmente compensados por la reducción en las ganancias por la tenencia y negociación de títulos valores y en los ajustes CER (ver Gráfico VI.4).

Los resultados por intereses se ubicaron en 2,3% del activo en la segunda parte de 2007, 0,3 p.p. mayores al semestre anterior, prolongando así su tendencia ascendente impulsada por el crecimiento de la intermediación financiera con el sector privado. De esta manera, en 2007 estos resultados evidenciaron un incremento de 0,4 p.p. del activo, hasta 2,2%. En particular, el incremento del crédito al sector privado, en un contexto de tasas de interés activas en aumento, dio origen a una expansión de los intereses cobrados por préstamos de 0,9 p.p. del activo, hasta 5,5% en la segunda mitad del año (ver Gráfico VI.5). Este incremento superó la expansión de los intereses pagados por depósitos (0,4 p.p. del activo) que llegaron a 2,6% en el segundo semestre. Por su parte, como signo de la gradual reducción del descalce CER del sistema financiero y del menor ritmo de crecimiento que experimentó este coeficiente, en la segunda mitad del año los ajustes devengados por CER cayeron 0,2 p.p. hasta 0,9% del activo.

Producto del efecto de las turbulencias internacionales en el precio de los activos financieros locales, los resultados por títulos valores de la banca presentaron una reducción en el período. De esta manera, este rubro del estado de resultado de los bancos se ubicó en 1,8% del activo, 0,3 p.p. menos que en la primera mitad del año. Frente a la creciente volatilidad registrada en los mercados financieros internacionales, durante agosto el BCRA implementó una serie de medidas³⁷ que lograron amortiguar el efecto de los movimientos de corto plazo en los rendimientos de los títulos valores sobre los resultados de las entidades financieras.

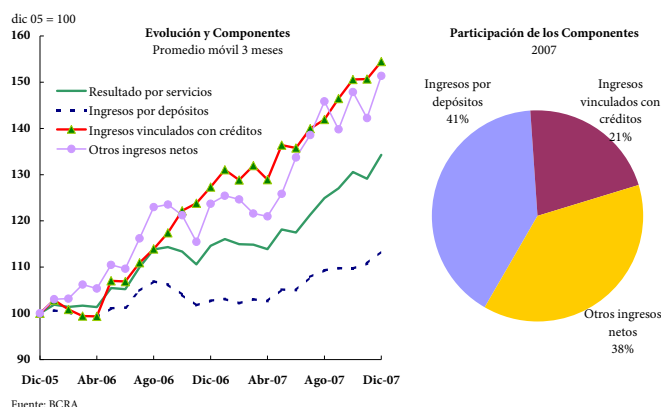
En un contexto de depreciación del peso frente al dólar (el tipo de cambio peso-dólar creció \$0,06 por dólar en el segundo semestre de 2007), los resultados por diferencias de cotización se expandieron 0,2 p.p. del activo hasta alcanzar 0,6% a, a pesar del menor descalce de moneda extranjera que registra la banca.

Con el crecimiento de la intermediación financiera, los ingresos por servicios consolidan su tendencia ascendente

Los ingresos netos por servicios alcanzaron 3,3% del activo durante el segundo semestre de 2007, resultando

³⁷ Com. "A" 4698 y Com. "A" 4702.

Gráfico VI.6
Resultados por Servicios
Sistema financiero



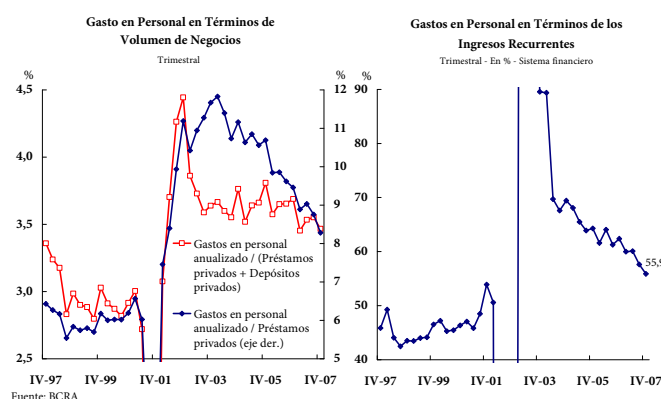
0,4 p.p. mayores que en el período anterior. Los ingresos relacionados con la captación de depósitos continúan explicando la mayor porción de los resultados por servicios, si bien los recursos vinculados con el otorgamiento de crédito al sector privado resultaron los más dinámicos en 2007 (ver Gráfico VI.6). La consolidación de los ingresos netos por servicios continúa siendo impulsada tanto por los bancos públicos como por los privados.

El sostenido incremento de las financiaciones al sector privado se viene desarrollando en un contexto de riesgo de crédito acotado, permitiendo verificar niveles de morosidad históricamente bajos (ver Página 64) y reducidos cargos por incobrabilidad. En particular, estos cargos devengados se ubicaron en 0,8%a. del activo en el segundo semestre de 2007, aumentando 0,2 p.p. respecto a la primera mitad del año, inducidos, en parte, por la mayor participación del crédito al sector privado en el activo de la banca. En este sentido, se observa que los cargos por incobrabilidad se ubicaron en niveles similares a los del año anterior (sólo 2% de las financiaciones privadas).

Aunque falta terreno por recorrer, el sistema financiero continúa registrando mejoras de eficiencia

El crecimiento de la actividad económica de los últimos años se reflejó en mayores volúmenes de intermediación financiera, situación que a su vez se tradujo en la obtención de crecientes ingresos recurrentes. Además, las buenas perspectivas para la banca han llevado a una gradual expansión de su estructura operativa que, conjuntamente con la recomposición de los salarios en el sector, elevó los gastos administrativos. En particular, los gastos de administración del sistema financiero verificaron un incremento de 0,6 p.p. del activo en el segundo semestre, hasta 5,8%a. en la segunda mitad del año.

Gráfico VI.7
Eficiencia del Sistema Financiero



En este contexto, los indicadores de eficiencia del sistema financiero vienen mostrando continuos avances, aunque todavía no alcanzaron los niveles de pre-crisis (ver Gráfico VI.7). En particular, al considerar los gastos en personal en relación al volumen de negocios se perciben progresos en los últimos años. Asimismo, la suma de los ingresos por intereses y de los resultados por servicios del sistema financiero viene, desde hace tres años, creciendo a un ritmo mayor al gasto en personal. De esta forma, gradualmente se producen avances en la eficiencia del sector, permitiendo hacer frente a la presión hacia la reducción de los *spreads* bancarios.

Los bancos de inversión resultaron los más afectados por las volatilidades de los mercados financieros internacionales

Tabla VI.2
Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados
Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	93-00	2004	2005	2006	2007	II-06	I-07	II-07
Margen financiero	6,6	2,9	4,3	5,9	5,8	6,1	5,9	5,7
Resultado por intereses	5,1	1,0	1,7	2,1	2,7	2,2	2,3	3,1
Ajustes CER y CVS	0,0	0,8	1,0	0,6	0,4	0,5	0,5	0,3
Resultado por activos	1,1	0,8	1,0	2,4	1,9	2,8	2,3	1,4
Diferencias de cotización	0,0	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,8
Otros resultados financieros	0,5	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1
Resultado por servicios	3,9	2,4	2,7	3,4	3,8	3,5	3,6	3,9
Gastos de administración	-7,3	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-6,1	-6,0	-6,6
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8
Ajustes de activos del sector público (*)	-	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Cargas impositivas	-0,6	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8
Amortización de amparos	-	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,9
Diversos	0,6	0,7	0,9	1,2	1,0	1,6	0,9	1,1
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2
Resultado final (ROA)	0,7	-1,0	0,5	2,2	1,6	2,6	1,8	1,4
Resultado en % del PN (ROE)	5,0	-8,1	4,1	15,3	10,9	18,0	12,3	9,6
Resultado ajustado (**)	-	0,2	1,6	3,2	2,6	3,7	2,8	2,4

(*) Com. "A" 3911 y modificatorias.

(**) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.

Fuente: BCRA

Durante la segunda parte de 2007, los bancos privados exhibieron un ROA de 1,4%. (ver Tabla VI.2), 0,4 p.p. inferior al registrado en el primer semestre, y un ROE de 9,6%. En línea con lo verificado a nivel sistémico, la reducción de las ganancias de los bancos privados se debió fundamentalmente a la caída de los resultados por títulos valores y al aumento de los gastos administrativos. Estos movimientos estuvieron en parte compensados por los mayores ingresos netos por intereses y resultados por servicios.

Dentro de las entidades financieras privadas, los bancos de inversión fueron los más afectados por las recientes oscilaciones de los mercados financieros internacionales. Esto dejó como saldo una reducción de 2,7 p.p. del activo (hasta 3,6%) en los resultados por la tenencia y negociación de títulos valores, llevando a este grupo de bancos a devengar pérdidas contables en el segundo semestre de 2007 (ROA de -0,3%) (ver Tabla VI.3). En tanto, los bancos minoristas (poseen más de la mitad de los activos del sistema financiero), arrojaron un ROA de 1,6% y un ROE de 11,6% en el segundo semestre, valores inferiores a aquellos registrados durante la primera mitad del año. Cabe destacarse el desempeño de los bancos de alcance regional, que presentaron la mayor ganancia en términos del activo, en línea con lo verificado en períodos anteriores.

Tabla VI.3
Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco
Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	Privados						
	Minoristas					De inversión (***)	
	I-07	II-07				I-07	II-07
		Total	Total	Alcance nacional	Regionales		
Margen financiero	5,9	5,7	5,2	7,3	13,9	6,6	5,3
Resultado por intereses	2,5	3,2	2,9	3,9	11,2	-1,0	0,4
Ajustes CER y CVS	0,6	0,4	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0
Resultado por títulos valores	2,1	1,3	1,1	2,4	1,7	6,3	3,6
Diferencias de cotización	0,5	0,7	0,7	0,5	1,7	1,2	2,0
Otros resultados financieros	0,2	0,2	0,1	0,4	-0,6	0,0	-0,7
Resultado por servicios	3,7	4,0	4,1	3,4	6,9	2,3	3,7
Gastos de administración	-6,0	-6,5	-6,4	-6,5	-14,0	-7,0	-7,1
Cargos por incobrabilidad	-0,7	-0,9	-0,8	-0,6	-4,5	-0,6	-0,2
Ajustes de activos del sector público (*)	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Cargas impositivas	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	-1,0	-0,4	-0,6
Amortización de amparos	-1,0	-0,8	-0,9	-0,2	-0,3	0,0	0,0
Diversos	0,9	1,1	1,0	1,5	2,2	0,8	-0,6
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-1,2	-1,0	-0,7
Resultado final (ROA)	2,0	1,6	1,1	3,6	1,9	0,7	-0,3
Resultado en % del PN (ROE)	14,5	11,6	8,8	21,9	9,7	3,1	-1,1
Resultado ajustado (**)	3,0	2,5	2,1	4,0	2,3	0,7	-0,1
Ponderación en el activo del sistema (%)	54,6	55,5	45,0	9,6	0,9	3,1	2,6

(*) Com. "A" 3911 y modificatorias.

(**) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.

(***) Excluyendo a un banco de inversión (por fusión en el I-07 y por ajustes contables en el II-07).

Fuente: BCRA

Las entidades financieras oficiales también obtuvieron ganancias en el segundo semestre del año (ROA de 0,9%), aunque 0,6 p.p. del activo menores que las del primer semestre. Si bien se incrementaron los gastos de administración en los bancos públicos, la mayor parte en la reducción en la rentabilidad se explicó por un ajuste de valuación de préstamos del sector público efectuado por una entidad financiera de magnitud (ver Tabla VI.4).

Producto de la consolidación de las fuentes de ingresos más estables, se espera que la banca mantenga el patrón de ganancias en 2008

Dadas las buenas perspectivas para la actividad económica y financiera local, se prevé una mayor profundidad en los niveles de intermediación de cara a 2008. Consecuentemente, se espera que los resultados por intereses y los ingresos netos por servicios de la banca continúen aumentando. No obstante, la creciente competencia entre bancos por el mercado crediticio podría generar cierta reducción de los *spreads* bancarios, llegando de esta manera a atemperar el crecimiento de los resultados por intereses. Además, en la medida que sigan las turbulencias financieras a nivel internacional podría verificarse cierta volatilidad en los resultados del sistema financiero.

Tabla VI.4
Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos
Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	93-00	2005	2006	2007	II-06	I-07	II-07
Margen financiero	4,9	4,9	5,4	5,2	5,2	5,0	5,4
Resultado por intereses	4,4	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	0,8
Ajustes CER y CVS	0,0	2,3	2,3	1,8	1,9	2,0	1,7
Resultado por títulos valores	0,4	1,3	1,8	2,1	2,3	1,8	2,4
Diferencias de cotización	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,4
Otros resultados financieros	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado por servicios	2,9	1,6	1,7	2,0	1,8	1,8	2,1
Gastos de administración	-5,8	-3,5	-3,8	-4,1	-3,9	-3,9	-4,4
Cargos por incobrabilidad	-2,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,7
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,3	-0,6	-0,7	-0,6	-0,1	-1,3
Cargas impositivas	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Amortización de amparos	-	-0,9	-1,5	-0,3	-2,3	-0,5	-0,1
Diversos	0,8	0,6	1,0	0,6	1,5	0,6	0,6
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,1	-0,4	-0,2	-0,6	0,2	-0,8	-0,4
Resultado final (ROA)	0,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	0,9
Resultado en % del PN (ROE)	1,8	12,4	12,3	10,7	11,1	13,3	8,2
Resultado ajustado (**)	-	2,4	3,5	2,2	4,1	2,1	2,3

(*) Com. "A" 3911 y modificatorias.

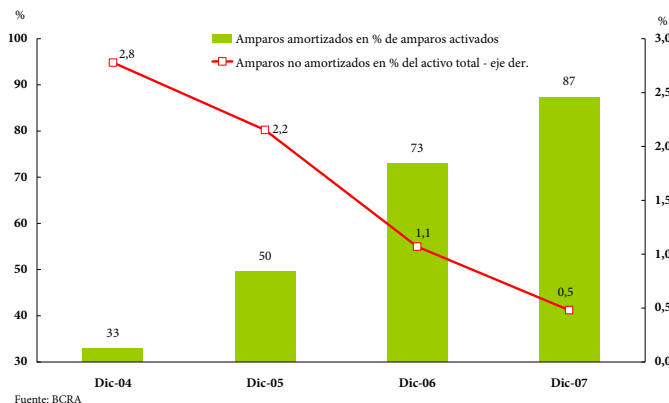
(**) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.

Fuente: BCRA

En línea con las positivas perspectivas para los principales deudores del sistema financiero, se estima que los niveles de morosidad y los cargos por incobrabilidad continuarán en niveles acotados. Por su parte, dado el acrecentamiento de la estructura operativa de la banca y el incremento de los salarios en el sector, se estima que los gastos administrativos seguirán incrementándose gradualmente. A pesar del aumento en la dotación de factores productivos en el sector, se proyectan nuevas mejoras de eficiencia.

Por su parte, otro factor que se estima contribuiría al incremento de los beneficios contables de la banca a partir de 2008 sería la menor importancia y posterior desaparición de las pérdidas por amortización de amparos. Durante 2007 el sistema financiero devengó una pérdida de 0,7% del activo por este concepto y se prevé que durante 2008 se complete el proceso de gradual reconocimiento de estos efectos de la crisis de 2001-2002 con un cargo por amparos del orden de 0,5% del activo (ver Gráfico VI.8).

Gráfico VI.8
Amortización de Amparos
Sistema financiero



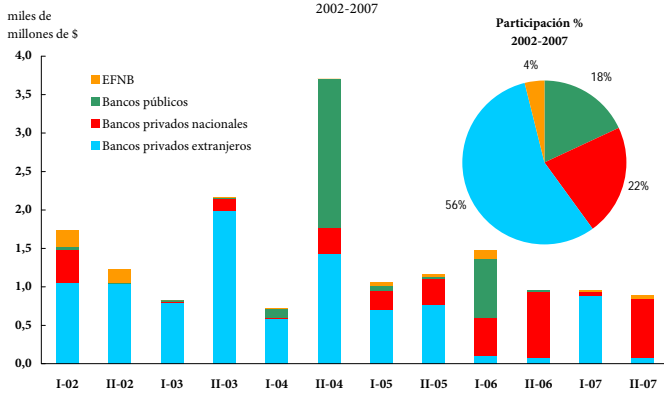
Fuente: BCRA

VI.2. Posición de capital

Los resultados positivos, conjuntamente con los aportes de capital, continuaron robusteciendo la solvencia del sector

La solvencia del sistema financiero continuó fortaleciéndose en la segunda mitad de 2007, de la mano de los beneficios contables y, en menor medida, de los aportes de capital realizados por las entidades financieras. En particular, dadas las buenas perspectivas para la actividad bancaria para los próximos períodos, en el segundo semestre de 2007 se efectuaron capitalizaciones por \$900 millones, correspondientes mayormente a bancos privados de origen nacional (ver Gráfico VI.9). De esta manera, en los últimos 6 años las capitalizaciones totalizaron \$16.900 millones (US\$5.700 millones), canalizándose más de la mitad a los bancos privados extranjeros.

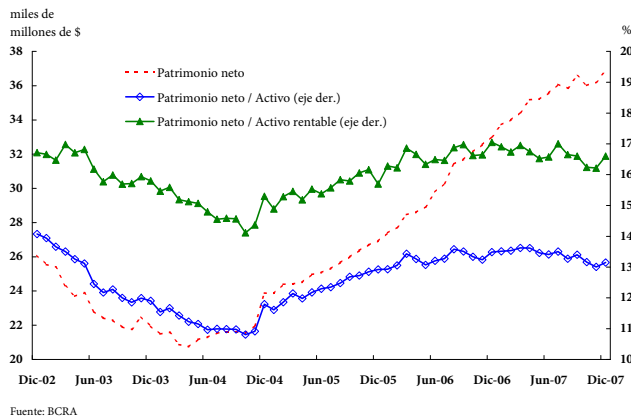
Gráfico VI.9
Capitalizaciones de Entidades Financieras
2002-2007



Fuente: BCRA

El patrimonio neto de la banca aumentó en el segundo semestre de 2007 a un ritmo menor que en los períodos anteriores, fundamentalmente por el efecto de la reducción de la rentabilidad. En particular, en la segunda mitad del año el patrimonio neto del sistema financiero aumentó \$1.300 millones, 3,6% (7,4% a.), cerrando 2007 con una expansión de \$3.850 millones (11,7%). La mayor parte del aumento semestral del patrimonio neto lo explicaron los bancos privados. Dado que el ritmo de incremento del activo resultó mayor, el patrimonio neto en términos del activo se redujo 0,3 p.p. en el segundo semestre, alcanzando un nivel de 13,1% a fines de 2007.

Gráfico VI.10
Apalancamiento del Sistema Financiero

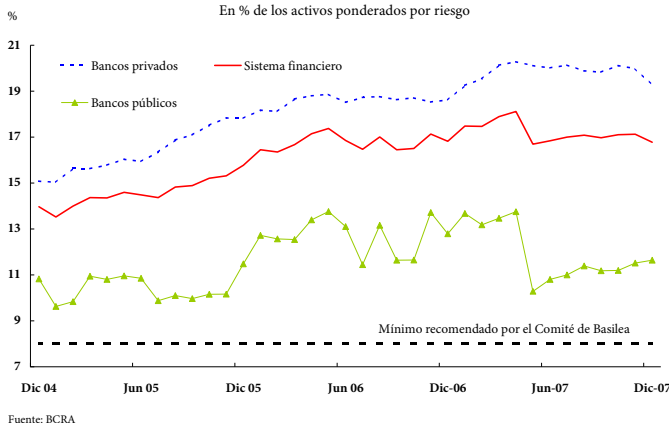


Por su parte, el patrimonio neto respecto al activo rentable se mantuvo estable en 16,6%³⁸ (ver Gráfico VI.10).

El sistema financiero logró expandirse en 2007 manteniendo su solidez

El sistema financiero continuó exhibiendo adecuados niveles de integración de capital, superando los niveles mínimos exigidos localmente así como los recomendados internacionalmente. En particular, la posición de capital del sistema financiero (exceso de integración) alcanzó 90% de la exigencia total a fines de 2007, mientras que la integración de capital se mantuvo estable a lo largo del año en 16,8% de los activos ponderados por riesgo (ver Gráfico VI.11), en un marco de sostenido incremento del crédito al sector privado.

Gráfico VI.11
Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos
En % de los activos ponderados por riesgo

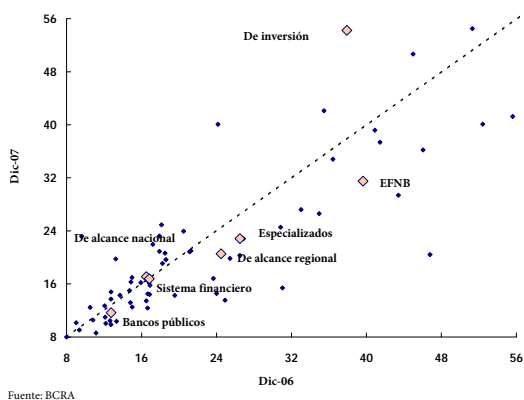


A lo largo de 2007 los bancos privados mejoraron sus indicadores de solvencia, mientras que los bancos públicos y las EFNB registraron un leve descenso en su ratio de integración de capital. Los bancos de inversión y los minoristas de alcance nacional aumentaron su integración de capital en 2007, mientras que los de alcance regional y los especializados registraron pequeñas caídas (ver Gráfico VI.12). Estos movimientos se produjeron en parte debido a que, si bien todos los grupos de bancos privados expandieron sus activos a riesgo (fundamentalmente por el aumento del crédito al sector privado), fueron los bancos privados minoristas y los mayoristas los que principalmente recibieron las capitalizaciones en el año.

Se espera que en 2008 el sistema financiero continúe consolidando sus niveles de solvencia

Se prevé que el sistema financiero continuará consolidando su robustez, siendo sus niveles de solvencia fortalecidos por la continuidad de los resultados positivos, en un contexto de creciente intermediación financiera con el sector privado. Adicionalmente, las perspectivas para la actividad bancaria continuarían impulsando nuevos aportes de capital, como ocurrió en los últimos años. De esta manera, se espera que la banca continúe manteniendo adecuados niveles de capital que, a su vez, les permitirán profundizar los niveles de intermediación financiera.

Gráfico VI.12
Integración de Capital
En % de los activos ponderados por riesgo



Asimismo, estos niveles de solvencia permitirán continuar con el esquema de adecuación de capitales mínimos establecido por el BCRA, profundizando el proceso de normalización del sistema financiero. En este sentido,

³⁸ Activo rentable: activo total menos otras disponibilidades, integración de efectivo mínimo, bienes de uso y diversos, filiales en el exterior y pérdidas activadas por amparos judiciales.

desde enero de 2008 el Alfa1 (coeficiente que reduce transitoriamente la exigencia de capital sobre las financiaciones al sector público) aumentó desde 0,50 hasta 0,75. Siguiendo con el cronograma, a partir de enero de 2009 el Alfa1 llegará a la unidad, dejando sin efecto las reducciones transitorias de la exigencias prudenciales correspondientes al riesgo de crédito del sector público.

Si bien un eventual *shock* negativo, como por ejemplo una profundización en las turbulencias en los mercados financieros internacionales, podría producir una mayor volatilidad en las ganancias de las entidades financieras, se destaca que el sistema financiero local se encuentra mejor preparado que en el pasado para hacer frente a situaciones de *stress* financiero.

Balance de Riesgos

Durante la segunda parte de 2007, el sistema financiero actuó en un contexto internacional más desfavorable que el observado en los últimos años. Sin embargo, la política monetaria y financiera implementada por el BCRA permitió amortiguar los efectos en los mercados locales, evitando un marco de restricción de liquidez, de reducción del crédito y, en consecuencia, de deterioro en las condiciones macroeconómicas internas. En este contexto, el sistema financiero mostró un mapa integral de riesgos con cambios menores respecto al semestre anterior. En particular, la reciente dinámica de los mercados financieros internacionales incrementó la probabilidad de un escenario global con condiciones más restrictivas, conduciendo a un deterioro marginal del balance de riesgos del sistema financiero local. Frente a esta situación, la banca continuó mejorando sus niveles de solvencia, aumentando así la resistencia a un contexto internacional de creciente incertidumbre.

En el segundo semestre de 2007 los bancos mantuvieron adecuados niveles prudenciales de liquidez, superando sin mayores problemas cierto impacto interno del contexto internacional más volátil. Esta dinámica estuvo en parte sostenida por las medidas oportunamente implementadas por el BCRA que facilitaron el incremento de la liquidez sistémica.

La solidez de la banca frente al riesgo de crédito del sector privado se dio en un marco de expansión de las financiaciones. En este sentido, las perspectivas de ingresos de las familias y de rentabilidad de las empresas, ambos con adecuados perfiles financieros, fortalecen la capacidad de pago del sector privado. Esta dinámica condujo a indicadores de irregularidad históricamente bajos y a niveles adecuados de cobertura con previsiones en 2007. Sin embargo, la velocidad de crecimiento en el segmento de préstamos al consumo está impulsando la necesidad de incrementar el monitoreo en el otorgamiento y seguimiento de estas líneas de crédito, especialmente relevante en un escenario de eventual profundización de las turbulencias internacionales.

En el marco de los incentivos establecidos por el BCRA, en 2007 el sistema financiero continuó mitigando su exposición frente al riesgo crediticio del sector público. Esta evolución estuvo explicada por la disminución de la cartera de activos del sector públicos y por la buena performance de las cuentas fiscales y del nivel de endeudamiento público.

Los bancos registraron un incremento en su exposición al riesgo de moneda extranjera en 2007. Esta tendencia

estuvo impulsada por el incremento de las compras netas de futuros de moneda extranjera y la creciente volatilidad en el tipo de cambio peso-dólar. La estrategia de intervenciones del BCRA en el mercado cambiario, en un contexto de política prudencial de acumulación de reservas internacionales desarrollado en los últimos años, permitió contener esa volatilidad.

El riesgo de tasa de interés asumido por la banca continúa dando señales de cierta mejora, principalmente por la disminución en los activos del sector público en cartera, los cuales son fundamentalmente de mayor madurez relativa y a tasa de interés fija. En este contexto, el BCRA recientemente implementó el mecanismo de swap de tasas de interés, poniendo a disposición de los bancos una herramienta adicional para que puedan mejorar su cobertura frente a este riesgo que toma especial relevancia en un contexto de potencial alargamiento de la madurez del crédito al sector privado.

En el cierre del año aumentó el riesgo de mercado enfrentado por las entidades financieras, tendencia en línea con el incremento de la volatilidad en el mercado. Si bien la ponderación de este riesgo en el balance general de riesgos de la banca es baja, el BCRA implementó medidas para evitar que eventuales movimientos de corto plazo impacten negativamente en el crédito al sector privado.

Frente a un balance de riesgos relativamente estable, la consolidación de los resultados, de la mano de una mayor ponderación de los ingresos recurrentes, y un mayor nivel de capitalización se tradujo en una mejora de la solvencia del sistema financiero. Esta situación brindaría un marco más holgado para enfrentar eventuales shocks negativos.

Como resultado, el favorable escenario económico local evidenciado en los últimos años, sumado a las medidas implementadas por el BCRA, impulsaron el sostenido desarrollo del sistema financiero en 2007, sin descuidar un adecuado balance de los riesgos asumidos. De cara a 2008, la banca evidencia buenas condiciones para sobrellevar las mayores turbulencias internacionales previstas. No obstante el escenario esperado, se estima que la probabilidad de un contexto internacional negativo que acarree ciertos efectos adversos sobre la macroeconomía y el sistema financiero locales, si bien aún en un nivel bajo, ha aumentado levemente en los últimos meses. En este marco se considera necesario el fortalecimiento de las tareas de monitoreo sobre el sector con el objetivo de consolidar el marco de estabilidad financiera.

Anexo Estadístico – Sistema Financiero

Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1.- Liquidez	22,3	26,1	23,1	25,0	23,4	19,6	22,8	29,1	29,6	20,1	22,5	23,0
2.- Crédito al sector público	16,9	16,2	16,2	18,0	17,3	23,0	48,5	46,5	40,6	31,3	22,3	16,1
3.- Crédito al sector privado	50,8	47,7	48,4	44,9	39,9	42,7	20,8	18,1	19,6	25,8	31,0	38,2
4.- Irregularidad de cartera privada	16,2	13,8	12,2	14,0	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2
5.- Exposición patrimonial al sector privado	24,9	22,5	20,6	24,7	26,2	21,9	17,3	12,4	-1,0	-4,1	-3,3	-3,0
6.- ROA	0,6	1,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5
7.- ROE	4,1	6,3	3,9	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0
8.- Eficiencia	142	136	138	142	147	143	189	69	125	151	167	160
9.- Integración de capital	23,8	20,8	20,3	21,0	20,1	21,4	-	14,5	14,0	15,3	16,8	16,8
10.- Posición de capital	64	73	49	54	58	54	-	116	185	173	134	89

Fuente: BCRA

Cuadro 2 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Jun 07	Dic 07	Variaciones (en %)	
										Semestral	Anual
Activo	163.550	123.743	187.532	186.873	212.562	221.962	258.384	289.443	297.970	2,9	15,3
Activos líquidos ¹	20.278	13.005	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	37.579	46.320	23,3	21,9
Títulos públicos	10.474	3.694	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	76.929	62.677	-18,5	-3,0
Lebac/Nobac	0	0	-	-	17.755	28.340	29.289	44.504	36.022	-19,1	23,0
Por tenencia	0	0	-	-	11.803	21.067	25.767	35.189	31.598	-10,2	22,6
Por operaciones de pase	0	0	-	-	5.953	7.273	3.521	9.315	4.424	-52,5	25,6
Títulos privados	633	543	332	198	387	389	813	795	382	-51,9	-53,0
Préstamos	83.277	77.351	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	112.084	132.157	17,9	27,5
Sector público	15.164	22.694	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.734	16.772	0,2	-19,7
Sector privado	64.464	52.039	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	89.922	110.355	22,7	41,8
Sector financiero	3.649	2.617	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.427	5.030	-7,3	1,4
Previsiones por préstamos	-6.907	-6.987	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-4.019	-4.080	1,5	9,4
Otros créditos por intermediación financiera	42.361	21.485	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	35.707	29.712	-16,8	14,1
ON y OS	794	751	1.708	1.569	1.018	873	773	724	606	-16,4	-21,7
Fideicomisos sin cotización	2.053	2.065	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	4.753	5.023	5,7	2,9
Compensación a recibir	0	0	17.111	14.937	15.467	5.841	763	367	377	2,9	-50,6
Otros	39.514	18.669	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	29.863	23.706	-20,6	20,8
Bienes en locación financiera	786	771	567	397	611	1.384	2.262	2.945	3.469	17,8	53,4
Participación en otras sociedades	2.645	2.688	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.836	6.430	-5,9	0,6
Bienes de uso y diversos	4.939	4.804	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.628	7.643	0,2	0,3
Filiales en el exterior	1.115	1.057	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.884	2.912	1,0	4,7
Otros activos	3.950	5.334	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	10.074	10.346	2,7	3,9
Pasivo	146.267	107.261	161.446	164.923	188.683	195.044	225.369	253.873	261.139	2,9	15,9
Depósitos	86.506	66.458	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	190.281	205.551	8,0	20,3
Sector público ²	7.204	950	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	47.805	48.340	1,1	6,5
Sector privado ²	78.397	43.270	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	139.935	155.048	10,8	25,6
Cuenta corriente	6.438	7.158	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	32.054	35.245	10,0	31,0
Caja de ahorros	13.008	14.757	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	40.654	47.109	15,9	29,3
Plazo fijo	53.915	18.012	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	60.515	65.952	9,0	21,4
CEDRO	0	0	12.328	3.217	1.046	17	13	13	0	-	-
Otras obligaciones por intermediación financiera	55.297	36.019	75.737	61.690	64.928	52.072	46.037	54.976	46.226	-15,9	0,4
Obligaciones interfinancieras	3.545	2.550	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.864	4.310	-11,4	-5,9
Obligaciones con el BCRA	102	4.470	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	3.585	2.362	-34,1	-69,3
Obligaciones negociables	4.954	3.777	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	8.003	6.938	-13,3	5,1
Líneas de préstamos del exterior	8.813	7.927	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.255	3.864	18,7	-8,9
Otros	37.883	17.295	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	35.269	28.752	-18,5	25,4
Obligaciones subordinadas	2.255	2.260	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.657	1.672	0,9	1,9
Otros pasivos	2.210	2.524	6.997	6.569	5.685	5.099	6.792	6.958	7.690	10,5	13,2
Patrimonio neto	17.283	16.483	26.086	21.950	23.879	26.918	33.014	35.570	36.831	3,5	11,6
Memo											
Activo neteado	129.815	110.275	185.356	184.371	202.447	208.275	244.791	265.256	280.344	5,7	14,5
Activo neteado consolidado	125.093	106.576	181.253	181.077	198.462	203.286	235.845	255.465	271.660	6,3	15,2

(1) Incluye cuentas de garantías. (2) No incluye intereses ni CER devengados.

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 1)

1.- (Integración de liquidez en BCRA + Otras disponibilidades + Tenencia de títulos del BCRA por operaciones de pase) / Depósitos totales; 2.- (Posición en títulos públicos (sin incluir Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público + Compensaciones a recibir) / Activo total; 3.- (Préstamos al sector privado no financiero + Operaciones de *leasing*) / Activo total; 4.- Cartera irregular del sector privado no financiero / Financiaciones al sector privado no financiero; 5.- (Cartera irregular total - Previsiones por incobrabilidad) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3,4,5 y 6; 6.- Resultado anual acumulado / Activo neteado promedio mensual - % anualizado; 7.- Resultado anual acumulado / Patrimonio neto promedio mensual - % anualizado; 8.- (Margen financiero (Resultado por intereses + Ajustes CER y CVS + Resultado por activos + Diferencial de cotización + Otros resultados financieros) + Resultados por servicios) / Gastos de administración anual acumulado; 9.- Integración de capital (Responsabilidad Patrimonial Computable) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; 10.- Posición de capital total (Integración menos exigencia, incluyendo franquicias) / Exigencia de capital.

Anexo Estadístico – Sistema Financiero (cont.)

Cuadro 3 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual									Semestres			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	II-06	I-07	II-07	II-07 / I-07	II-07 / II-06
Margen financiero	6.967	7.291	6.943	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.165	7.030	7.328	7.836	7	11
Resultado por intereses	5.396	5.106	4.625	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.745	2.201	2.545	3.199	26	45
Ajustes CER y CVS	0	0	0	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	1.254	1.449	1.175	-19	-6
Diferencias de cotización	227	185	268	5.977	-890	866	751	944	1.356	383	499	858	72	124
Resultado por títulos valores	1.112	1.481	1.490	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.175	3.074	2.691	2.484	-8	-19
Otros resultados financieros	232	519	559	-299	-480	-375	233	235	264	118	144	121	-16	2
Resultado por servicios	3.623	3.582	3.604	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	3.424	3.751	4.496	20	31
Cargos por incobrabilidad	-2.565	-3.056	-3.096	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.896	-603	-733	-1.163	59	93
Gastos de administración	-7.432	-7.375	-7.362	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.632	-6.278	-6.721	-7.911	18	26
Cargas impositivas	-497	-528	-571	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-611	-681	-856	26	40
Impuesto a las ganancias	-421	-446	-262	-509	-305	-275	-581	-595	-1.031	-192	-619	-412	-33	114
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-701	-320	-410	-752	-838	-370	-37	-801	2.085	116
Amortización de amparos	0	0	0	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.821	-1.755	-1.061	-760	-28	-57
Diversos	617	535	702	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.249	1.845	989	1.261	28	-32
Resultado monetario	0	0	0	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	291	3	-42	-19.162	-5.265	-898	1.780	4.306	3.906	2.490	2.217	1.688	-24	-32
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.565	4.615	3.315	3.250	-2	-30
Indicadores anualizados - En % del activo neteado													variaciones en p.p.	
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	5,9	5,7	5,7	0,0	-0,2
Resultado por intereses	4,3	4,0	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	1,9	2,0	2,3	0,4	0,5
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	1,1	1,1	0,9	-0,3	-0,2
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,6	0,2	0,3
Resultado por títulos valores	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	2,0	2,6	2,1	1,8	-0,3	-0,8
Otros resultados financieros	0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	2,9	2,8	3,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	2,9	2,9	3,3	0,4	0,4
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,8	-0,3	-0,3
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-5,3	-5,2	-5,8	-0,5	-0,5
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5	-0,3	0,2	-0,1
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,6	-0,3
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-1,5	-0,8	-0,6	0,3	0,9
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,8	1,6	0,8	0,9	0,1	-0,6
Monetarios	0,0	0,0	0,0	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado total	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	2,1	1,7	1,2	-0,5	-0,9
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	3,9	2,6	2,4	-0,2	-1,5
ROE	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	15,6	12,8	9,3	-3,5	-6,3

(1) Datos en moneda de diciembre de 2002 (2) Comunicación "A" 3911. Los ajustes a la valuación de títulos públicos en función de la comunicación "A" 4084 están incluidos en el rubro "resultados por activos"

(3) Excluyendo la amortización de amparos y los efectos de las Comunicaciones "A" 3911 y "A" 4084.

Fuente: BCRA

Cuadro 4 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07
Cartera irregular total	12,9	13,1	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	2,7
Al sector privado no financiero	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2
Cartera comercial (*)	14,9	20,7	44,0	38,0	22,8	9,3	5,0	3,1
Cartera de consumo y vivienda	17,3	17,5	31,4	28,0	11,0	4,8	3,5	3,4
Previsiones / Cartera irregular total	61	66	74	79	103	125	130	130
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,3	-1,3	-1,0	-0,8
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	26,2	21,6	17,2	11,9	-1,0	-4,1	-3,3	-3,0

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Cuadro 5 | Indicadores internacionales

	PIB	Activos líquidos / Depósitos privados	Préstamos privados / Activos totales	Cartera irregular privada	Previsiones / Cartera irregular	ROA	ROE	ROE Real	Integración de capital / APR
2006/2007: Último dato disponible	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Argentina	282	25,7	37	3,2	130	1,5	11,0	2,3	16,8
Australia	871	0,8	86	0,9	205	1,6	27,0	23,0	10,4
Brasil	1.100	5,7	40	2,5	153	2,3	23,0	19,1	18,5
Chile	156	6,1	84	2,4	191	1,2	17,0	11,6	12,8
España	1.427	1,6	79	1,4	252	1,0	21,4	18,5	11,9
EEUU	13.670	0,6	56	2,1	130	1,2	11,4	8,8	13,0
Japón	4.340	1,6	52	1,5	30	0,4	10,0	9,8	13,1
México	869	14,0	25	2,3	195	3,2	20,3	15,6	16,1
Reino Unido	2.700	1,6	44	1,0	56	0,5	10,6	7,8	12,9

Fuente: BCRA; International Financial Statistics (Julio 2007) y Global Financial Stability Report (Septiembre 2007) - Fondo Monetario Internacional.

Nota metodológica (cuadro 5)

1.- Producto Bruto Interno - En miles de millones de US\$ corrientes; 2.- Efectivo en bancos más depósitos en la autoridad monetaria / Depósitos privados (%); 3.- Préstamos al sector privado / Activos totales (%); 4.- Cartera irregular privada / Total financiaciones privadas (%); 5.- Previsiones / Cartera irregular (%); 6.- Resultado total / Activo neteado (%); 7.- Resultado total / Patrimonio neto (%); 8.- Resultado total / Patrimonio neto (%) (deflactado por IPC); 9.- Integración de capital / Activos ponderados por riesgo (%).

Anexo Estadístico – Bancos Privados

Cuadro 6 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1.- Liquidez	23,6	26,9	22,8	24,3	24,1	23,6	24,8	27,6	29,2	21,5	23,7	25,7
2.- Crédito al sector público	13,5	13,7	13,6	16,1	14,7	20,8	49,4	47,1	41,2	28,0	15,9	9,1
3.- Crédito al sector privado	51,0	46,7	47,6	44,6	38,4	45,4	22,4	19,9	22,5	31,1	37,9	46,6
4.- Irregularidad de cartera privada	11,1	8,5	7,7	8,9	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5
5.- Exposición patrimonial al sector privado	21,6	14,3	13,2	11,5	13,4	11,4	18,6	11,2	1,9	-2,2	-3,0	-3,6
6.- ROA	0,6	0,7	0,5	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6
7.- ROE	4,1	6,3	4,3	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	136	158	152
9.- Integración de capital	15,9	15,4	14,6	18,9	18,0	17,6	-	14,0	15,1	17,8	18,6	19,2
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	155	116	86

Fuente: BCRA

Cuadro 7 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Jun 07	Dic 07	Variaciones (en %)	
										Semestral	Anual
Activo	119.371	82.344	118.906	116.633	128.065	129.680	152.414	166.408	175.509	5,5	15,2
Activos líquidos ¹	13.920	10.576	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	23.293	29.418	26,3	32,4
Títulos públicos	7.583	1.627	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	32.298	24.444	-24,3	-11,6
Lebac/Nobac	0	0	-	-	8.359	15.227	15.952	22.229	17.684	-20,4	10,9
Por tenencia	0	0	-	-	5.611	12.899	14.220	18.668	15.639	-16,2	10,0
Por operaciones de pases	0	0	-	-	2.749	2.328	1.732	3.561	2.045	-42,6	18,1
Títulos privados	563	451	273	172	333	307	683	639	310	-51,5	-54,6
Préstamos	56.035	52.319	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	74.876	88.898	18,7	28,3
Sector público	8.172	13.803	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.461	6.413	-0,7	-36,1
Sector privado	45.103	36.636	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	64.311	78.587	22,2	41,3
Sector financiero	2.760	1.880	644	630	1.107	1.580	3.626	4.104	3.898	-5,0	7,5
Previsiones por préstamos	-3.248	-3.957	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.293	-2.365	3,1	6,2
Otros créditos por intermediación financiera	36.600	13.037	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	20.136	17.084	-15,2	-7,1
ON y OS	724	665	1.514	1.394	829	675	618	583	430	-26,2	-30,4
Fideicomisos sin cotización	1.609	1.637	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.403	3.456	1,5	15,9
Compensación a recibir	0	0	15.971	13.812	14.657	5.575	760	366	377	2,9	-50,4
Otros	34.267	10.735	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	15.783	12.822	-18,8	-8,6
Bienes en locación financiera	776	752	553	387	592	1.356	2.126	2.743	3.149	14,8	48,1
Participación en otras sociedades	1.651	1.703	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	4.433	3.762	-15,1	-6,9
Bienes de uso y diversos	3.225	3.150	5.198	4.902	4.678	4.575	4.677	4.676	4.685	0,2	0,2
Filiales en el exterior	75	112	-109	-136	-53	-148	-139	-145	-154	5,9	10,7
Otros activos	2.190	2.574	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	5.753	6.277	9,1	10,5
Pasivo	107.193	70.829	103.079	101.732	113.285	112.600	131.476	143.830	152.153	5,8	15,7
Depósitos	57.833	44.863	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	105.833	116.719	10,3	24,0
Sector público ²	1.276	950	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.730	7.564	-2,1	7,6
Sector privado ²	55.917	43.270	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	96.668	107.671	11,4	25,6
Cuenta corriente	4.960	7.158	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	24.317	27.132	11,6	31,7
Caja de ahorros	9.409	14.757	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	25.485	30.169	18,4	30,2
Plazo fijo	39.030	18.012	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	42.582	45.770	7,5	20,3
CEDRO	0	0	9.016	2.409	798	3	1	0	-	-	-
Otras obligaciones por intermediación financiera	46.271	22.629	49.341	42.367	45.083	32.349	31.750	32.598	29.323	-10,0	-7,6
Obligaciones interfinancieras	2.293	1.514	836	726	1.070	1.488	3.383	3.204	1.979	-38,3	-41,5
Obligaciones con el BCRA	83	1.758	16.624	17.030	17.768	10.088	3.689	730	675	-7,6	-81,7
Obligaciones negociables	4.939	3.703	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	7.813	6.686	-14,4	4,3
Líneas de préstamos del exterior	5.491	4.644	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.286	1.833	42,5	-18,5
Otros	33.466	11.010	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	19.564	18.150	-7,2	13,3
Obligaciones subordinadas	1.668	1.700	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.653	1.668	0,9	1,6
Otros pasivos	1.420	1.637	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	3.745	4.443	18,6	11,4
Patrimonio neto	12.178	11.515	15.827	14.900	14.780	17.080	20.938	22.578	23.356	3,4	11,5
Memo											
Activo neteado	88.501	73.796	117.928	115.091	121.889	123.271	143.807	154.184	166.231	7,8	15,6

(1) Incluye cuentas de garantías. (2) No incluye intereses ni CER devengados.

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 6)

1.- (Integración de liquidez en BCRA + Otras disponibilidades + Tenencia de títulos del BCRA por operaciones de pase) / Depósitos totales; **2.-** (Posición en títulos públicos (sin incluir Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público + Compensaciones a recibir) / Activo total; **3.-** (Préstamos al sector privado no financiero + Operaciones de *leasing*) / Activo total; **4.-** Cartera irregular del sector privado no financiero / Financiaciones al sector privado no financiero; **5.-** (Cartera irregular total - Previsiones por incobrabilidad) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3,4,5 y 6; **6.-** Resultado anual acumulado / Activo neteado promedio mensual - % anualizado; **7.-** Resultado anual acumulado / Patrimonio neto promedio mensual - % anualizado; **8.-** (Margen financiero (Resultado por intereses + Ajustes CER y CVS + Resultado por activos + Diferencias de cotización + Otros resultados financieros) + Resultados por servicios) / Gastos de administración anual acumulado; **9.-** Integración de capital (Responsabilidad Patrimonial Computable) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; **10.-** Posición de capital total (Integración menos exigencia, incluyendo franquicias) / Exigencia de capital.

Anexo Estadístico – Bancos Privados (cont.)

Cuadro 8 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual									Semestres			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	II-06	I-07	II-07	II-07 / I-07	II-07 / II-06
Margen financiero	5.176	5.441	5.282	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	4.233	4.407	4.553	3	8
Resultado por intereses	3.819	3.598	3.519	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	1.496	1.742	2.449	41	64
Ajustes CER y CVS	0	0	0	1.476	1.082	900	1.215	858	662	360	401	261	-35	-27
Diferencias de cotización	213	160	256	6.189	-312	666	576	740	990	327	387	602	56	84
Resultado por títulos valores	908	1.232	962	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.935	1.747	1.141	-35	-41
Otros resultados financieros	236	450	546	-197	-195	-322	134	199	229	114	131	98	-25	-14
Resultado por servicios	2.598	2.554	2.598	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	2.443	2.713	3.168	17	30
Cargos por incobrabilidad	-1.872	-2.173	-2.464	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-411	-518	-656	27	60
Gastos de administración	-5.326	-5.263	-5.224	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.736	-4.177	-4.475	-5.261	18	26
Cargas impositivas	-368	-379	-418	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-426	-486	-619	27	45
Impuesto a las ganancias	-386	-393	-216	-337	-295	-202	-217	-365	-379	-258	-192	-187	-2	-27
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-665	-51	-201	-170	-100	-68	20	-120	-708	75
Amortización de amparos	0	0	0	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-643	-781	-684	-12	6
Diversos	447	307	615	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	1.113	666	910	37	-18
Resultado monetario	0	0	0	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	269	93	174	-15.784	-2.813	-1.176	648	2.915	2.457	1.806	1.353	1.104	-18	-39
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	2.518	2.115	1.908	-10	-24
Indicadores anualizados - En % del activo neteado													<i>variaciones en p.p.</i>	
Margen financiero	6,1	6,2	6,4	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	6,1	5,9	5,7	-0,3	-0,5
Resultado por intereses	4,5	4,1	4,3	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,7	2,2	2,3	3,1	0,7	0,9
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,2
Diferencias de cotización	0,3	0,2	0,3	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,8	0,2	0,3
Resultado por títulos valores	1,1	1,4	1,2	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	2,8	2,3	1,4	-0,9	-1,4
Otros resultados financieros	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0
Resultado por servicios	3,1	2,9	3,2	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	3,5	3,6	3,9	0,3	0,4
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-2,5	-3,0	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8	-0,1	-0,2
Gastos de administración	-6,3	-6,0	-6,4	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-6,1	-6,0	-6,6	-0,5	-0,5
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,1	-0,2
Impuesto a las ganancias	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,1
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,9	0,2	0,1
Diversos	0,5	0,4	0,7	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	1,6	0,9	1,1	0,2	-0,5
Monetarios	0,0	0,0	0,0	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado total	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	2,6	1,8	1,4	-0,4	-1,2
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	3,7	2,8	2,4	-0,5	-1,3
ROE	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	18,0	12,3	9,6	-2,7	-8,4

(1) Datos en moneda de diciembre de 2002 (2) Comunicación "A" 3911. Los ajustes a la valuación de títulos públicos en función de la comunicación "A" 4084 están incluidos en el rubro "resultados por activos"

(3) Excluyendo la amortización de amparos y los efectos de las Comunicaciones "A" 3911 y "A" 4084.

Fuente: BCRA

Cuadro 9 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07
Cartera irregular total	8,3	9,9	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,2
Al sector privado no financiero	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5
Cartera comercial (*)	8,4	15,4	44,7	39,0	18,2	7,3	3,8	2,0
Cartera de consumo y vivienda	11,9	12,4	26,0	17,2	10,0	4,2	3,2	3,2
Previsiones / Cartera irregular total	68	76	73	79	96	115	130	142
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	2,7	2,4	5,3	3,3	0,4	-0,6	-0,9	-0,9
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	13,4	11,4	18,6	11,2	1,3	-2,2	-3,0	-3,6

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

- ADEERA:** Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina
- AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos
- AFJP:** Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones
- ALADI:** Asociación Latinoamericana de Integración
- ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social
- AT:** Adelantos Transitorios
- BADLAR:** *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras)
- BCB:** Banco Central de Brasil
- BCE:** Banco Central Europeo
- BCRA:** Banco Central de la República Argentina
- BdP:** Balance de Pagos
- BID:** Banco Interamericano de Desarrollo
- BM:** Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA
- BODEN:** Bonos del Estado Nacional
- BONAR:** Bono de la Nación Argentina en pesos.
- BONAR ARG \$ V:** Bono de la Nación Argentina en pesos. Vencimiento 2012.
- BONAR V:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011.
- BONAR VII:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013.
- BONAR X:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2017.
- BoJ:** Banco de Japón
- Bovespa:** Bolsa de Valores del Estado de San Pablo
- Bs. As.:** Buenos Aires
- CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires
- CAFCI:** Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión
- CBA:** Canasta Básica Alimentaria
- CCBCRA:** *Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina*
- Cta. Cte:** Cuenta corriente
- CDS:** *Credit Default Swaps* (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)
- Centro:** Región del Centro. Incluye las provincias Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos
- CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia
- CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos
- CIF:** *Cost of Insurance and Freight*
- CNV:** Comisión Nacional de Valores
- CO:** Carta Orgánica
- Copom:** Comité de Política Monetaria (Brasil)
- CPAU:** Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo
- CPI:** *Consumer Price Index* (Índice Precios al Consumidor EE.UU.)
- Cuyo:** Región del Cuyo. Incluye las provincias de Mendoza, San Juan, La Rioja y San Luis
- CyE:** Combustibles y energía
- DJVE:** Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior
- DLI:** Demanda Laboral Insatisfecha
- DPN:** Deuda Pública Nacional
- EDP:** Equipo durable de producción
- EE.UU.:** Estados Unidos
- EIA:** Administración de Información Energética
- EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales
- EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica
- EMBI+:** *Emerging Markets Bond Index*
- EMTA:** *Emerging Markets Trade Association*
- EMI:** Estimador Mensual Industrial
- EPH:** Encuesta Permanente de Hogares
- FCI:** Fondos Comunes de Inversión
- Fed:** Reserva Federal de EE.UU.
- Fed Funds:** Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.
- FF:** Fideicomisos Financieros
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- FOB:** *Free on Board* (Libre a bordo)
- F&E:** *Food and Energy*
- GBA:** Gran Buenos Aires. Incluye la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y los 24 partidos del Gran Buenos Aires
- ha:** Hectárea
- HICP:** Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria
- i.a.:** Interanual
- IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija
- ICC:** Índice del Costo de la Construcción
- ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
- IED:** Inversión Extranjera Directa
- IGBVL:** Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
- IGPA:** Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago
- INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos
- INSSpJyP:** Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados
- IPC:** Índice de Precios al Consumidor
- IPC GBA:** Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires
- IPC Interior:** Índice de Precios al Consumidor del Interior del país
- IPC Nacional:** Índice de Precios al Consumidor Nacional
- IPC Resto:** IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)
IPI: Índice de Precios Implícitos
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas
IRD: Inversión Real Directa
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción
ISM: *Institute for Supply Management*
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral
IVA: Impuesto al Valor Agregado
LATAM: Latinoamérica
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)
LME: *London Metal Exchange*
LTV: Loan to value
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$
M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
MBS: *Mortgage Backed Securities*
MEM: Mercado Eléctrico Mayorista
MERCOSUR: Mercado Común del Sur
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires
MEyP: Ministerio de Economía y Producción
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
MOI: Manufacturas de Origen Industrial
MOPRE: Módulos Previsionales
MRO: *Main Refinancing Operations* (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
MSCI: *Morgan Stanley Capital International*
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios
MW: MegaWatts
NAFTA: Tratado de Libre Comercio de América del Norte
NEA: Noreste Argentino. Incluye las provincias de Corrientes, Formosa, Chaco y Misiones
NOA: Noroeste Argentino. Incluye las provincias de Catamarca, Tucumán, Jujuy, Salta y Santiago del Estero
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
O/N: *Overnight*
p.b.: Puntos básicos
p.p.: Puntos porcentuales
PAD: Prestación Anticipada por Desempleo
PAM: Política Automotriz del Mercosur
Pampeana: Región Pampeana. Incluye las provincias de Buenos Aires y La Pampa
Patagónica: Región Patagónica. Incluye las provincias de Santa Cruz, Chubut, Río Negro, Neuquén y Tierra del Fuego
PCE: *Personal Consumption Expenditure* (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)
PEA: Población Económicamente Activa
PIB: Producto Interno Bruto
PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar
PM 2008: Programa Monetario 2008
PN 2008: Presupuesto Nacional 2008
PP: Productos primarios
Prom.: Promedio
Prom. móv.: Promedio móvil
PRONUREE: Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
Repo: Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
ROFEX: *Rosario Futures Exchange* (Mercado a término de Rosario)
RTA: Remuneración al Trabajo Asalariado
s.e.: Serie sin estacionalidad
s.o.: Serie original
S&P: *Standard and Poors* (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
SAFJP: Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones
SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
Selic: *Sistema Especial de Liquidação e de Custodia* (tasa de interés de referencia del BCB)
SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
SISCEN: Sistema Centralizado de requerimientos informativos
SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil
SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
TAF: *Term Auction Facility*
TCR: Tipo de cambio real
TI: Términos de Intercambio
Tn: Tonelada
TN: Tesoro Nacional
Trim.: Trimestral / Trimestre
UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
UE: Unión Europea
US\$: Dólares Americanos
USDA: *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de los EEUU)
UVP: Unidades Vinculadas al PIB
Var.: variación
VE: Valor efectivo
WTI: *West Texas Intermediate* (petróleo de referencia en Argentina)
XN: Exportaciones Netas

Índice de Gráficos y Tablas

Índice de Gráficos

1.	Crédito al Sector Privado.....	7
2.	Liquidez.....	8
3.	Reservas Internacionales y PIB	9
4.	Bancarización – Comparación Regional.....	10
I.1.	<i>Spreads</i> de Tasas Interbancarias y Riesgo Percibido entre Bancos.....	12
I.2.	Tasas de Interés de EE.UU.....	12
I.3.	PIB Real.....	12
I.4.	Índices Bursátiles.....	15
I.5.	Evolución de los <i>Spreads</i> de Riesgo Soberano.....	15
I.6.	Índices de <i>CDS (EM y high yield)</i>	16
I.7.	Volúmenes Operados Títulos Públicos de Economías Emergentes.....	16
I.8.	Monedas de Países Emergentes.....	16
I.9.	Índice de Precios de las Materias Primas.....	17
I.10.	Índices de Precios al Consumidor.....	17
I.11.	Índices de Precios al Consumidor sin Alimentos y Energía.....	18
I.12.	Principales Tasas de Interés de Referencias.....	18
I.13.	Integración de Capital.....	19
I.14.	Préstamos al Sector Privado / PIB.....	19
I.15.	Préstamos al Sector Privado.....	20
II.1	PIB.....	22
II.2.	Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial.....	22
II.3.	Movimiento de Capitales y Nivel de Actividad.....	22
II.4.	Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto.....	23
II.5.	Medios de Pago y PIB.....	23
II.6.	Mercado de Cambios.....	23
II.7	Reservas Internacionales y PIB.....	24
II.8.	Factores de Explicación del M2 en 2007.....	24
II.9.	Índices de Precios.....	24
II.10.	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	25
II.11.	Cuentas Fiscales del SPNF*.....	25
II.12.	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	26
II.13.	Composición del Gasto Primario del SPNF*.....	26
II.14.	PIB. Bienes y Servicios.....	27
II.15.	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	27
II.16.	Deuda de las Empresas.....	28
II.17.	Endeudamiento de Empresas Listadas.....	28
II.18.	Evolución Industria.....	28
II.19.	EMI. Evolución Sectorial.....	29
II.20.	Industria. Utilización de la Capacidad Instalada.....	29
II.21.	Deuda de la Industria.....	29
II.22.	Deuda del Sector Primario.....	30
II.23.	PIB Servicios.....	30
II.24.	Deuda del Sector Servicios.....	31
II.25.	Ventas Minoristas.....	31
II.26.	Evolución de la Construcción.....	31
II.27.	Construcción. Evolución por Bloque.....	32
II.28.	Masa Salarial y Consumo Privado.....	32
II.29.	Tasas de Actividad, Empleo y Desocupación.....	32
II.30.	Carga de la Deuda de las Familias.....	33

II.31.	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	33
III.1.	Rendimientos de Títulos Argentinos de Mayor Liquidez.....	36
III.2.	Curva de Rendimientos: Bonos Argentinos.....	36
III.3.	Valor Relativo de Bonos Argentinos.....	36
III.4.	<i>Credit Default Swaps</i> : Argentina (2007).....	37
III.5.	Composición de <i>Stock</i> de Lebac y Nobac en Circulación	37
III.6.	Licitaciones de Lebac y Nobac: Rendimientos.....	37
III.7.	Instrumentos BCRA: Mercado Secundario.....	38
III.8.	Volumen Operado Títulos Públicos BCRA.....	38
III.9.	Montos Negociados Títulos Públicos.....	39
III.10.	Emisión de Obligaciones Negociables.....	39
III.11.	Curvas de Rendimientos Obligaciones Negociables Emitidas por Bancos.....	40
III.12.	Emisión de Obligaciones Negociables.....	40
III.13.	Emisión de Obligaciones Negociables en Mercado Secundario (MAE).....	40
III.14.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	41
III.15.	Clasificación de Fideicomisos Financieros Emitidos por Activos Subyacente.....	41
III.16.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	41
III.17.	Evolución del Mercado Doméstico de Acciones.....	42
III.18.	Acciones de Bancos e Índice Bursátil Merval.....	42
III.19.	Capitalización Bursátil Empresas Locales.....	43
III.20.	Indicadores de Volatilidad y Tipo de Cambio Local.....	43
III.21.	Futuros del Dólar.....	44
IV.1.	Desarrollo de los Intermediarios Financieros Locales.....	46
IV.2.	Escala del Sistema Financiero.....	46
IV.3.	Evolución del Régimen de Capitalización Individual.....	47
IV.4.	Exposición de Cartera de los Inversores Institucionales.....	47
IV.5.	Evolución del Patrimonio de los FCI.....	48
IV.6.	Composición del Mercado Asegurador.....	48
IV.7.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	48
IV.8.	Exposición al Sector Público y Privado.....	49
IV.9.	Crédito al Sector Privado.....	50
IV.10.	Destino de las Financiaciones Hipotecarias a las Familias.....	50
IV.11.	Duración de los Préstamos al Sector Privado.....	51
IV.12.	Depósitos del Sector Privado.....	51
IV.13.	Endeudamiento con el BCRA – Esquema <i>Matching</i>	51
A.2.1.	Financiamiento a Empresas por Actividad.....	52
A.2.2.	Financiaciones a Empresas por Tramo de Saldo.....	52
A.2.3.	Financiamiento a Empresas por Línea.....	53
A.2.4.	Madurez de los Préstamos Otorgados a Empresas.....	53
IV.14.	Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos.....	54
IV.15.	Productividad.....	54
IV.16.	Nivel de Concentración del Sistema Financiero.....	54
A.3.1.	Crédito y PIB.....	55
A.3.2.	Bancarización – Comparación Regional.....	55
A.3.3.	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	56
A.3.4.	Grado de Bancarización en la Producción.....	56
V.1.	Depósitos del Sector Privado.....	58
V.2.	Cobertura al Riesgo de Liquidez.....	58
V.3.	Reservas de Liquidez Comparadas.....	58
V.4.	Liquidez en Pesos.....	59
V.5.	Liquidez en Dólares.....	59
V.6.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	60
V.7.	Tasas de Interés.....	60

V.8.	Exposición al Sector Público.....	61
V.9.	Exposición al Sector Público / Activos.....	61
V.10.	Financiaciones al Sector Privado no Financiero.....	62
V.11.	Irregularidad de la Cartera Privada.....	62
V.12.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	62
V.13.	Irregularidad de Empresas y Familias.....	63
V.14.	Financiaciones al Sector Privado por Período de Originación Estimado.....	63
V.15.	Exposición Patrimonial al Riesgo de Crédito del Sector Privado.....	64
V.16.	<i>Spread</i> por Intermediación Financiera - Empresas.....	64
V.17.	Irregularidad del Crédito a los Sectores Productivos.....	65
V.18.	Irregularidad por Tamaño de Financiamiento.....	65
V.19.	Irregularidad de las Líneas Crediticias a Empresas.....	65
V.20.	Financiaciones a Empresas por Período de Originación Estimado.....	66
V.21.	Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de las Empresas.....	66
V.22.	Irregularidad de Líneas Crediticias a Familias.....	66
V.23.	Préstamos Hipotecarios a Familias por Período de Originación Estimado.....	67
V.24.	Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias.....	67
V.25.	Irregularidad de las Financiaciones para Consumo a las Familias.....	68
V.26.	Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera.....	69
V.27.	Posición Abierta en Moneda Extranjera.....	69
V.28.	Resultados Por Grupos de Bancos.....	70
V.29.	Evolución de la Integración de Capital.....	70
V.30.	Plazo Residual de los Depósitos Totales.....	71
V.31.	Plazo Residual de las Financiaciones al Sector Privado.....	71
V.32.	Descalce Patrimonial de CER.....	71
V.33.	Volatilidad en los Mercados de Renta Fija y Variable.....	72
V.34.	Valor a Riesgo y Cobertura.....	72
VI.1.	ROA.....	74
VI.2.	Rentabilidad - Comparación Internacional.....	74
VI.3.	Volatilidad de los Principales Rubros del Estado de Resultados.....	75
VI.4.	Composición del Margen Financiero.....	75
VI.5.	Resultados por Intereses.....	75
VI.6.	Resultados por Servicios.....	76
VI.7.	Eficiencia del Sistema Financiero.....	76
VI.8.	Amortización de Amparos.....	78
VI.9.	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	78
VI.10.	Apalancamiento del Sistema Financiero.....	79
VI.11.	Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos.....	79
VI.12.	Integración de Capital.....	79

Índice de Tablas

II.1.	Programa Monetario 2008.....	25
II.2.	Emisiones de Bonos en 2006 y 2007.....	27
II.3.	Producción de Cereales y Oleaginosas.....	30
IV.1.	Situación Patrimonial.....	49
V.1.	Matriz de Transición Junio / Diciembre 2007.....	63
VI.1.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	74
VI.2.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados.....	77
VI.3.	Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco.....	77
VI.4.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos.....	78