



Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2009



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2009



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2009

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Marzo 2009

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 el **Boletín de Estabilidad Financiera (BEF)** presenta 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, 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** será el 30 de septiembre de 2009 a través de Internet.

Buenos Aires, 31 de marzo de 2009

Contenido

Pág. 7 | Visión Institucional

Pág. 11 | I. Entorno Internacional

Pág. 18 | Apartado 1 / Crisis Financiera y Financiamiento a Países Emergentes

Pág. 22 | Apartado 2 / Crisis y Cambios en el Sector Financiero de los Países Desarrollados

Pág. 24 | Apartado 3 / Respuesta de los Bancos Centrales de América Latina ante la Crisis Internacional

Pág. 27 | II. Entorno Local

Pág. 37 | III. Situación de Deudores

Pág. 47 | IV. Sector Financiero

Pág. 59 | V. Riesgos del Sistema Financiero

Pág. 62 | Apartado 4 / Jerarquización del Objetivo de Estabilidad Financiera y Consolidación de los Esquemas Macropрудenciales

Pág. 69 | Apartado 5 / Pruebas de Estrés de Riesgo de Crédito en el Sistema Financiero Argentino

Pág. 76 | Apartado 6 / Sistemas Financieros Desarrollados con Mayores Fortalezas Relativas: Canadá y España

Pág. 79 | VI. Sistema de Pagos

Pág. 83 | Anexo Estadístico

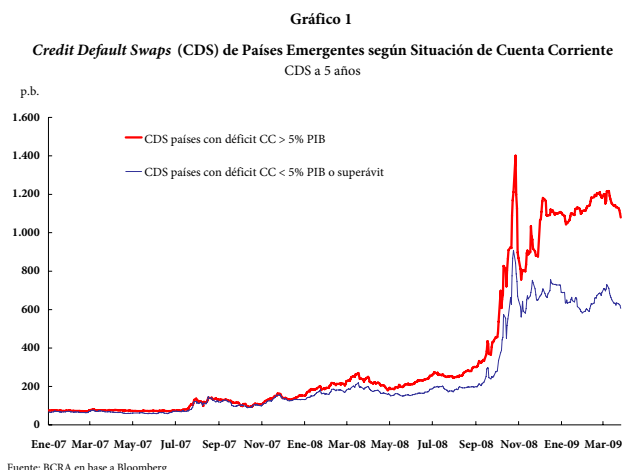
Pág. 87 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

Pág. 89 | Índice de Gráficos y Tablas

Visión Institucional

La estabilidad de los mercados financieros internacionales comenzó a estar severamente comprometida desde septiembre de 2008, cuando la incertidumbre alcanzó niveles críticos. La crisis de confianza se intensificó de cara a la proliferación de focos de riesgo y a medida que se fue evidenciando el deterioro generalizado en la actividad económica de las principales economías desarrolladas. Los Gobiernos respondieron implementando nuevas y diversas medidas de política económica (tanto monetaria como fiscal), intentando apuntalar la situación de los mercados, evitar una situación de racionamiento crediticio generalizado y sostener la actividad económica.

Los activos de las economías emergentes (que hasta mediados de 2008 habían presentando cierta fortaleza relativa) se vieron impactados por la búsqueda de refugio en activos más líquidos, el fuerte despalancamiento en términos globales y las crecientes necesidades de recursos para cubrir posiciones. Los fundamentos macroeconómicos de estos países comenzaron a sentir el efecto de la crisis, con una desaceleración en el nivel de actividad (ligada a la merma en la demanda externa y la caída en los precios de las *commodities*). Se sumó una retracción notoria en los flujos de capitales, que impactó en forma más marcada sobre economías con modelos de crecimiento financiados en forma externa (y agentes endeudados en monedas distintas a las cuales perciben sus ingresos). Frente a este escenario adverso, algunos bancos centrales de estas economías empezaron a desplegar medidas para proveer liquidez a los mercados y evitar modificaciones abruptas en los tipos de cambio. Las mismas fueron acompañadas por una flexibilización de las políticas monetarias y por medidas anti-cíclicas de carácter fiscal.



Ante este escenario, la economía argentina se encuentra mejor preparada que en el pasado para enfrentar episodios de crisis, dada la existencia de superávits fiscal y de cuenta corriente (durante siete años consecutivos) y la implementación por parte del BCRA de adecuadas políticas monetaria y financiera. Estas últimas se encuentran basadas en cuatro pilares: 1) una política monetaria consistente y prudente, que asegura el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, 2) políticas financieras anticíclicas con una activa acumulación y administración de reservas internacionales, 3) un régimen cambiario de flotación administrada y 4) políticas de regulación que impulsan la solidez del sistema financiero, acotando la exposición a riesgos.

No obstante estas fortalezas relativas, la severidad del contexto global se está reflejando en el deterioro de la actividad económica local, con parte de los sectores económicos comenzando a ajustar sus niveles de producción. Por primera vez luego de la sostenida expansión económica de los últimos años, en el cierre de 2008 se

registró una merma del PIB, mientras que los indicadores adelantados de la actividad evidencian señales de una mayor contracción futura. En este marco, el crecimiento de la intermediación financiera con las empresas y las familias registra cierta desaceleración.

En los últimos meses el BCRA tomó medidas adicionales para enfrentar el escenario financiero y económico más desfavorable. Con el objetivo de contribuir a la estabilidad monetaria y financiera, se pusieron en práctica distintos mecanismos que atacaron las expectativas de depreciación de la moneda, estabilizando la demanda de dinero, a la vez de proveer liquidez sistémica. En este sentido, la política de acumulación de reservas internacionales comenzó a proveer beneficios concretos y tangibles ante la crisis externa, brindando adecuados *buffers* al Banco Central para actuar en los mercados de divisas. De esta manera, el BCRA sigue contribuyendo a la provisión de dos bienes públicos centrales: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, demostrando su capacidad para mitigar episodios de *stress* como el de octubre pasado (caída de 4,8% en los depósitos en pesos del sector privado), normalizando rápidamente la evolución de las colocaciones.

Las entidades financieras locales continúan presentando elevados niveles de liquidez. Los activos líquidos de los bancos llegan a 28% de los depósitos, 40% al considerar las tenencias de Letras y Notas del BCRA, registrándose una suba generalizada en los últimos meses. Con el objetivo de asegurar una adecuada administración del riesgo de liquidez, el BCRA sigue convalidando una gradual disminución del *stock* de Letras y Notas en circulación, al tiempo de seguir efectuando operaciones de recompras en el mercado secundario. Esta estrategia complementa al desarrollo de las ventanillas de liquidez adicionales, las mayores facilidades en el mercado de pases y la readecuación de los requisitos de liquidez. Estos factores, sumados al rol de prestamista de última instancia del BCRA, consolidan una buena posición de la banca frente al riesgo de liquidez, situación que provee las condiciones necesarias para enfrentar desajustes transitorios en la demanda de dinero originados en las volatilidades de los mercados.

En un marco de mayor incertidumbre sobre las condiciones económicas prevalecientes, la capacidad de pago de las empresas comienza a estar bajo cierta presión. Los productores de bienes durables resultan los más afectados por la crisis, mientras que las empresas de servicios mantienen sus niveles de actividad aunque se prevé un menor crecimiento. En líneas generales, el sector corporativo evidencia decrecientes niveles de endeudamiento en moneda extranjera. La situación financiera de las familias sigue enfrentando crecientes desafíos. Los hogares continúan aumentando su endeudamiento, en un marco en el que se espera cierta desaceleración en el crecimiento de sus ingresos, lo cual podría reflejarse en una mayor carga de los servicios financieros.

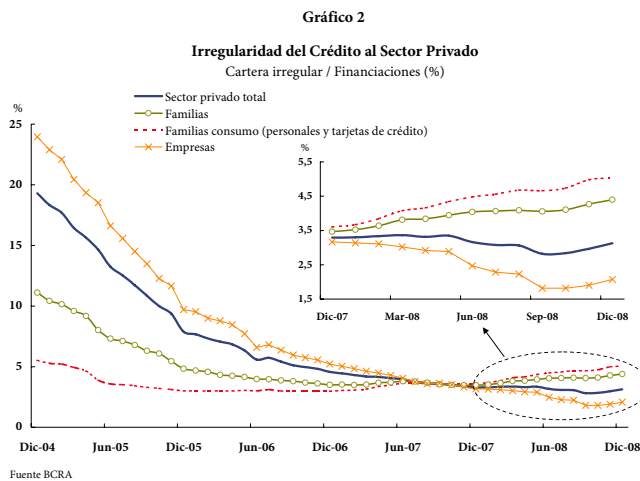


Tabla 1
Principales Indicadores del Sistema Financiero

	2001 Promedio	2004 Diciembre	2008 Diciembre
Liquidez			
.. Activos líquidos / Depósitos totales (%)	21	30	28
.. (Activos líquidos + Lebac y Nobac) / Depósitos totales (%)	21	40	40
Riesgos de crédito			
i. Sector Público			
.. Crédito / Activo total (%)	21	41	13
.. (Crédito - Depósitos) / Activo total (%)	17	26	-7
ii. Sector Privado			
.. Crédito / Activo total (%)	40	20	39
Riesgos de moneda extranjera			
.. (Activo - Pasivo monex) / PN (%)	62	56	30
.. Activo en moneda extranjera / Activo total (%)	70	24	20
Pasivos			
.. Depósitos totales / Pasivos totales (%)	60	62	77
.. Fondo con el exterior en US\$ (ON, OS y líneas) / Pasivos totales (%)	12	10	4
.. Asistencia por descuentos / Pasivo total (%)	2	11	1
Solvencia			
.. Irregularidad (%)	16	19	3
.. Previsiones / Cartera irregular (%)	66	104	132

Fuente: BCRA

En este contexto se evidencia cierta materialización del riesgo de crédito asumido por los bancos, patrón que seguiría observándose en los próximos meses. La irregularidad llega a poco más de 3% de las financiaciones al sector privado, luego de tocar un piso en septiembre pasado (2,8%). Esta tendencia es impulsada por las líneas para consumo de las familias, y de manera incipiente en los préstamos a empresas. Frente a esta situación, los bancos mantienen una cobertura con provisiones que superan a las financiaciones en situación irregular, permitiéndoles enfrentar mayores niveles de morosidad sin afectar significativamente su solvencia.

En los últimos años, la exposición de la banca al sector público se ha reducido marcadamente, en línea con los incentivos establecidos por el BCRA, sosteniendo las condiciones para un proceso de *crowding-in* del sector privado. En términos de la exposición al riesgo de crédito, cabe destacar el sostenimiento del superávit fiscal. El desempeño de las cuentas del Sector Público No Financiero (SPNF) está reflejando la respuesta local a la profundización de la crisis global, manteniendo suficientes fuentes de financiamiento para 2009.

La reducción del descalce de plazos enfrentado por el sistema financiero tiende a atemperar su exposición al riesgo de tasa de interés. Esta evolución se encuentra principalmente impulsada por la menor exposición al sector público, en un marco en el que la madurez del fondeo total se mantiene relativamente estable. Sigue achicándose el descalce de partidas ajustables por CER, generando una menor exposición al riesgo de tasa de interés real, evolución que fue especialmente impulsada por el canje de Préstamos Garantizados Nacionales (PGN) instrumentado por el Gobierno en 2009.

Como resultado de la política financiera implementada por el BCRA, el riesgo por descalce de moneda enfrentado por las entidades financieras se ha reducido significativamente en los últimos años. A fin de evitar descalces sistémicos perjudiciales, que afecten por medio de un mayor riesgo de crédito, el BCRA dispuso también que el crédito bancario en moneda extranjera sólo esté disponible para empresas que generen ingresos en divisas. El descalce de moneda en el balance del sistema permanece en mínimos históricos, al tiempo que se mantiene una baja probabilidad de evidenciar fluctuaciones en el tipo de cambio nominal peso-dólar que generen un impacto negativo en el patrimonio del sistema.

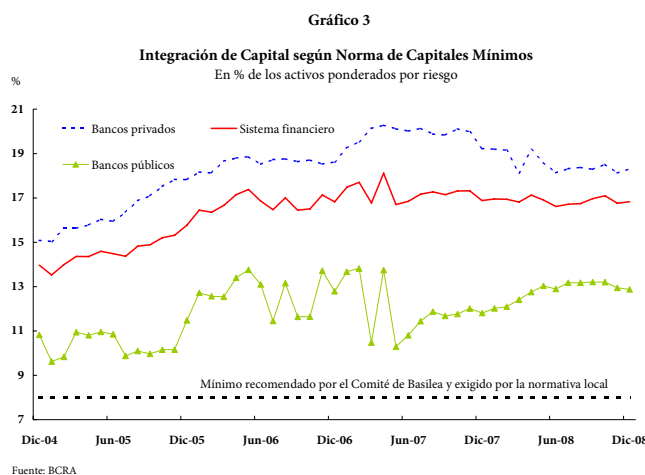
Por otra parte, el BCRA continúa implementando cambios normativos con el objetivo de ampliar el acceso a los servicios financieros. En este sentido, se adoptaron las siguientes medidas: i) se instrumentó una categoría especial para las financiaciones a microempresarios, otorgándole un tratamiento prudencial acorde a sus características; ii) se facilitó la generación de financiaciones a través de las instituciones de microcrédito (IM), incorporándose una categoría especial para los créditos bancarios otorgados a las mismas (actuando como “ban-

ca de segundo piso”) y exceptuándose a estas líneas de las normas de graduación del crédito; y iii) se incluyó dentro de las actividades bancarias complementarias la participación en instituciones de financiamiento a microemprendedores. El BCRA también redujo las exigencias de efectivo mínimo en moneda extranjera, estableció un esquema de licitaciones de opciones de acceso a pasivos en moneda extranjera, a la vez que amplió los destinos para aplicar los depósitos en divisas.

En la búsqueda de una mayor seguridad y eficiencia en las transacciones, el BCRA continúa generando un marco adecuado para el desarrollo del Sistema Nacional de Pagos. Al tiempo que se sigue impulsando la utilización de los medios electrónicos de pago, también crece la compensación de cheques, si bien se verifica un leve aumento de los rechazos. De cara a los próximos períodos, el objetivo es lograr una mayor estandarización de los documentos compensables para optimizar la verificación, lo que sumado a la implementación de la Compensación Federal Uniforme implica una importante reducción en los costos y riesgos operativos. Desde octubre de 2008 el BCRA y el Banco Central de Brasil mantienen operativo un sistema bilateral de pagos en monedas locales, siendo utilizado primordialmente por las PyMEs.

Cabe considerar que la moderación en la actividad bancaria no impide que el sistema financiero complete el cuarto año consecutivo con ganancias contables (principalmente impulsadas por las fuentes de ingresos más estables, los resultados por intereses y por servicios), aportando las mismas a la solidez del sector. La solvencia de la banca se mantendría en niveles adecuados aún si se ajustase el valor de la cartera de activos del sector público a los respectivos precios de realización (desapareciendo las ganancias de los últimos dos años), producto tanto de las capitalizaciones recibidas como de la recomposición de las fuentes tradicionales de ingresos y los acentuados riesgos enfrentados por los bancos.

La crisis internacional brinda un conjunto de lecciones que deben ser contempladas en la reconfiguración global tanto del modelo de negocios bancario como de su forma de regulación y supervisión de cara a los próximos años. En este marco, se está discutiendo la necesaria jerarquización del objetivo de Estabilidad Financiera a nivel global, de la mano de la implementación de un enfoque de monitoreo y regulación macroprudencial más amplio (ver Apartado 4). El BCRA ya ha comenzado a tomar este rol en los últimos años, implementando medidas que contribuyen a la resistencia del sistema financiero ante episodios de *stress*, al tiempo de incorporar mecanismos anticíclicos, factores que permiten proveer las condiciones necesarias para sostener el marco de estabilidad financiera.



I. Entorno Internacional

Síntesis

La crisis financiera internacional continúa profundizándose, esparciendo sus efectos no sólo sobre el conjunto de economías desarrolladas sino también sobre los países emergentes, que hasta mediados de 2008 evidenciaban una trayectoria diferenciada. Para 2009 se espera una contracción del PIB mundial, luego de verificarse más de cincuenta años consecutivos de crecimiento. Las principales economías desarrolladas ingresaron en recesión en 2008, existiendo señales de un mayor deterioro esperado para los próximos meses. Los canales de transmisión de las turbulencias mundiales sobre los emergentes se amplificaron, con una significativa caída en la demanda externa y en los precios de las materias primas, en un marco de salida de capitales. Este escenario está impulsando una fuerte desaceleración económica en los países emergentes.

El deterioro de los mercados financieros internacionales se agudizó en el cierre de 2008 ante la quiebra de Lehman Brothers, la mayor incertidumbre sobre las entidades financieras norteamericanas y europeas, y la aparición de nuevos focos de riesgo. Así, a fines de 2008 se evidenció un generalizado desarme de posiciones más riesgosas y búsqueda de refugio en activos de mayor calidad relativa. Los mercados de crédito siguen mostrándose débiles como reflejo de los menores niveles de actividad económica, la incertidumbre sobre la solvencia de los bancos y la aún poco clara efectividad de las medidas gubernamentales.

Como respuesta al avance y la profundidad inusitada de la crisis, las autoridades económicas de los países desarrollados debieron actuar más contundentemente. Los esfuerzos se verificaron en varios frentes, incluyendo la flexibilización de la política monetaria, garantías gubernamentales para los mercados interbancarios y la significativa capitalización de bancos con fondos públicos. Asimismo, comienza a expandirse la utilización de la política

fiscal para intentar revertir la crisis. Las autoridades económicas de EEUU cambiaron su enfoque, pasando de intervenciones caso-por-caso a una estrategia más amplia. A los canales de asistencia de liquidez se sumaron la intervención directa en los mercados ("credit easing" según la Fed), la recompra de instrumentos de largo plazo, el establecimiento de líneas de swap con otros Bancos Centrales, el soporte a instituciones y la implementación de un plan de estímulo fiscal. Dada la complejidad de los factores en juego, estas estrategias no lograron reducir las tensiones.

Las presiones inflacionarias globales se redujeron fuertemente ante la erosión de la actividad económica mundial y el significativo abaratamiento de las materias primas. La caída en las cotizaciones de las commodities agrícolas, sumada al contexto de alta aversión al riesgo, impactaron sobre la actividad de los países emergentes. Este contexto impulsó políticas monetarias más flexibles en estos países y la utilización, en ciertos casos, de la política fiscal como un instrumento anticíclico. Los mercados bursátiles de los emergentes y sus spreads de riesgo siguen reflejando la agudización de la crisis internacional, existiendo mayores presiones sobre las regiones más vulnerables en el contexto de falta de financiamiento externo.

Los sistemas financieros de América Latina enfrentan la crisis en una situación relativamente más sólida, manteniendo niveles de liquidez y solvencia por encima de otras regiones, registrándose en los últimos meses una gradual reducción en el crecimiento de su intermediación financiera. Las condiciones de fortaleza de estos sistemas financieros deberían permitirles reanudar el crecimiento del crédito una vez que existan indicios de reversión de la crisis internacional.

Gráfico I.1

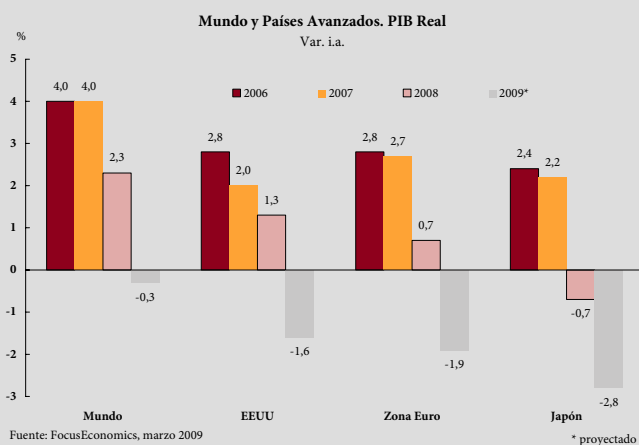
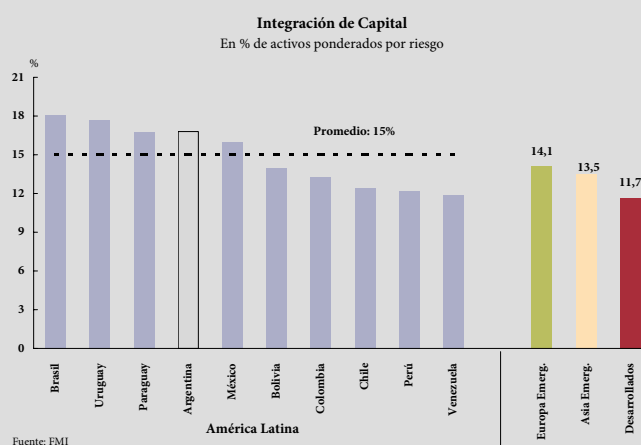


Gráfico I.2



I.1 Coyuntura internacional

El contexto internacional registró un fuerte deterioro durante los últimos meses del año pasado, profundizándose aún más desde inicios de 2009

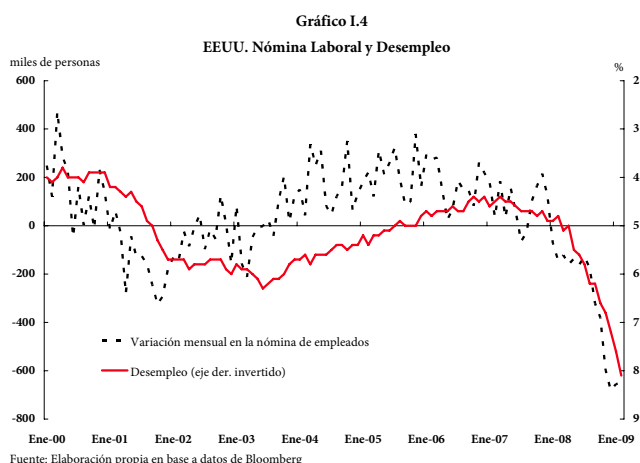
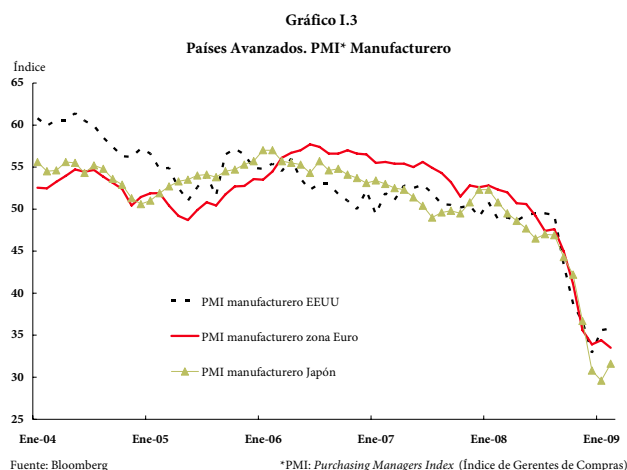
Luego de más de cincuenta años de crecimiento sostenido, la economía mundial enfrenta la peor crisis de las últimas décadas, esperándose una contracción del PIB en 2009 (ver Gráfico I.1). Los volúmenes del comercio internacional también están siendo severamente afectados por la caída de la actividad económica, proyectándose que se reduzcan a lo largo de 2009 (por primera vez en 25 años).

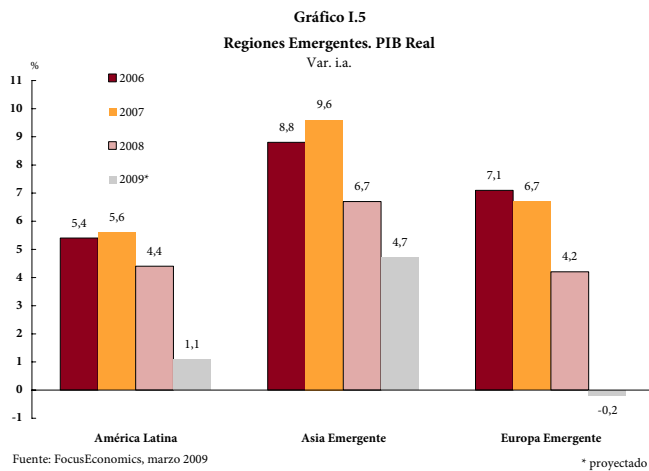
Las principales economías avanzadas ingresaron en recesión técnica en el tercer trimestre de 2008, mientras que en algunos países esto se dio recién a fines del año pasado. Los indicadores adelantados de actividad económica continúan deteriorándose en la primera parte de 2009, haciendo prever una mayor profundización del ciclo contractivo en los próximos meses (ver Gráfico I.3). El mercado de trabajo se redujo en las principales plazas económicas, llevando a las tasas de desempleo a niveles elevados (ver Gráfico I.4).

Las economías emergentes comenzaron a registrar una fuerte desaceleración. Los canales de transmisión de la crisis internacional se exacerbaban recientemente con las fuertes caídas en la demanda externa y en los precios de los productos primarios, y con la aceleración de la salida de capitales. De todas maneras se prevé que los países del sudeste asiático continúen expandiéndose (4,7%), mientras que el crecimiento sería más afectado en Europa emergente (caída esperada de 0,2%) y, en menor medida, en América Latina (crecimiento esperado de 1,1%) (ver Gráfico I.5).

La tensión en los mercados financieros pasó a ser crítica desde septiembre del año pasado. En 2009 los mercados financieros se mantienen deprimidos y con alta volatilidad

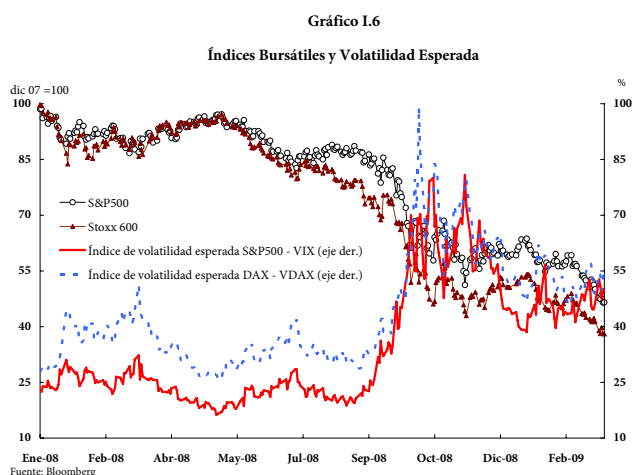
El deterioro que venían mostrando los mercados financieros internacionales se agudizó en forma acelerada desde fines del tercer trimestre de 2008 (ver Gráfico I.6). A partir de la bancarrota de Lehman Brothers (septiembre), la incertidumbre en torno a la situación de las entidades financieras en EEUU y en Europa alcanzó niveles críticos, de cara a la alta probabilidad de nuevas caídas y ante la proliferación de focos de riesgo, sobre todo en Norteamérica (agencias vinculadas al crédito hipotecario



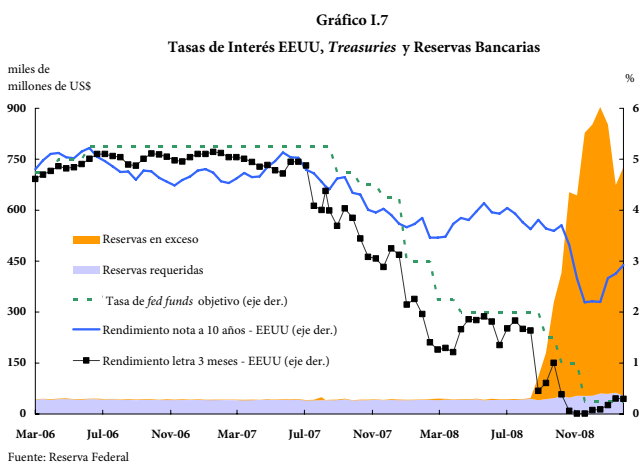


-GSE¹-, aseguradoras, automotrices, mercados de derivados OTC). La dinámica de los mercados, las expectativas y el desempeño económico entraron en una espiral fuertemente negativa, obligando a las autoridades a rever sus estrategias de intervención y asistencia.

Entre septiembre y noviembre se dio un pico de tensión sin precedentes, con un notorio y generalizado desarme de posiciones de riesgo (des-apalancamiento) y búsqueda de refugio en activos percibidos como de mayor calidad relativa. Luego de una leve recuperación, en los primeros meses de 2009 los mercados financieros vuelven a debilitarse marcadamente, reflejando la erosión del nivel de actividad, los temores en torno a la solvencia de los bancos y la incertidumbre con respecto a la efectividad de las medidas gubernamentales.



Los índices accionarios de EEUU perdieron casi 40% con respecto a los niveles previos al período pico de turbulencias (presionados por los papeles de entidades financieras), aunque en las últimas semanas de marzo se recuperaban, frente a señales económicas algo más positivas y alguna probabilidad de mejores perspectivas para el sector financiero. Las fuertes turbulencias también se reflejan en el índice VIX (volatilidad esperada del S&P 500), que tras mostrar picos entre octubre-noviembre (80%), se mantiene en niveles históricamente elevados. Se registró un considerable incremento en la demanda de *Treasuries*, con rendimientos que -para los plazos más cortos- pasaron a ser casi nulos (ver Gráfico I.7). Los retornos de los *Treasuries* comenzaron a ampliarse en 2009, en un entorno marcado por un déficit fiscal creciente y con licitaciones de instrumentos por montos récord.



Los picos de turbulencia en los mercados se evidenciaron en forma notable en las plazas interbancarias. A la desconfianza generalizada entre las entidades financieras (dada la incertidumbre sobre el nivel final de pérdidas y su distribución entre instituciones), se le sumó la demanda de liquidez con motivos precautorios frente al riesgo de materialización de pasivos contingentes. En este contexto se verificó una suba en las tasas LIBOR, con niveles de *spread* récord contra las tasas de interés con muy bajo riesgo de contraparte implícito (ver Gráfico I.8).

Dado el rol de *benchmark* de estas tasas de interés para los mercados de deuda y frente al riesgo de un escenario de racionamiento crediticio generalizado, las autoridades de los países desarrollados se vieron obligadas a responder con fuertes medidas. Esto permitió que los

¹ Government-Sponsored Enterprises (en particular, Fannie Mae y Freddie Mac).

Gráfico I.8
Spread de Tasas Interbancarias a Tres Meses

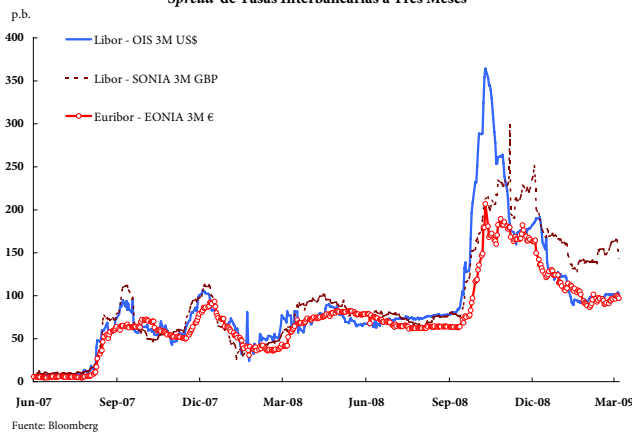


Gráfico I.9

Encuesta de la Reserva Federal Acerca de Estándares de Otorgamiento de Créditos - EEUU
Suma de % de bancos que ajustan "algo" o "mucho" los estándares respecto al trimestre anterior

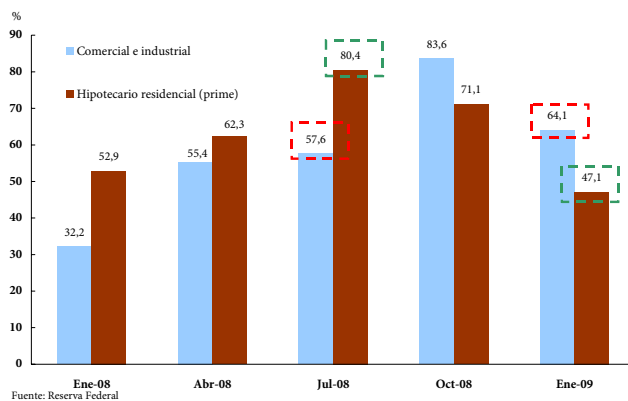
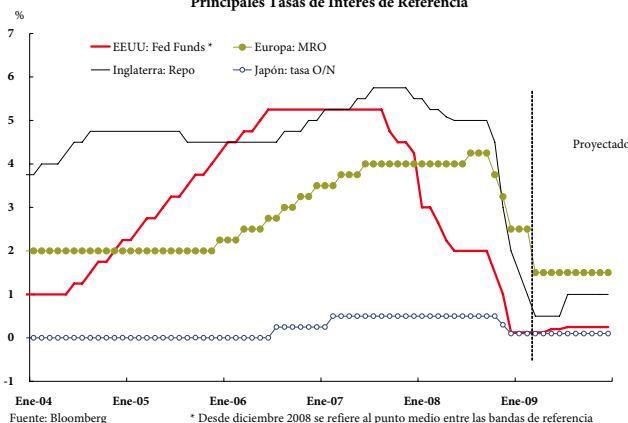


Gráfico I.10

Principales Tasas de Interés de Referencia



spreads se contraigan notoriamente en los primeros meses de 2009, aunque permanecen en niveles históricamente altos. Esta mejora observada en términos de *spreads* no implica la completa normalización del flujo de financiamiento en los mercados. Por su parte, entre los bancos de EEUU se observa una fuerte ampliación del exceso de reservas, con estándares de otorgamiento de crédito que resultan restrictivos (ver Gráfico I.9).

El escenario de fuertes turbulencias financieras obligó a las autoridades de los países desarrollados a implementar un amplio conjunto de medidas

Frente a la severidad de la crisis, las autoridades de los principales países debieron actuar con flexibilidad y contundencia. Parte importante de los esfuerzos se concentraron en la flexibilización de la política monetaria. Diversos bancos centrales redujeron sus tasas de interés de referencia² en sucesivas oportunidades, llevándolas en algunos casos a mínimos históricos y a su límite nominal (ver Gráfico I.10). Como resultado, el margen de acción de las autoridades monetarias se redujo. Las medidas asimismo incluyeron garantías generalizadas para los mercados interbancarios y la capitalización con fondos públicos de bancos en problemas.

En el caso de EEUU, hasta el derrumbe de los mercados por la bancarrota de Lehman Brothers el enfoque seguido había sido de tipo caso-por-caso, cambiando desde entonces a intervenciones de carácter más amplio. El accionar de la Reserva Federal se basó en cinco pilares: (1) la asistencia de liquidez (rebaja en el costo del dinero, ampliación de garantías, entre otras); (2) la intervención directa en los mercados de crédito (*credit easing* según la Fed); (3) la recompra de instrumentos de largo plazo³ (ver Gráfico I.11), (4) la provisión de dólares a otros bancos centrales por medio de líneas de *swaps*; y (5) el soporte a instituciones específicas⁴.

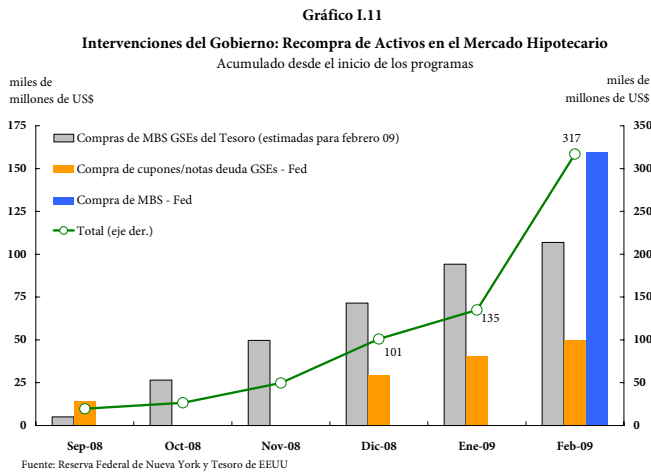
Dada la profundización de la crisis con efecto en el nivel de gasto agregado, la política fiscal se sumó como otro instrumento para impulsar la demanda. En EEUU el último plan de estímulo fiscal anunciado totaliza US\$787 miles de millones (5,4% del PIB), y se suma a medidas anteriores que incluyen, entre otras, la asistencia a empresas financieras y automotrices. Más aún, la instrumentación del TARP⁵ (originalmente diagramado para la recompra de activos "tóxicos" de los bancos) finalmente se transformó en un programa de inyecciones de

² Junto con la Reserva Federal, el BOE respondió de forma clara y agresiva al agravamiento de la crisis en términos de su política monetaria. El ECB y el BOJ tendieron a mostrar políticas monetarias más laxas, con un sesgo relativamente más conservador.

³ Activos vinculados a hipotecas y deuda de las GSE. Se incluyen *Treasuries* desde marzo.

⁴ Bear Stearns, AIG, Bank of America, Citigroup, etc, además de Fannie Mae y Freddie Mac.

⁵ *Troubled Assets Relief Program*.



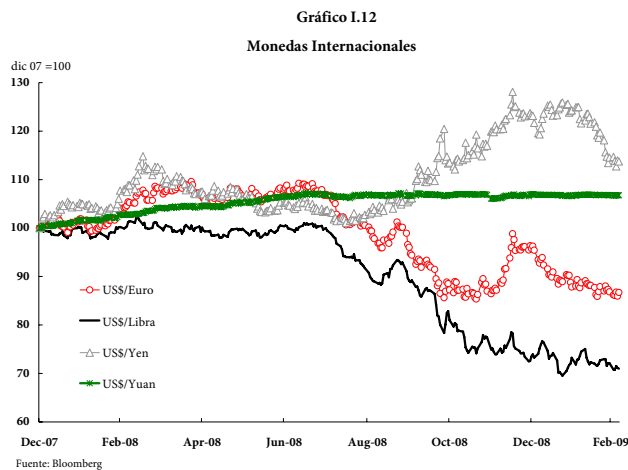
capital⁶. Bajo una nueva administración, en marzo el gobierno de EEUU detalló dos iniciativas de carácter amplio: una orientada a depurar los balances de las entidades financieras de los activos más riesgosos (a través de un mecanismo que implica el accionar conjunto del sector público y privado) y otra que busca la estabilización del mercado de hipotecas (mediante un plan sistémico que involucra a deudores y acreedores). Inglaterra, Japón y varios países de la zona Euro también implementaron diversas medidas fiscales.

Aunque la búsqueda de refugio en los *Treasuries* inicialmente favoreció a la cotización del dólar respecto al euro y la libra (ver Gráfico I.12), estas relaciones comenzaron a mostrar vaivenes en función de las diferentes políticas aplicadas en cada región. El yen tiende a apreciarse contra el dólar en forma sostenida en los últimos meses (en marzo se verifica cierta corrección), en un contexto de fuerte aversión al riesgo y desarme de posiciones de *carry trade*⁷.

Tras el fuerte abaratamiento de las materias primas de la segunda mitad de 2008, las cotizaciones se estabilizaron

Los precios de las materias primas están mostrando cierta estabilidad luego de la abrupta caída del segundo semestre de 2008 (que había sido precedida por un significativo aumento), en un contexto de debilitamiento de la economía mundial. La estabilidad en las cotizaciones se evidencia mayormente en los productos agropecuarios, mientras que el petróleo y los metales continúan verificando descensos. El Índice de Precios de las Materias Primas elaborado por el BCRA, que refleja la evolución de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas, presentó una recuperación a comienzos de 2009 luego de varios meses de descensos consecutivos (ver Gráfico I.13).

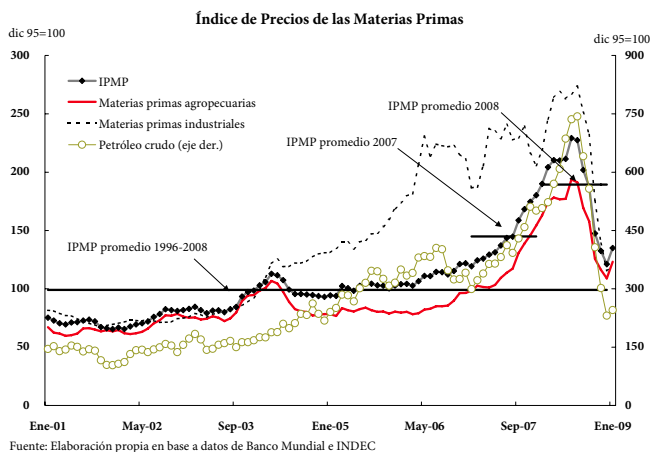
Se espera que la ralentización de la economía mundial continúe presionando a la baja los precios de ciertos productos primarios, principalmente el petróleo y los metales. En el caso de los precios agrícolas, factores estructurales como la demanda de alimentos y el desarrollo de los biocombustibles, junto con elementos coyunturales como los problemas climáticos, podrían continuar dando soporte a los precios. Tanto la crisis que afecta al comercio mundial como la volatilidad que prevalece en los mercados financieros, continuarían limitando un fuerte rebote de los precios agrícolas.



⁶ El Tesoro y la Reserva Federal también enfocaron sus esfuerzos en aliviar la situación de sectores específicos, a través de programas como el TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) y el CPEF (*Commercial Paper Funding Facility*).

⁷ Estrategia que, en su variante más conocida, se basa en financiarse a tasas de interés bajas en una moneda determinada (por ejemplo, el yen japonés) para invertir en activos de alto rendimiento denominados en otra moneda.

Gráfico I.13



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial e INDEC

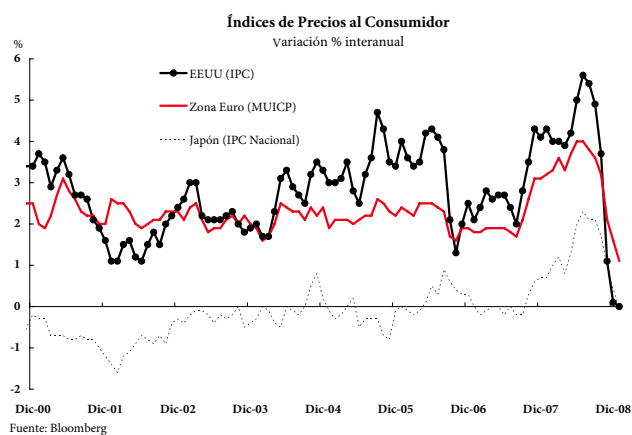
Las presiones inflacionarias mundiales se redujeron notablemente en los últimos meses, respondiendo a la caída en los precios de las materias primas y a la fuerte ralentización de la actividad económica global

Después de un prolongado período de preocupación internacional por el alza de los precios minoristas, en los últimos meses se verificaron marcadas reducciones en las tasas de inflación como resultado, entre otros factores, de la baja en los precios de las *commodities* y la fuerte desaceleración económica mundial. En Japón y en EEUU la inflación llegó a niveles cercanos a cero a fines de 2008 (ver Gráfico I.14), mientras que en Europa se ubicó dentro de la meta del ECB luego de los máximos históricos alcanzados a mediados de 2008. Los primeros meses de 2009 mostraron variaciones negativas en los precios de algunas economías avanzadas, esperándose que la inflación continúe desacelerándose con ciertos riesgos de procesos deflacionarios. También se está registrando una merma en las tasas de aumento de los precios en los emergentes, aunque factores estructurales propios de estas economías hacen más lento el ajuste. Se espera que la inflación siga siendo positiva en el resto de 2009, presentando niveles más moderados.

Los activos de los países emergentes se ven fuertemente afectados por la crisis

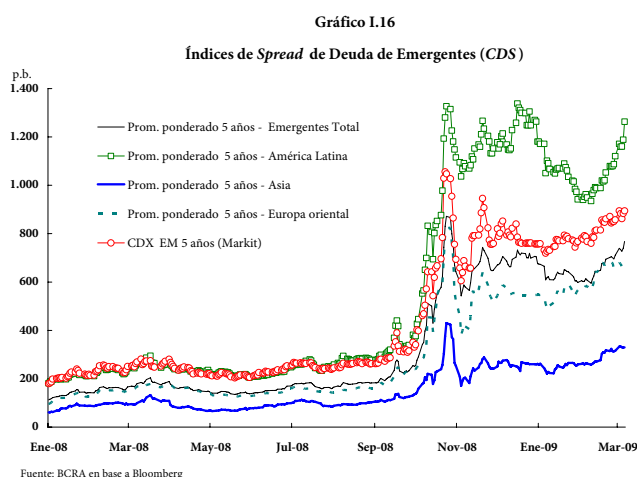
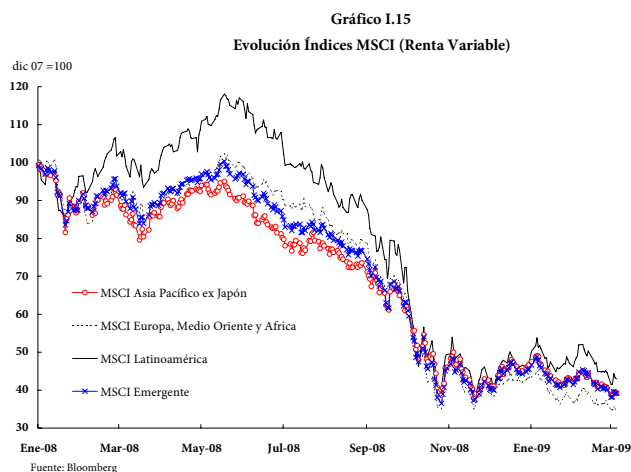
La agudización de la crisis se está reflejando en forma marcada en las cotizaciones de los activos de las economías emergentes, que hasta la primer mitad de 2008 venían mostrando un comportamiento relativamente sólido. En un marco de fuerte incertidumbre y extrema aversión al riesgo, los inversores tendieron a desarmar posiciones en forma masiva, situación que se agravó por la contracción de los precios de las materias primas y la revisión de las expectativas de crecimiento de estas economías. Así, los activos emergentes comenzaron a acompañar el patrón de erosión en los mercados globales, con *sell-offs* generalizados en términos de instrumentos (evidenciándose en las monedas) y regiones (especialmente las más vulnerables a un contexto de ausencia de financiamiento externo, como EMEA⁸).

Gráfico I.14



Fuente: Bloomberg

⁸ Sigla en inglés que designa a las economías emergentes de Europa, Medio Oriente y África.



por riesgo también se evidencia en los fondos especializados en acciones de economías emergentes, que pasaron a mostrar salidas de magnitud en los últimos meses⁹, luego de varios años de crecimiento sostenido.

Los *spreads* de los mercados de renta fija se vienen ampliando fuertemente (ver Gráfico I.16). Este deterioro se reflejó en el índice EMBI+¹⁰, mientras que en el caso de los contratos de *credit default swaps*¹¹ (CDS) los precios de cobertura prácticamente se triplicaron (índice CDX EM a cinco años¹²). Los precios de estos contratos reflejan el mayor deterioro relativo de los países más vulnerables (ver Gráfico I.17) ante una escasez de financiamiento externo¹³ (ver Apartado 1).

El valor de las monedas de los países emergentes es una de las principales variables de ajuste desde mediados de 2008. Desde julio el promedio de las monedas emergentes acumula una depreciación de 30% contra el dólar (ver Gráfico I.18). EMEA se destaca por presentar un deterioro mayor (40%) a la media, en oposición a los países de Asia Emergente (cerca de 15% de depreciación¹⁴). Las autoridades monetarias de varios países emergentes intervinieron en los mercados de divisas ante el debilitamiento de sus monedas, inyectando liquidez y asistiendo a deudores en moneda extranjera.

Al igual que los países industrializados, las economías emergentes también vienen aplicando medidas en el plano fiscal. Tal es el caso de Brasil que redujo los impuestos al consumo y aumentó el gasto en planes sociales, o de Chile que dispuso el otorgamiento de beneficios sociales, subsidios a las PyMEs e incremento en inversión en infraestructura¹⁵. México, uno de los países latinoamericanos más afectados, también aplicó varias políticas fiscales en los planos sectorial, social y comercial. China focalizó su política fiscal en un mayor gasto en infraestructura y en el sostenimiento del sector rural.

⁹ Según datos compilados por *Emerging Portfolio Fund Research*. Para fondos especializados en países específicos de gran porte, en enero comenzaron a registrarse nuevamente flujos positivos.

¹⁰ Hasta superar los 850 p.b. a fines de octubre.

¹¹ Los *credit default swaps* (CDS) son contratos en cuyo marco una contraparte realiza desembolsos periódicos (*spread*) a otra contraparte durante un período de tiempo especificado a cambio de un pago contingente. Este último pago sólo tendrá lugar si, durante la vigencia del contrato, se verifica un evento crediticio predeterminado

¹² Índice elaborado por Markit.

¹³ Mientras los países con déficit en cuenta corriente mayor al 5% del PIB (grupo con fuerte presencia de economías de EMEA) mostraron una ampliación de *spreads* de 300 p.b. a 1.200 p.b. entre fines de agosto de 2008 y fines de febrero de 2009, para aquellos países con superávit o con déficit más acotado los *spreads* pasaron de 200 p.b. a 700 p.b.

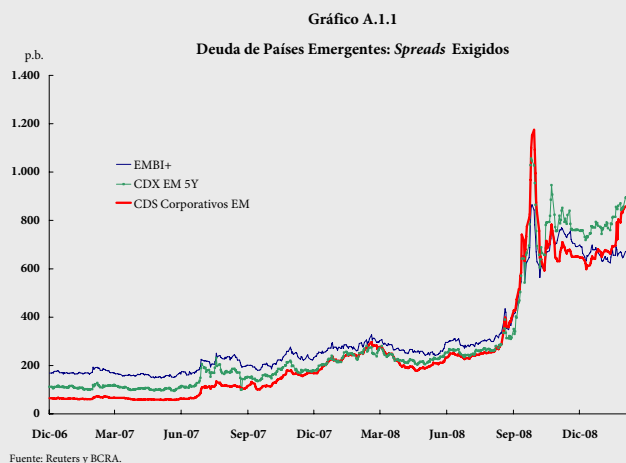
¹⁴ Deben tenerse en cuenta particularidades en términos de regímenes cambiarios y restricción a la movilidad de los capitales.

¹⁵ Para un mayor detalle, ver Apartado 2 del Informe de Inflación del BCRA – Primer trimestre de 2009.

Apartado 1 / Crisis Financiera y Financiamiento a Países Emergentes

Los mercados emergentes están siendo afectados por la alta aversión al riesgo, el cambio brusco en los flujos de capitales y en el costo de financiamiento. Aunque el deterioro es generalizado, el impacto termina siendo mayor sobre países con modelos de alto crecimiento financiado en forma externa (un caso que se evidencia en varias economías de Europa Central y del Este). Ante esta situación, se fortalece el potencial de acción de los organismos internacionales de crédito

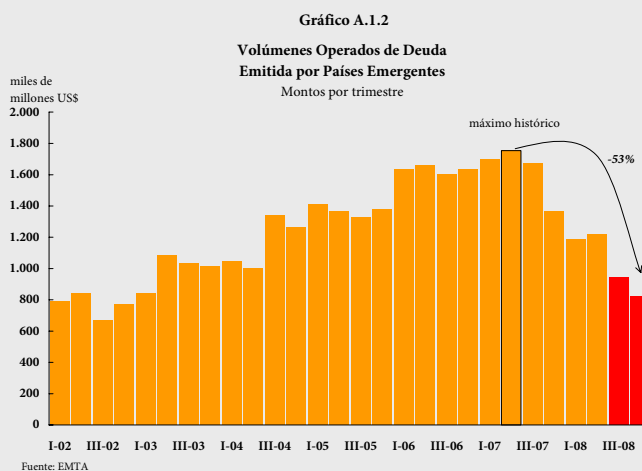
Los países emergentes están mejor preparados que en el pasado para enfrentar un contexto adverso, aunque el empeoramiento del escenario de crisis internacional comenzó a afectarlos. El efecto asociado a factores reales (caída en el comercio internacional, menores precios de materias primas, ajuste en las expectativas de crecimiento) se potencia por la influencia negativa de factores financieros. Con mayor aversión al riesgo y desarme generalizado de posiciones en activos considerados menos seguros en términos relativos, se evidencian severas contracciones en los flujos de capitales hacia países emergentes (lo que debilita sus monedas) y condiciones más restrictivas para endeudarse en el exterior.



Los flujos (netos) de capitales privados hacia países emergentes prácticamente se recortaron a la mitad entre 2007 y 2008. Se espera que en 2009 se verifique otra fuerte caída, principalmente explicada por el financiamiento bancario. Los países de Europa Emergente explican buena parte de la merma pronosticada para este año.

Aunque el riesgo percibido se incrementó en forma generalizada entre los países emergentes, la situación no es homogénea. Si bien el impacto de la mayor aversión al

riesgo y el desarme de posiciones se reflejaron incluso en países *benchmark* que hasta el momento venían mostrando una *performance* sólida (como Brasil), el contexto crítico dejó en evidencia la mayor vulnerabilidad de economías con fuerte dependencia del financiamiento externo. Esto es particularmente notable en Europa Central y Oriental (integrante del bloque EMEA). En esta región predominan los casos de países con fuertes déficit de cuenta corriente, asociados a modelos de rápido crecimiento financiado con endeudamiento externo. En general se trata de países en los que el sector privado venía tomado financiamiento de bancos occidentales, con alta proporción de crédito en moneda extranjera otorgado a agentes con ingresos en moneda local. De cara a un escenario más adverso, la existencia de este tipo de descalces se traduce en fuertes presiones sobre el sector corporativo (lo que, a su vez, compromete a los hacedores de política de estas economías).



La disponibilidad de financiamiento en los mercados internacionales de deuda se volvió mucho más restringida. Durante la segunda mitad de 2008 las colocaciones cayeron dramáticamente¹⁶. De hecho, en el último trimestre del año el mercado prácticamente se cerró.

El costo de fondeo y la liquidez observada evidenciaron el empeoramiento del contexto. El primero de estos factores está asociado a un fuerte y generalizado aumento en las primas por riesgo demandadas en el mercado (con efecto directo sobre el *pricing* de las nuevas colocaciones). Para el caso de la deuda soberana, esto se refleja claramente en índices como el EMBI+ o el CDX.EM 5Y (ver Gráfico

¹⁶ Los préstamos sindicados también cayeron en forma significativa.

A.1.1). Desde fines de agosto las primas demandadas para los activos soberanos emergentes llegaron a triplicarse, mientras que para los corporativos se observó un deterioro incluso más fuerte¹⁷. El menor apetito por deuda emergente también se evidenció en la liquidez de los mercados secundarios. En la segunda mitad de 2008 los volúmenes operados de instrumentos emergentes (*euro-bonos* y deuda de carácter local) cayeron un 40% con respecto a igual período del año anterior¹⁸, mientras que hacia el último trimestre de 2008 los montos operados eran menos de la mitad del máximo registrado en el segundo trimestre de 2007 (ver Gráfico A.1.2).

Tabla A.1.1
Emergentes: Emisiones Soberanas en Mercados Internacionales
Cuarto trimestre de 2008 en adelante

Fecha emisión	Vencimiento	País	Moneda	Monto emitido (millones de la moneda original)
23-Dic-08	19-Mar-19	México	Dólar	2.000
13-Ene-09	15-Ene-19	Brasil	Dólar	1.000
13-Ene-09	18-Mar-19	Colombia	Dólar	1.000
14-Ene-09	17-Jun-19	Filipinas	Dólar	1.500
14-Ene-09	14-Jul-17	Turquía	Dólar	1.000
02-Feb-09	03-Feb-14	Polonia	Euro	1.000
05-Feb-09	05-Feb-12	Eslovenia	Euro	1.000
17-Feb-09	17-Feb-14	México	Dólar	1.500
Total			Dólar	10.563

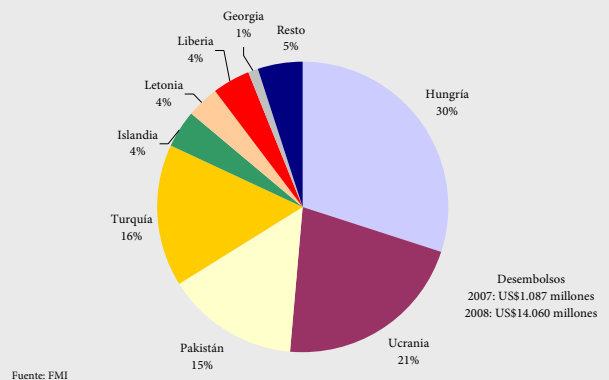
Fuente: Bloomberg

Desde fines de diciembre distintos países trataron de aprovechar ventanas de oportunidad¹⁹ para salir al mercado (ver Tabla A.1.1). A pesar del incremento en su costo, el nuevo fondeo facilitaría el financiamiento de políticas fiscales expansivas y la asistencia a empresas con problemas de *roll-over* para su endeudamiento externo. Hacia fines de febrero se observaba una situación más comprometida: la emisión de México a 5 años evidenció una demanda menor a la esperada, debiendo abandonar el plan inicial de emitir deuda a más de 20 años.

Las limitaciones observadas para financiarse a través de los mercados internacionales configuran un marco adecuado para redefinir el rol de las instituciones multilaterales de crédito²⁰, luego de varios años de merma sosteni-

da en los flujos oficiales netos a países emergentes (en un contexto de crecientes flujos privados hacia estas regiones, fenómeno que fue acompañado por una importante acumulación de reservas internacionales). De hecho, el FMI y el Banco Mundial se han mostrado más activos desde que se desató la crisis internacional, con lanzamiento de nuevas facilidades²¹ e implementación de programas de financiamiento.

Gráfico A.1.3
Desembolsos del FMI - 2008



En 2008 el FMI pasó a mostrar un incremento en el saldo de financiaciones otorgadas por primera vez en varios años, con los países de EMEA concentrando la mayor parte de los desembolsos realizados (ver Gráfico A.1.3). En función de estas asistencias, a las que se le suman créditos bilaterales²², Europa Emergente es la región que mayor incremento registró en los flujos de fondos de organismos oficiales en 2008, al tiempo que se espera que los mismos sigan creciendo en 2009.

¹⁷ Teniendo en cuenta, para los CDS, el promedio de los precios de los contratos *benchmark* (aquellos considerados en índices de Markit).

¹⁸ Según la encuesta de EMTA (*Emerging Markets Traders Association*), que incluye a 50 firmas que operan con deuda de emergentes (bancos, firmas de *asset management* y *hedge funds*). Abarca tanto deuda soberana como corporativa.

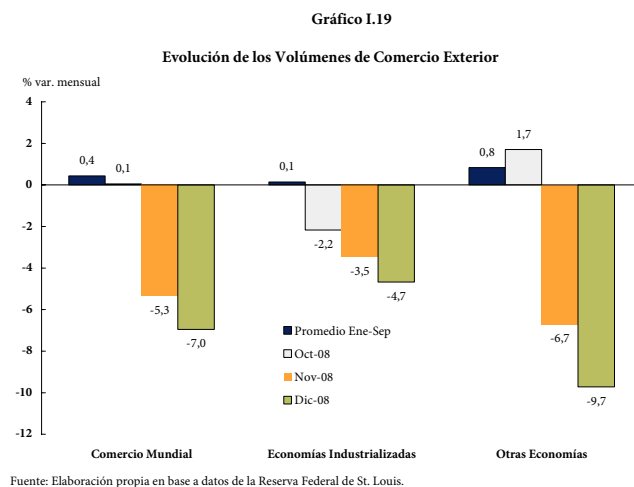
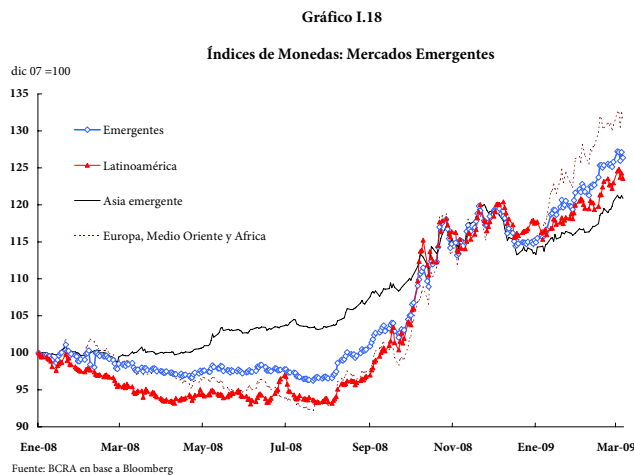
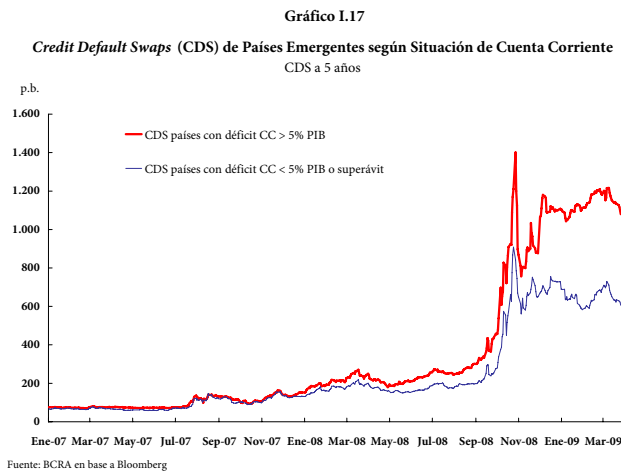
¹⁹ En un contexto de rebote en los precios de la deuda emergente.

²⁰ En la actualidad existen propuestas para que se amplíe la capacidad de financiamiento del FMI (está en discusión la posibilidad de dupli-

car o hasta triplicar las cuotas que aportan los países miembros). También se está debatiendo la posibilidad de modificar las condiciones de acceso a nuevo financiamiento del Fondo por parte de los países emergentes.

²¹ Como las facilidades de corto plazo del FMI, que todavía no han sido utilizadas.

²² Por ejemplo, de la Unión Europea.



El panorama se mantiene negativo y con fuertes riesgos a la baja. La normalización de los mercados en las plazas desarrolladas será lenta y progresiva

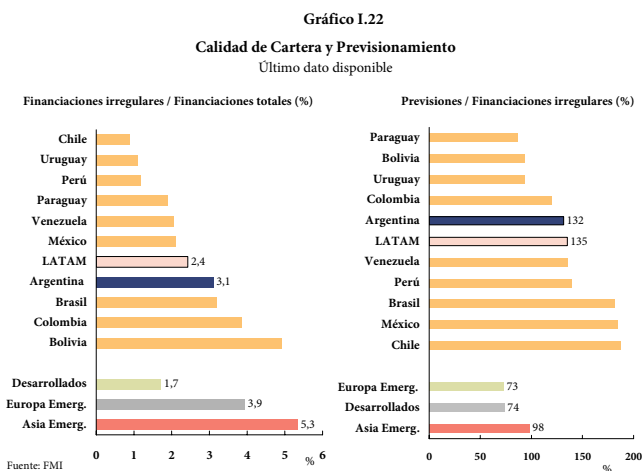
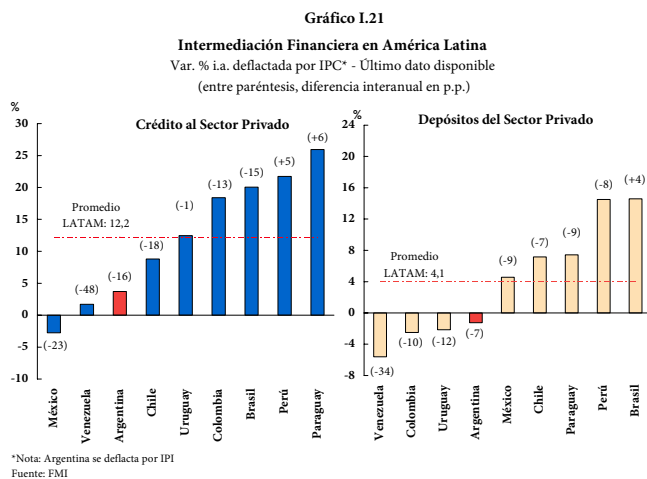
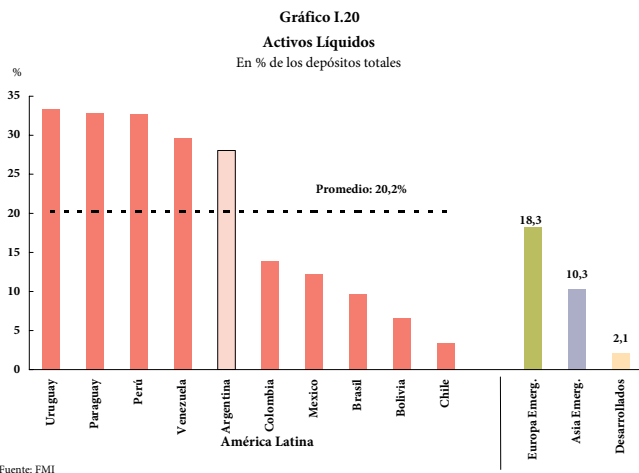
Actualmente se está observando un nuevo deterioro en los mercados financieros, aunque sin alcanzar aún los picos de turbulencia observados durante la segunda mitad de 2008. Se mantienen considerables riesgos a la baja para las cotizaciones de la mayor parte de los activos financieros, no quedando en claro que tan larga y profunda va a ser la crisis. Existen temas fundamentales aún por definir para que se restablezca la confianza en los mercados, incluyendo: la estabilización del sector viviendas en EEUU, la reestructuración de las deudas vinculadas a ese sector, la dinámica del proceso de des-apalancamiento y, en función de los factores precedentes, en que situación queda el sector financiero de las economías desarrolladas (ver Apartado 2). Los avances se darán necesariamente en forma paulatina, esperándose que los mercados financieros sigan bajo presión, con altos niveles de volatilidad y predominio de la cautela entre los inversores.

Durante los próximos meses, muchos países podrían verse tentados a aplicar políticas proteccionistas a fin de promover la producción local y reducir el déficit externo, intentando evitar que los efectos positivos de las políticas aplicadas se desvíen hacia el exterior. Este proteccionismo podrá llevar aún a una mayor contracción en el comercio mundial (ver Gráfico I.19). Así, los riesgos de proteccionismo y el hecho que las medidas adoptadas individualmente por los gobiernos podrían no ser suficientes, hacen necesaria la acción coordinada de los estados, buscando potenciar el impacto de las políticas y reducir sus costos.

I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

La intermediación financiera con el sector privado crece a un ritmo más moderado

A diferencia de lo observado en episodios anteriores de crisis, los sistemas financieros de América Latina enfrentan las turbulencias internacionales en una situación relativamente más sólida, manteniendo niveles de liquidez y solvencia por encima de los observados en otras regiones (ver Gráficos I.2 y I.20). Esta robustez recoge los efectos del buen desempeño macroeconómico de los últimos años y las medidas adoptadas por la mayoría de las economías de la región en la última década, entre las que se destacan: recapitalización de bancos, fortalecimiento de la regulación prudencial, mejoras en la supervisión, mayor transparencia y, por sobre todas las cosas, mayores estándares de liquidez precautoria.



Si bien los sistemas financieros latinoamericanos mantienen una exposición directa casi nula a los activos *subprime*, la extensión temporal y la profundidad de la crisis está gradualmente afectando a los mercados de la región. Por un lado, el escenario internacional impacta negativamente sobre la evolución de las remesas que habitualmente recibe la región, afectando el fondeo de algunos de los sistemas financieros. La reducción, y en algunos casos la reversión, en el crédito otorgado por las filiales de bancos internacionales también impone desafíos. El *flight to quality* impulsado por la aversión al riesgo emergente también impacta sobre los sistemas financieros latinoamericanos, dificultando las condiciones para la obtención de fondeo de mayor plazo.

Como resultado del escenario internacional más turbulento, la intermediación financiera con el sector privado está siendo paulatinamente afectada. Los créditos y los depósitos del sector privado continúan mostrando tasas de crecimiento positivas en la mayoría de los países de la región, con ritmos más moderados a los observados en los últimos años (ver Gráfico I.21). La evolución de las financiaciones al sector privado se está dando en un marco de riesgo de crédito que sigue siendo acotado, con niveles de irregularidad reducidos tanto desde una perspectiva histórica como respecto a otras regiones emergentes (ver Gráfico I.22). Las previsiones superan a las financiaciones irregulares en la mayoría de las economías latinoamericanas, situación que, combinada con los altos niveles de capitalización, constituyen señales de la buena posición patrimonial de los sistemas financieros de la región.

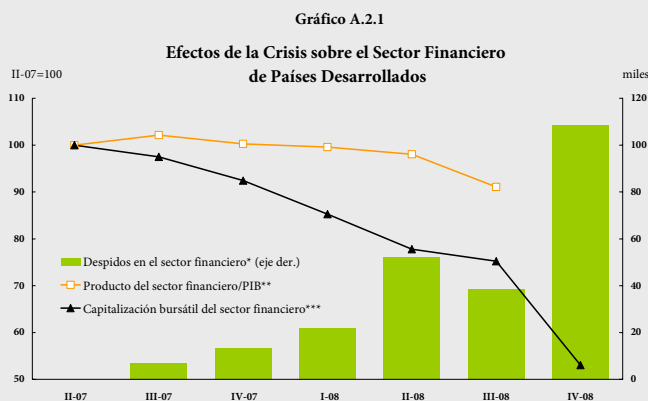
A los efectos de asegurar las condiciones de estabilidad financiera, los Bancos Centrales de la región vienen impulsando un conjunto de medidas que buscan minimizar el impacto local de la crisis global, entre las que se destacan alternativas adicionales de liquidez y políticas monetarias más laxas (ver Apartado 3).

En un marco de menor crecimiento esperado para el resto de 2009, los sistemas financieros latinoamericanos mantendrían su robustez, conservando adecuados niveles de liquidez y solvencia. En general se prevé que el contexto de crisis internacional incrementa los riesgos enfrentados por los bancos de la región. Una caída en el nivel de actividad económica se podría plasmar en una menor capacidad de pago de las empresas y de las familias y, consecuentemente, en un incremento en el riesgo de crédito asumido por los bancos, repercutiendo en cierta medida en la solvencia de los sistemas financieros.

Apartado 2 / Crisis y Cambios en el Sector Financiero de los Países Desarrollados

La crisis actual está afectando rápida y profundamente tanto al tamaño como a la composición del sector financiero en los países desarrollados. Se trata de un proceso aún en marcha, con fuerte incertidumbre en el corto y mediano plazo. De esta forma, aunque ya se identifican tendencias generales (re-intermediación y revitalización del rol de la banca universal, avance en el proceso de consolidación) todavía es demasiado pronto para determinar como será el escenario post-crisis

Desde fines de la década del setenta se viene dando un sostenido proceso de consolidación²³ en el sector financiero de los países desarrollados, en respuesta a la globalización, el cambio tecnológico, la desregulación, el entorno más competitivo, los episodios de crisis, entre otros factores. La situación de crisis actual acentuaría esta tendencia de consolidación: desde 2008 se están observando profundos cambios en el tamaño y en la composición del sector financiero, particularmente en EEUU y en Europa, fenómeno vinculado con la fuerte destrucción de valor asociada a la crisis, al freno que la misma implica sobre la des-intermediación que se venía observando y a las formas en las que se fueron enfrentando los problemas de las entidades financieras (con rol cambiante del sector privado y del público).



(*) América y Europa
(**) EEUU, Reino Unido, Canadá, Italia, Francia y Alemania. Datos no disponibles para IV-08
(***) G7
Fuente: Cuentas Nacionales de los países seleccionados, FMI y Bloomberg

A diferencia de lo ocurrido en años anteriores, a partir de 2008 el tamaño del sector financiero (incluyendo bancos y mercados) comenzó a contraerse fuertemente. Este fenómeno se ve reflejado en la participación del sector sobre el PIB, el valor de mercado del agregado de las

²³ Menor cantidad de entidades financieras en el mercado como resultado de fusiones y adquisiciones.

empresas financieras y la cantidad de puestos de trabajo implicados en su operatoria (ver Gráfico A.2.1). Aunque una vez alcanzado un piso probablemente se observe cierta corrección al alza, difícilmente el sector financiero post-crisis muestre un tamaño comparable al observado en los últimos años.

Además, la actual inestabilidad de los mercados implica cierto fracaso del modelo con fuerte protagonismo de los mercados que tuvo su auge en esta década. A futuro es de esperar, entonces, un fortalecimiento de la intermediación tradicional. A su vez, el panorama del sector financiero en términos de cantidad y tipo de entidades se verá afectado por la propia dinámica de la crisis, con desaparición de instituciones de gran porte, intensos procesos de reestructuraciones²⁴, fusiones y adquisiciones, cambios en los modelos de negocios²⁵ y mayor participación del sector público (a través de inyecciones de capital o directamente por medio de la nacionalización transitoria de entidades).

Tabla A.2.1
Principales Fusiones y Adquisiciones de Bancos Desde el Inicio de la Crisis

Anuncio	Target	Oferente	Monto Anunciado mill. us\$	Intervención del Estado en la transacción
Sep-08	Merrill Lynch	Bank of America	44.300	No
Oct-08	RBS	HM Treasury	25.500	Si
Sep-08	HBOS	Lloyds TSB	16.000	Si
Oct-08	Wachovia	Wells Fargo	15.100	No
Oct-08	HBOS	HM Treasury	14.500	Si
Ago-08	Dresdner	Commerzbank	14.400	Si
Sep-08	Morgan Stanley	Mitsubishi UFJ	9.000	No
Oct-08	National City	PNC	4.500	Si
Ene-08	Countrywide	Bank of America	4.100	No
Sep-08	Washington Mutual ¹	JPMorgan	1.900	Si
Sep-08	Lehman Brothers ²	Barclays	1.800	No
Mar-08	Bear Stearns	JPMorgan	1.700	Si

(1) Operaciones bancarias
(2) Unidad de Negocios de Norteamérica y otros activos
Fuente: Reuters

Las principales transacciones de fusiones y adquisiciones (M&A) evidenciadas desde que se desató la crisis ya superan los US\$150.000 millones²⁶ (ver Tabla A.2.1), destacándose la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America. Estos cambios hasta el momento implican un avance de entidades mejor capitalizadas, que venían operando con un modelo de negocios más tradicional, con una base de ingresos menos volátil y más diversificada (en general asociada a la banca universal).

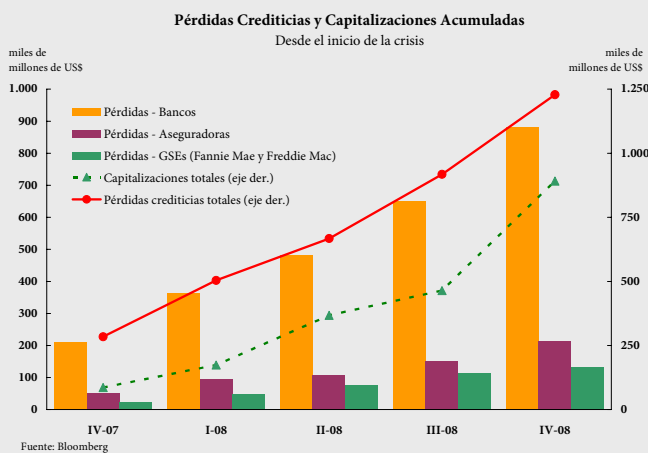
²⁴ Incluyendo ventas de unidades de negocios.

²⁵ Se destaca el caso de los grandes bancos de inversión en EEUU, que debieron adoptar un modelo de banca comercial.

²⁶ Según datos de Dealogic el total de operaciones de M&A en el sector financiero a nivel global en 2008 superó los US\$600.000 millones (19% del total global de M&A en el año).

A pesar de esto, las instituciones financieras continúan bajo presión, mientras predominan las preocupaciones en torno a su solvencia. La contabilización de pérdidas crediticias²⁷ sigue aumentando (ya superan los US\$1,2 billones²⁸), (ver Gráfico A.2.2) y no queda en claro cual será su nivel final. Si bien existen diversas estimaciones²⁹, las pérdidas finales dependerán de cuan severos sean los efectos de segunda ronda sobre los balances de las entidades financieras y como se termine instrumentando su saneamiento (reestructuración de deudas hipotecarias y de otros tipos, reestructuración y/o venta de activos tóxicos, etc.). Esto genera un contexto de fuerte incertidumbre y crisis de confianza, impactando sobre las cotizaciones de las acciones y la deuda de las instituciones financieras que todavía no encuentran un piso (Gráfico A.2.3). Las instituciones bancarias de menor porte también presentan una situación comprometida, con importantes subas en la cantidad de entidades en problemas de acuerdo a la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) de EEUU.

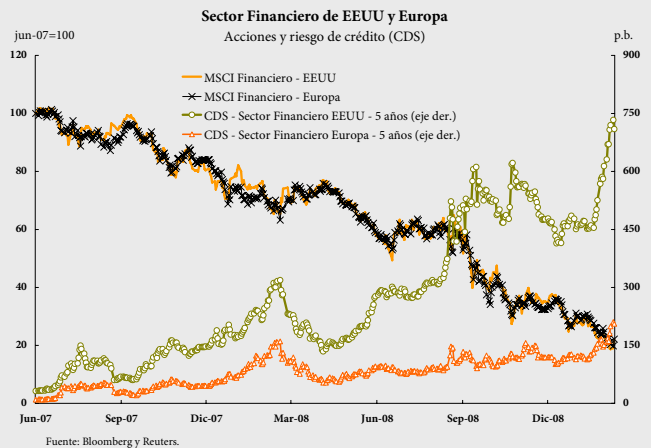
Gráfico A.2.2



La severa incertidumbre remanente limita la posibilidad de que instituciones más sólidas aprovechen la oportunidad para expandirse. De hecho, entidades como Bank of America y Wells Fargo en EEUU o Lloyds en Europa, que apostaron a consolidar su posición en 2008 comprando entidades en problemas, pasaron a mostrar posteriormente una situación delicada. En este contexto, en el corto plazo es esperable que las entidades privadas muestren una mayor cautela y que, en línea con lo observado en los últimos meses, predominen las inyecciones de

capital con fondos públicos o la nacionalización de entidades. Cabe considerarse que la naturaleza de las intervenciones efectuadas por los distintos gobiernos es, en principio, temporal.

Gráfico A.2.3



En función de la naturaleza de los factores en juego, la salida de la situación actual se dará en forma lenta y paulatina. Sólo una vez que quede en claro cual es el monto final de pérdidas (y como se distribuyen entre las diferentes entidades financieras) será factible un proceso de depuración más dinámico, con avance de las entidades mejor posicionadas en este escenario post-crisis. En efecto, con un panorama menos incierto en lo que respecta a los modelos de negocios viables y con entidades intervenidas volviendo al sector privado, se reavivaría con más fuerza las transacciones estratégicas dentro del sector financiero.

Uno de los factores que influenciaría claramente en la configuración de este nuevo escenario está dado por los cambios que se operen en el marco regulatorio y de supervisión. Se espera que este marco sea fortalecido con el fin de evitar la gestación de desequilibrios similares a los que desencadenaron la crisis actual. Con un marco regulatorio más estricto, se acentuaría la presión para mejorar la rentabilidad de la intermediación tradicional ampliando la escala, dinamizando el proceso de consolidación. A su vez, esto implicará importantes desafíos, incluyendo la necesidad de evitar una mayor conformación de entidades tan grandes que generen problemas de incentivos (*too big to fail*) y de lograr una mayor coordinación e integración en materia de supervisión.

²⁷ Por cargos efectuados por las entidades y por *mark-to-market*.

²⁸ Millones de millones. Incluye a bancos, aseguradora y agencias esponsoradas por el Gobierno de EEUU (GSE).

²⁹ Distintas estimaciones aproximan las pérdidas esperadas a un rango que va desde los US\$2 billones hasta más de US\$3,5 billones. Estos cálculos no son directamente comparables, en función de las diferencias metodológicas implicadas en cada estimación.

Apartado 3 / Respuesta de los Bancos Centrales de América Latina ante la Crisis Internacional

Los países de la región enfrentaron la crisis financiera originada en los países desarrollados con variables fundamentales más sólidas que en épocas anteriores, lo que les permitió desarrollar políticas contracíclicas. Una vez que la crisis demostró su severidad y profundidad, se perdieron las esperanzas iniciales de un posible desacople, debiendo las autoridades monetarias inyectar liquidez en los sistemas financieros por diferentes medios, reducir las tasas de interés de referencia y dejar depreciar sus monedas

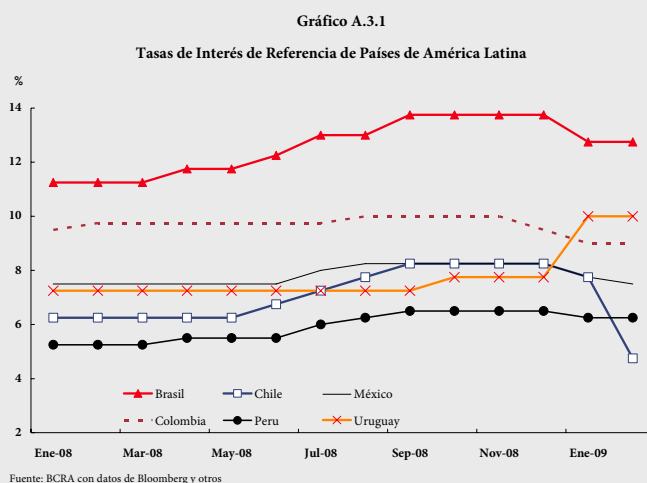
La crisis financiera que comenzó en EEUU a mediados de 2007 y que luego se expandió hacia otras economías desarrolladas, ha tenido un impacto heterogéneo en los distintos países latinoamericanos de acuerdo a su estructura productiva, sus lazos comerciales y a su dependencia del financiamiento externo. Las economías más afectadas por la reducción de la demanda externa de bienes transables son aquellas que tienen una mayor apertura comercial y un menor grado de diversificación de sus exportaciones, como así también las que dependen en mayor medida del ciclo económico de EEUU (como es el caso de México), o cuyos principales socios comerciales son más sensibles a la crisis. Los países de la región también deben enfrentar el impacto canalizado por la vía financiera, encontrándose en una posición más débil aquellos que presentan mayores necesidades de financiamiento externo, con mercados de capitales y sistemas financieros locales más vulnerables, con menor solvencia fiscal y/o menor *stock* de reservas internacionales, entre otros factores.

Más allá de los efectos producidos a través de las vías comercial y/o financiera, los países de la región se encuentran ante esta crisis con variables fundamentales económicas más sólidas que en el pasado. Gran parte de estas economías presentan superávits gemelos (fiscal y de cuenta corriente), un importante *stock* de reservas internacionales, tipos de cambio flexibles y han reformado sus sistemas financieros adoptando regulaciones más sólidas y consistentes, minimizando descalces. Debe destacarse el importante rol que tiene el *stock* de reservas acumulado en la región durante los últimos años, que constituía un instrumento abstracto hasta desencadenada la crisis y, a partir de entonces, comenzó a mostrar beneficios concretos al permitir amortiguar la volatilidad de los flujos de capitales en los mercados cambiarios locales.

La crisis financiera internacional dio lugar a una activa participación y a una mayor coordinación internacional de los Bancos Centrales (BC). En América Latina se im-

plementaron múltiples medidas en respuesta a la coyuntura internacional, obligando a la mayoría de los BC a dar un giro repentino en la orientación de sus políticas monetarias a partir de los efectos generados por la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008.

Para analizar las políticas monetarias en América Latina en los últimos meses resulta útil identificar dos períodos caracterizados por diferentes sesgos. Durante los primeros ocho meses de 2008 la preocupación por la aceleración de la inflación ocasionada por el alza de los precios de los *commodities* seguía siendo uno de los principales factores detrás de las decisiones de política monetaria. El objetivo prioritario continuaba siendo la estabilidad de precios, para lo cual se tomaron medidas con un sesgo contractivo, que en la mayoría de los casos consistieron en subas de las tasas de interés de referencia. (ver Gráfico A.3.1).



Ante el agravamiento de la crisis financiera internacional y la desaceleración económica global, el segundo período, desde septiembre de 2008 en adelante, está caracterizado por la adopción de políticas monetarias expansivas (ver Tabla A.3.1) orientadas a enfrentar las condiciones de *stress* del mercado interbancario, las presiones sobre el mercado de cambios por la salida de capitales y los menores niveles de actividad económica evidenciados. En términos generales, las medidas incluyen reducciones de las tasas de interés de referencia, la provisión de liquidez mediante operaciones de mercado abierto, la disminución y/o flexibilización de los encajes bancarios y la depreciación de las monedas de las economías de la región.

Chile se destacó entre las economías que corrigieron sus tasas de interés de referencia a la baja, dada la magnitud

de la reducción aplicada. En septiembre de 2008 interrumpió su política de suba de la tasa de interés, recor-tándola 0,5 p.p. en diciembre, 3 p.p. en enero y 2,5 p.p. en marzo de 2009. En cambio, Uruguay fue el único país de la región que incrementó su tasa de interés de referencia con la finalidad de defender la paridad de su moneda, aunque desde marzo parecería estar revirtiendo esta política.

A.3.2). No obstante, pusieron un límite a la devaluación mediante la venta de reservas internacionales, al tiempo de actuar en el mercado de futuros, para evitar los efectos adversos de un desmedido *overshooting*. Más aún, Brasil y México obtuvieron líneas de liquidez en dólares mediante *swaps* con la Reserva Federal de los EEUU (FED) como reaseguro adicional.

Tabla A.3.1

Políticas monetarias aplicadas en América Latina

Países (*)	Instrumentos de Política Monetaria			
	Reducción de la tasa de interés de Referencia	Reducción / flexibilización de los encajes bancarios	Operaciones de Mercado Abierto	
			Provisión de liquidez en moneda local	Provisión de liquidez en moneda extranjera
Brasil	X	X		X
Chile	X	X	X	X
Colombia	X	X	X	
México	X		X	X
Paraguay	X	X	X	
Perú	X	X		
Uruguay			X	X

(*) Países seleccionados

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Bloomberg

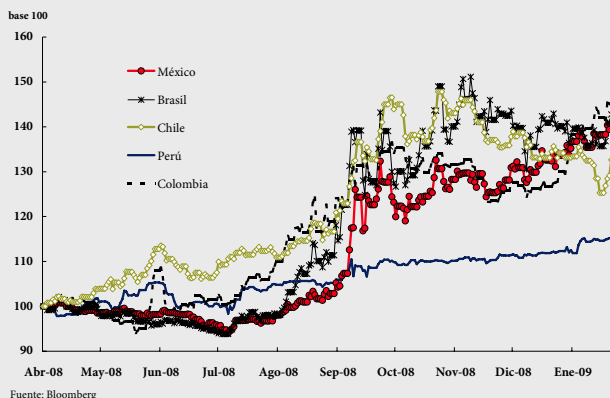
Además de las medidas de política monetaria tradicionales, en Brasil se autorizó al Banco de Brasil y a la Caja Económica Federal (entidades públicas) a que compren instituciones financieras privadas en dificultades, como así también empresas de seguro y de seguridad social. Brasil anunció la creación de un banco de inversión para comprar acciones de empresas inmobiliarias y de construcción, entre otras, que estén atravesando fuertes dificultades financieras. Asimismo, ante la reducción de las líneas de financiamiento destinadas a exportaciones, el BC de Brasil decidió prestar reservas internacionales para ser utilizadas con este fin, al tiempo que también se financiarán vencimientos de obligaciones externas de empresas brasileras con similares recursos.

Argentina no fue una excepción entre los países latinoamericanos: la crisis también la encontró con sólidas variables fundamentales como los superávits gemelos, flexibilidad cambiaria, elevados niveles de reservas internacionales y un sistema financiero robusto. Estas condiciones y el oportuno accionar del BCRA a través de una amplia batería de medidas permitieron amortiguar el impacto de la crisis en el mercado cambiario y en la demanda de dinero local (ver Página 28).

La vuelta al normal funcionamiento de los mercados financieros, dependerá, en gran parte, de la capacidad de los países de la región para continuar tomando medidas contracíclicas tendientes a mitigar el impacto de la crisis internacional sobre la economía real local. La baja de los precios de las materias primas a partir del tercer trimestre de 2008 atenuó las presiones inflacionarias, dando lugar a los BC de América Latina a aplicar una política monetaria más laxa. En la misma dirección actuó el hecho de contar con indicadores macroeconómicos fundamentales más sólidos que en décadas anteriores. La efectividad de las políticas adoptadas por los países desarrollados para prevenir un deterioro aún mayor de sus economías, también jugará un rol central a la hora de evaluar las perspectivas de crecimiento de los países emergentes y el sostenimiento de las condiciones de estabilidad financiera en las economías latinoamericanas.

Gráfico A.3.2

TC Bilaterales Nominales de Latam respecto de EEUU
Índices base 30/4/08 = 100 moneda local por dólar



Ante el fuerte flujo de salida de capitales, varios países de la región permitieron la pérdida de valor de sus monedas con el fin de incentivar la demanda externa (ver Gráfico

II. Entorno Local

Síntesis

En el tramo final de 2008 y en los primeros meses de 2009 varios sectores de la economía local ajustaron su producción, reflejando la menor demanda externa y local. En el cierre de 2008 se registró una leve contracción trimestral del PIB (desestacionalizado), luego de varios años de crecimiento sostenido. En términos generales se está verificando un menor crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), acompañado por una desaceleración del consumo privado, movimientos en parte compensados por un menor aporte negativo de las exportaciones netas. No obstante estos desarrollos, la economía argentina sigue exhibiendo sólidos fundamentos que se reflejan en el mantenimiento de los superávits gemelos de Cuenta Corriente y del Sector Público.

Las medidas implementadas por el BCRA a lo largo de los últimos meses siguen contribuyendo a amortiguar el impacto local de la crisis global, demostrando su capacidad para mitigar episodios de stress como el de octubre pasado (caída mensual de 4,8% en los depósitos del sector privado en pesos) y normalizar rápidamente la evolución de las colocaciones y de las tasas de interés. En este contexto, a lo largo de 2008 el M2 total se mantuvo dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM), mientras que el M2 privado se ubicó por debajo del rango establecido en el PM como resultado de los shocks externos. La moderación del crecimiento de la demanda doméstica y la reducción de las cotizaciones de las materias primas, explican la desaceleración que están evidenciando

los indicadores que captan la evolución de los precios internos.

Las turbulencias financieras internacionales configuraron un entorno volátil que impulsó el deterioro de las cotizaciones de la mayoría de los activos financieros locales y la contracción de los volúmenes operados. La tendencia negativa afectó tanto a los títulos públicos en dólares como en pesos ajustables por CER, registrándose una ampliación de los rendimientos de los bonos argentinos respecto a los bonos del Tesoro de EEUU. Los títulos del BCRA resultaron menos afectados, evidenciándose una readecuación de los plazos ofrecidos y una reducción del stock en circulación. El escenario de turbulencias también afectó profundamente a las colocaciones de deuda corporativa, como a la volatilidad en las principales acciones locales.

Para lo que resta de 2009 se prevé que los sectores productores de bienes, y en menor medida los de servicios, sigan siendo afectados por la crisis internacional. La caída de la confianza de los consumidores ante la mayor incertidumbre seguiría dando lugar a un ajuste del gasto de las familias. Este escenario podría continuar generando nuevos desafíos sobre el sector financiero, hasta tanto se verifiquen señales de reversión de la crisis global.

Gráfico II.1

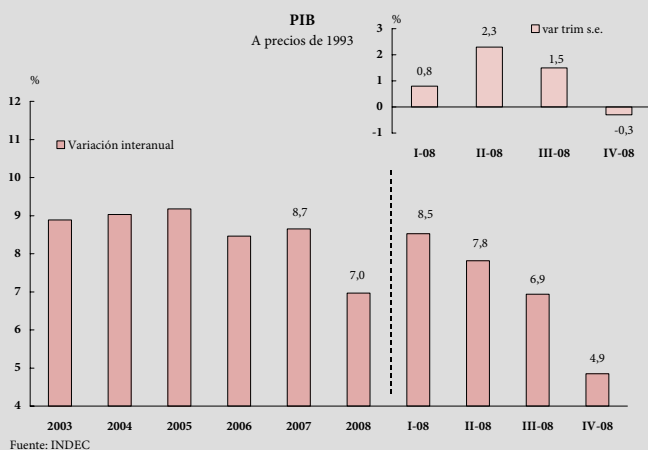
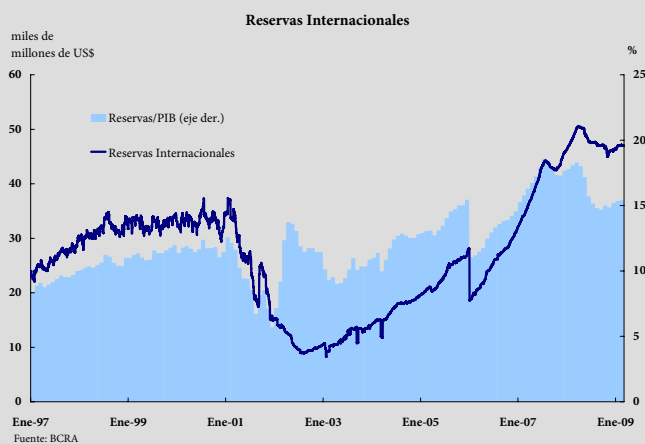


Gráfico II.2



II.1 Coyuntura macroeconómica

De manera similar al resto de los emergentes, Argentina continúa siendo afectada por la crisis mundial

La profundización de la crisis internacional sigue afectando a la economía argentina, finalizando 2008 con una leve contracción trimestral del PIB (desestacionalizado) por primera vez en seis años (ver Gráfico II.1). Así, luego de crecer a una tasa de 8,2% interanual (i.a.) durante el primer semestre de 2008, en la segunda mitad el PIB se expandió 5,9% i.a., desaceleración principalmente explicada por el menor crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) (ver Gráfico II.3). El consumo privado también mostró un menor crecimiento, siendo compensado por la reducción del aporte negativo de las exportaciones netas a partir de la disminución de las importaciones. Los primeros indicadores de actividad de 2009 siguen registrando una contracción en la producción, especialmente de bienes, reflejando la menor demanda externa.

El desempeño de las cuentas fiscales y externas sigue constituyendo un importante pilar para asegurar la estabilidad macroeconómica. Ante la contracción del comercio mundial, el deterioro de los precios internacionales y la disminución de la cosecha agrícola local, las exportaciones exhibirían mayores caídas a lo largo del año (ver Gráfico II.4). Las importaciones también mostrarían una contracción como resultado del menor crecimiento de la demanda interna y por el derrumbe de los precios del petróleo, ayudando a compensar el descenso de las ventas externas y así acotando la reducción del saldo comercial en 2009, que seguiría siendo positivo. El balance de la Cuenta Corriente se mantendría en terreno superavitario por octavo año consecutivo, con valores menores a años anteriores. El desempeño de las cuentas del sector público muestra cierta corrección a la baja como respuesta a la profundización de la crisis internacional, aunque el resultado primario seguiría siendo superavitario a lo largo del año.

Las medidas impulsadas por el BCRA ayudan a amortiguar el impacto de la crisis internacional

El BCRA está empleando todos los instrumentos diseñados en los últimos años, y desarrollando otros nuevos, para amortiguar los efectos locales de las turbulencias internacionales. De esa manera, sigue contribuyendo a la estabilidad monetaria y financiera en un escenario internacional sumamente desfavorable. Se utilizaron diferentes mecanismos que atacaron las expectativas de depreciación del peso, estabilizando la demanda de dinero,

Gráfico II.3

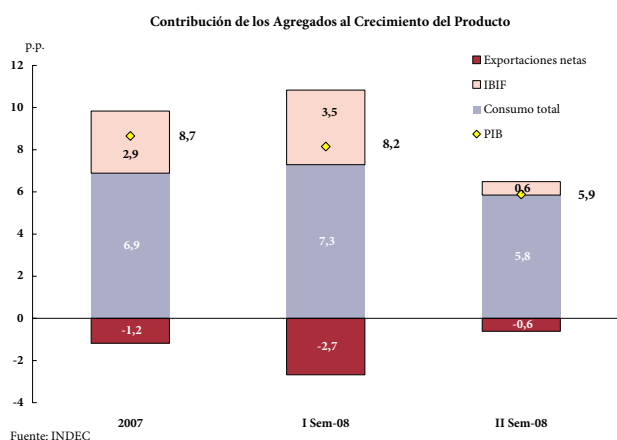


Gráfico II.4

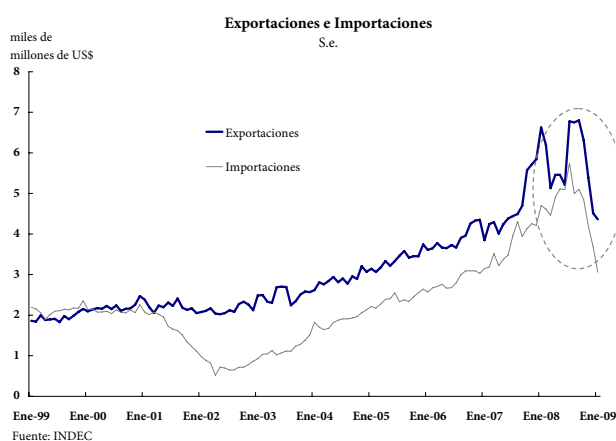
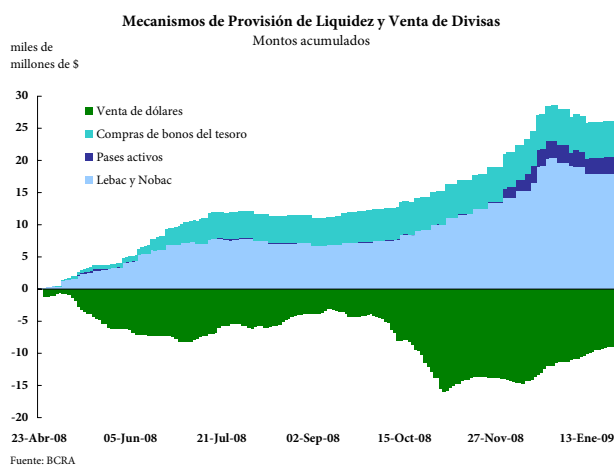


Gráfico II.5



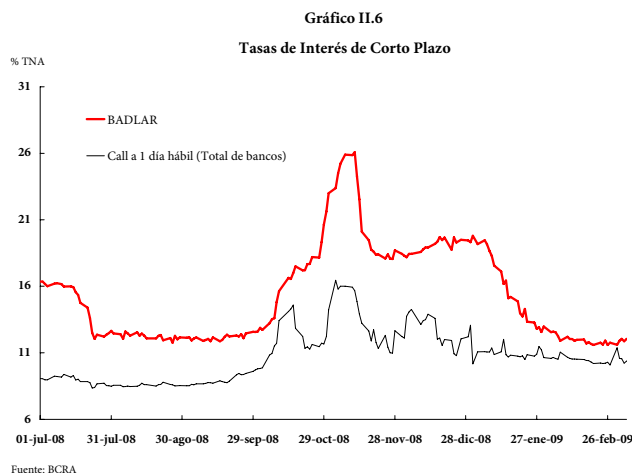
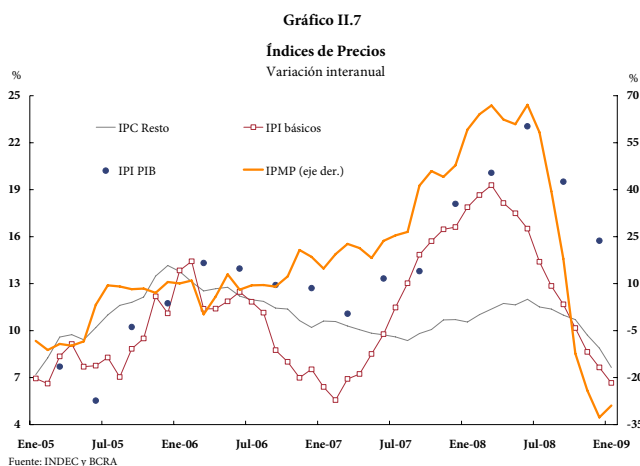


Tabla II.1
Programa Monetario 2009 - Metas

Saldos, en millones		Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09
M2 total	Inferior	165.603	171.633	175.950	188.190
	Superior	176.690	183.814	189.301	203.951
M2 privado	Inferior				157.075
	Superior				170.092

Var i.a., en %		Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09
M2 total	Inferior	10,5%	9,9%	8,1%	8,7%
	Superior	17,9%	17,7%	16,3%	17,8%
M2 privado	Inferior				9,8%
	Superior				18,9%

Fuente: BCRA



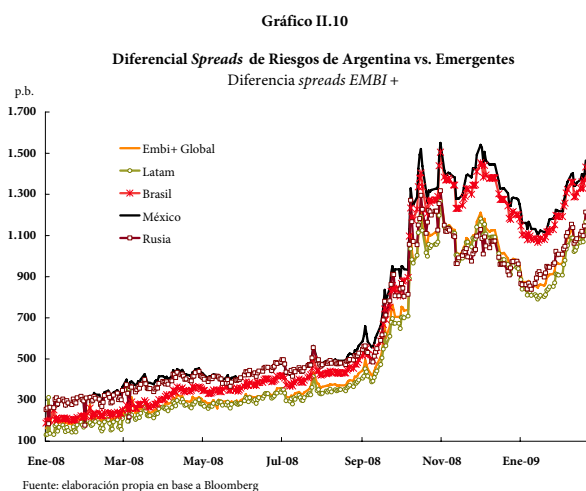
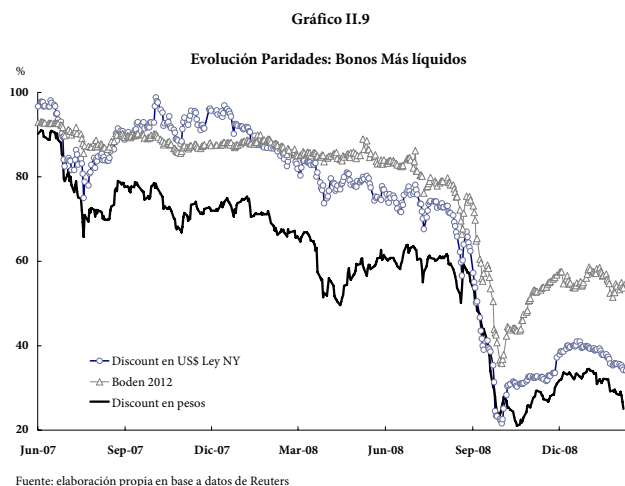
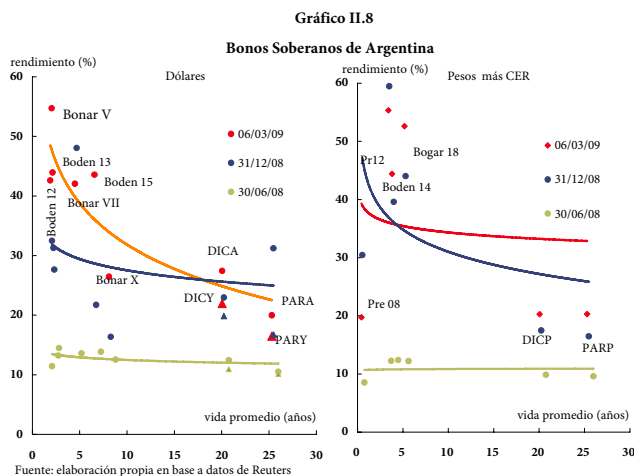
a la vez que proveyeron liquidez al sistema financiero. En el frente cambiario, el instrumento con beneficios potenciales que constituía la acumulación de reservas internacionales se convirtió en uno con resultados positivos concretos y tangibles (ver Gráfico II.2), dándole margen al BCRA para operar en el mercado de divisas *spot*. Además el BCRA intervino activamente en el mercado de futuros. Junto con ello, sigue operativa la línea de pases activos en dólares instrumentada a mediados de 2008.

Con el objetivo de inyectar liquidez sistémica, el BCRA volvió a instrumentar la recompra y la renovación parcial de los vencimientos de sus Letras y Notas. Asimismo, se implementó un nuevo canal de recompra automática de estos títulos en el mercado secundario a fin de contribuir a la provisión de liquidez, al tiempo que se continuaron realizando compras de títulos públicos por medio de operaciones de mercado abierto (ver Gráfico II.5).

Promediando la segunda mitad de 2008 se tomaron medidas adicionales como la licitación de opciones de venta sobre Letras y Notas del BCRA, la reducción de los coeficientes de encajes en moneda extranjera, el establecimiento de una ventanilla de precalificación de garantías para el régimen de asistencia financiera, el aumento de la proporción del efectivo en bancos admisible para el cómputo de la integración de encajes y el incremento (de \$3.000 millones a \$10.000 millones) del límite máximo disponible para los pases activos a tasa fija. Debe destacarse el establecimiento de una ventanilla de liquidez que permite a los bancos tomar fondos con garantía de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 (ampliando los instrumentos ya disponibles), disponiéndose que esos títulos también puedan emplearse como garantía de préstamos interbancarios. También se dispuso un período bimestral octubre-noviembre para el cómputo de los requerimientos de encajes, sumado al correspondiente período trimestral diciembre-febrero. Por último, se estableció un esquema de licitaciones de opciones de acceso a pases activos en moneda extranjera, restringido a entidades financieras que, habiendo aumentado el financiamiento a las exportaciones, sufran caídas en sus depósitos en moneda extranjera.

El M2 total cierra 2008 en línea con el Programa Monetario, proyectándose para 2009 un crecimiento en el rango de 8,7%-17,8%, mientras que los precios internos comienzan a evidenciar una desaceleración

El BCRA sigue demostrando su capacidad para atenuar episodios de volatilidad en los mercados locales. Luego



de un período de *stress* en octubre pasado, tanto los depósitos del sector privado como las tasas de interés (ver Gráfico II.6) volvieron a su desarrollo habitual, como resultado del oportuno accionar de la política financiera de esta Institución.

En diciembre el saldo promedio de M2 total se ubicó dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2008, al registrar un nivel de \$173.200 millones, mientras que el M2 privado se ubicó por debajo del rango establecido en el PM. Los *shocks* de origen externo que se observaron a lo largo del año fueron los determinantes del menor crecimiento de este agregado monetario respecto a lo proyectado. Para lo que resta de 2009 el BCRA tiene como objetivo continuar brindando un marco de previsibilidad para el desenvolvimiento de la actividad económica, contribuyendo a la estabilidad monetaria y financiera. Además de mantener el esquema de metas ya establecido, se agregan estimaciones trimestrales del M2 privado tanto para 2009 como para los escenarios 12 meses vista, que se publicarán oportunamente al finalizar cada trimestre. Las metas del PM 2009 prevén para diciembre próximo un crecimiento interanual del agregado M2 en el rango de 8,7%-17,8%, y para el M2 privado entre 9,8% y 18,9% (Ver Tabla II.1).

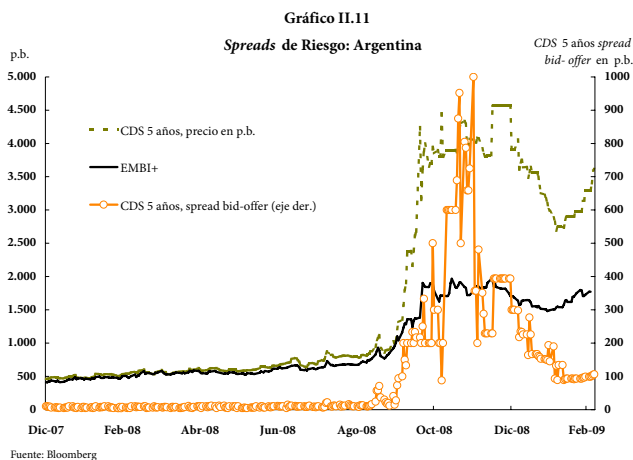
Los distintos indicadores disponibles sobre los precios internos comenzaron a exhibir una desaceleración hacia fines de 2008, como el caso del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB (ver Gráfico II.7). La moderación de la demanda doméstica sumada a la reducción de los precios de las materias primas, contribuyen a explicar esta evolución.

Los fundamentos de la economía local seguirían siendo sólidos en 2009

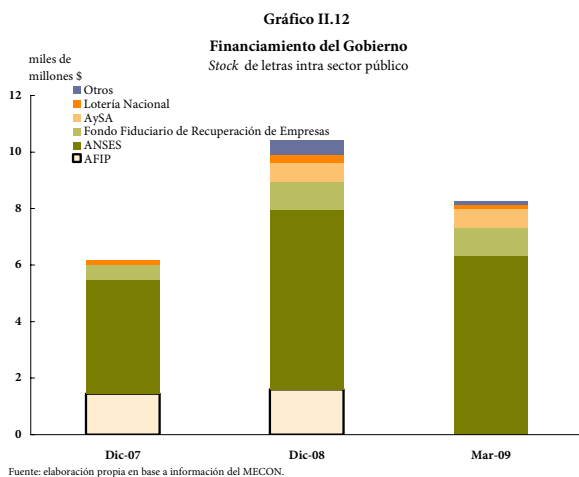
Para lo que resta de 2009 se espera que las condiciones en los mercados financieros internacionales sigan siendo rigurosas. Frente a este escenario, el sostenimiento de los resultados positivos de las cuentas fiscales y externas de Argentina a lo largo de 2009, sumados a los mecanismos preventivos desarrollados durante los últimos años por el BCRA, deberían acortar las fluctuaciones de las variables monetarias y financieras.

II.2. Mercado de capitales

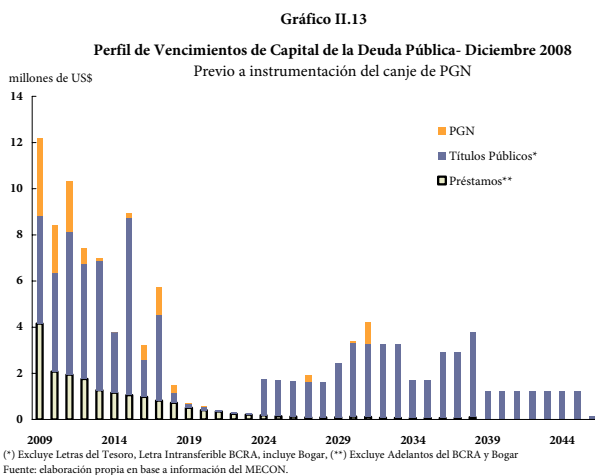
La crisis internacional, combinada con factores de carácter local, configura un entorno altamente volátil y con fuerte deterioro de las cotizaciones de los instrumentos de renta fija del sector público



Frente a los picos de tensión registrados en los mercados internacionales, las cotizaciones de los instrumentos transados en los mercados locales acompañaron al severo deterioro observado en la generalidad de los activos de países emergentes. Como resultado del agravamiento de la crisis internacional, a lo que se sumaron factores de carácter doméstico, en los mercados locales primaron la aversión al riesgo, las fuertes caídas de precios y la contracción en el volumen de operaciones. En el caso particular de los títulos públicos, los precios siguen estando en niveles deprimidos y con fuerte volatilidad. La tendencia negativa de las cotizaciones de los títulos públicos se mantuvo tanto en los instrumentos en dólares como en aquellos ajustables por CER, acelerándose desde septiembre, al tiempo que las pendientes de las curvas de rendimiento se volvían más negativas (ver Gráfico II.8). Las paridades de los instrumentos más líquidos, tras un rebote parcial, retomaron la tendencia al debilitamiento en los últimos meses (ver Gráfico II.9).



En un contexto de fuerte incertidumbre y de búsqueda de activos financieros de mayor calidad crediticia relativa, los *spreads* de riesgo medidos por el EMBI+ de Argentina se acercaron a los 2.000 p.b. (ver Gráfico II.10), mientras que los precios de los contratos de cobertura *credit default swaps* (CDS) reaccionaron en forma más violenta, superando ampliamente los máximos alcanzados en la primera mitad de 2008³⁰. La merma de la liquidez fue considerable en el caso de los CDS (ver Gráfico II.11), dejando sus cotizaciones de brindar información relevante.



De cara a una coyuntura menos favorable, el financiamiento del Gobierno Nacional se basó, principalmente, en la administración de la liquidez de los organismos del sector público. Como resultado, el monto en circulación de instrumentos intra-sector público actualmente supera los \$8.200 millones de pesos. Los principales acreedores de estos instrumentos son ANSES, el Fondo Fiduciario de Recuperación de Empresas (FFRE), y la empresa AySA, siendo el destino de más del 90% de las colocaciones (ver Gráfico II.12).

En los primeros meses de 2009 el Gobierno instrumentó una operación de refinanciación de pasivos con el objetivo de despejar la concentración de vencimientos durante los próximos 3 años (ver Gráfico II.13). Dado que los Préstamos Garantizados Nacionales (PGN) representaban aproximadamente la cuarta parte de los vencimientos del mencionado período, se lanzó un canje voluntario de cuatro de sus especies a cambio de Bonar \$

³⁰ En octubre de 2008 Standard & Poor's redujo a "B-" (con perspectiva estable) la calificación de Argentina. En diciembre Fitch Ratings fijó también en "B-" su calificación para la deuda soberana.

Gráfico II.14
Composición del Stock de Lebac y Nobac en Circulación
 Por tipo de tasa y plazo, en base al stock en circulación a Feb-09

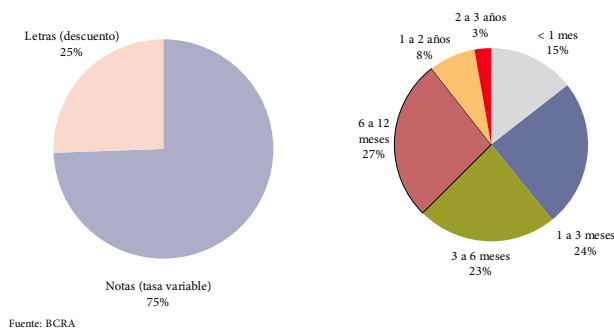


Gráfico II.15

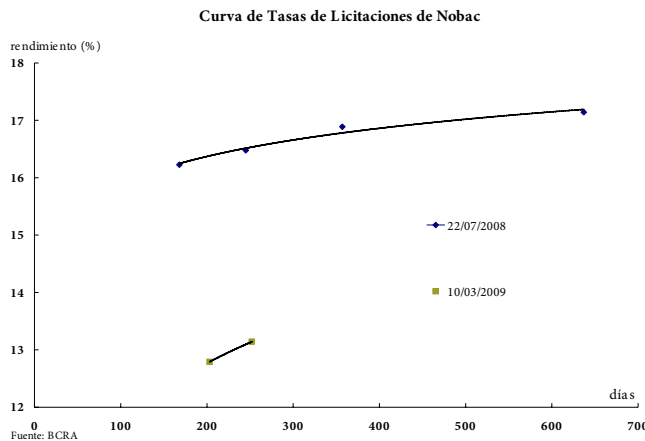
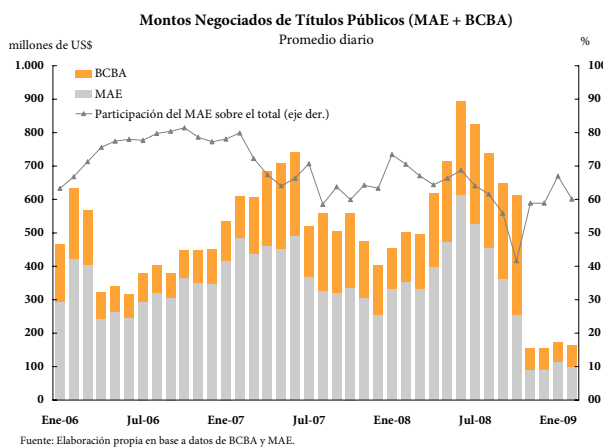


Gráfico II.16



2014³¹. La operación se realizó en dos tramos, local e internacional.

Con el objetivo de atenuar los impactos de la crisis global, el BCRA está desarrollando una estrategia de reducción del stock de Lebac y Nobac en circulación, acortando sus plazos

En el contexto de las medidas del BCRA destinadas a mitigar los efectos de las turbulencias globales en los mercados locales, se redujeron los plazos y el stock de Letras y Notas en circulación, ganando ponderación los instrumentos a tasa variable y desplazando a aquellos a tasa fija (ver Gráfico II.14). Con respecto a la composición por plazos, casi la mitad del stock en circulación corresponde a Lebac o Nobac con plazo residual entre 1 y 6 meses, mientras que los instrumentos a plazos mayores a un año representan 11% del total.

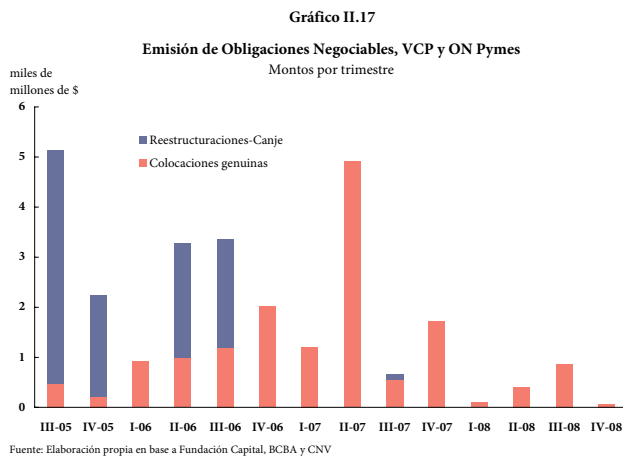
Las sucesivas colocaciones de Letras evidencian tasas de interés crecientes, con una ampliación cercana a los 400 p.b. si se comparan las colocaciones más recientes con aquellas de mediados de 2008. Los rendimientos de las Nobac registraron una importante contracción respecto al nivel alcanzado a mediados de 2008 (ver Gráfico II.15), en línea con la corrección en la tasa Badlar.

Las operaciones con Lebac en el mercado secundario (tanto internas como aquellas emitidas con anterioridad a octubre de 2007) han sido exiguas en los últimos meses, dificultando la definición de una curva de rendimientos. Por su parte, actualmente se observa una mejora en las cotizaciones de las Nobac respecto de mediados del año pasado, con rendimientos contrayéndose que acompañan la merma registrada en la tasa Badlar. Los spreads sobre la tasa Badlar se mantienen positivos, evidenciando picos de ampliaciones en octubre y noviembre (coincidentes con el período de mayor turbulencia).

Los montos negociados localmente de los instrumentos de renta fija (incluyendo Lebac y Nobac) evidencian un persistente descenso, tendencia que se aceleró desde fines de 2008

Los volúmenes operados en instrumentos de renta fija en la plaza local revierten la tendencia ascendente observada en la primera mitad de 2008 (datos de MAE y BCBA), luego de alcanzar en junio un máximo histórico en los últimos años. A partir de ese pico comenzó un ininterrumpido descenso del monto negociado (consistente con las mermas observadas en los precios), comportamiento que se aceleró a fines de 2008 (ver Gráfico

³¹ El bono entregado en canje fue el Bonar \$ 2014 (con opción de bono o de pagaré) amortizable al vencimiento, con pago trimestral de intereses: el cupón es fijo (15,4%) el primer año y de Badlar Bancos Privados +275 p.b. del segundo al quinto año.

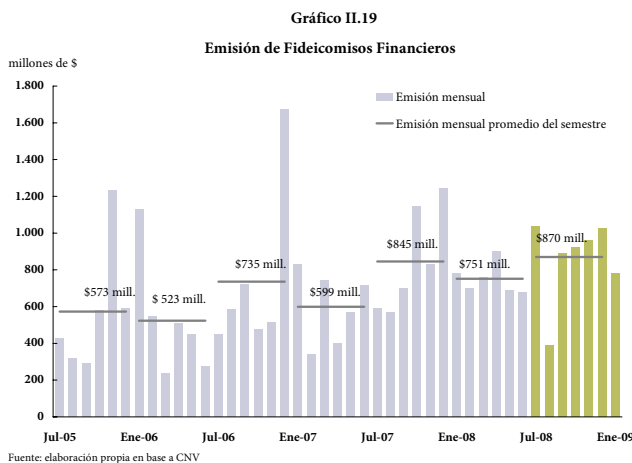
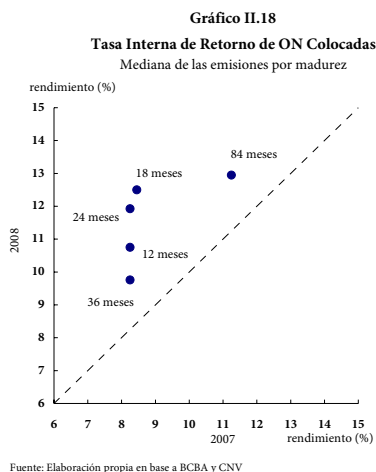


II.16). El volumen operado de Letras y Notas del BCRA en el mercado secundario también se redujo durante 2008, presentando una disminución menos marcada.

Acompañando la merma generalizada observada para los instrumentos de países emergentes (36%), en 2008 el volumen negociado de títulos argentinos en términos globales cayó 41% (datos de la encuesta de *Emerging Markets Traders Association –EMTA-*). En perspectiva, se espera que tanto las cotizaciones de los instrumentos de renta fija como los montos negociados se recuperen gradualmente en los próximos meses, en la medida que las condiciones de los mercados financieros internacionales comiencen a mostrar señales positivas.

Fuerte disminución en los montos colocados de deuda corporativa

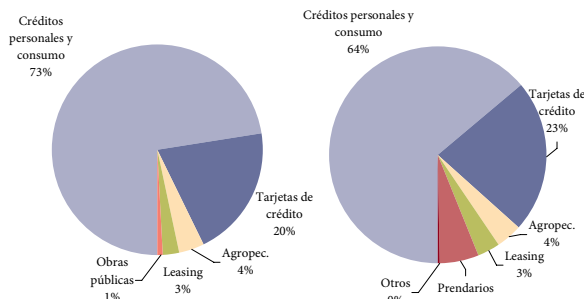
El financiamiento a través de la emisión de obligaciones negociables (ON) disminuyó significativamente en el segundo semestre de 2008 con respecto a un año atrás, verificándose a principios de 2009 dos emisiones de magnitud. Teniendo en cuenta la totalidad de las emisiones de deuda corporativa (ON, ON PyMEs y valores de corto plazo –VCP-), el financiamiento conseguido en el segundo semestre de 2008 se ubicó levemente por encima de \$930 millones (ver Gráfico II.17). Como resultado de la incertidumbre reinante, varias empresas cancelaron sus emisiones de deuda una vez abierto el período de suscripción, mientras que otras decidieron postergar las colocaciones (ya aprobadas por la CNV) a la espera de mejores condiciones de mercado. Las emisiones registradas estuvieron altamente concentradas en los sectores energético, de metalurgia y financiero. Respecto a las emisiones del sector financiero, predominaron las de compañías financieras enfocadas en el financiamiento al consumo. A lo largo de 2008 el sector bancario sólo realizó tres colocaciones de VCP.



El aumento en el costo de financiamiento del sector privado a través de la emisión de deuda pudo apreciarse en el mercado primario (ver Gráfico II.18). En 2008 se observaron incrementos en los rendimientos convalidados en las emisiones, para instrumentos de distinta madurez e independientemente de su calificación crediticia. A su vez, las colocaciones registraron un acortamiento del horizonte de financiamiento, existiendo sólo dos emisiones con plazos por encima de 5 años. El aumento de las colocaciones de ON en los próximos períodos será condicional a que existan mejoras en el contexto del mercado, reduciendo así el costo de financiamiento.

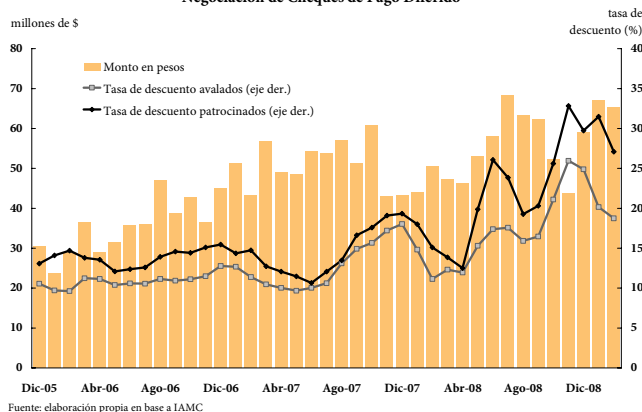
Los fideicomisos financieros vinculados al consumo se consolidan como el principal instrumento de

Gráfico II.20
Clasificación de Fideicomisos Financieros por Activos Subyacentes
 1er Semestre de 2008 2do Semestre de 2008



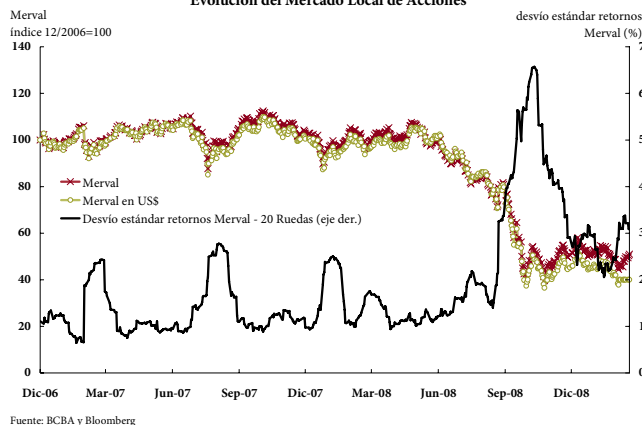
Fuente: CNV

Gráfico II.21
Negociación de Cheques de Pago Diferido



Fuente: elaboración propia en base a IAMC

Gráfico II.22
Evolución del Mercado Local de Acciones



Fuente: BCBA y Bloomberg

financiamiento al sector privado a través de los mercados

La colocación de fideicomisos financieros logró seguir creciendo en los últimos meses (ver Gráfico II.19). A lo largo de 2008 las colocaciones de fideicomisos financieros superaron los \$9.700 millones (crecimiento interanual de 12%), con un total de 244 emisiones. Las nuevas emisiones verificaron una abrupta caída en agosto como consecuencia del cambio en el tratamiento del impuesto a las ganancias³², recobrando su ritmo de colocaciones en los meses subsiguientes. Esto demuestra la fortaleza del fideicomiso como alternativa de financiamiento y de aplicación del ahorro privado, incluso en tiempos de incertidumbre. El impacto de la volatilidad de los mercados se vio reflejado en las mayores tasas de interés de estos instrumentos. Los activos subyacentes ligados al consumo –créditos personales y tarjetas de crédito– continúan teniendo la mayor ponderación en las titulizaciones (ver Gráfico II.20).

La negociación de cheques de pago diferido muestra una recuperación en los volúmenes, luego de caer en el primer semestre del 2008. Aunque el volumen negociado presenta volatilidad, se mantuvo en niveles elevados, marcando nuevos máximos en los últimos meses. El contexto más adverso se evidenció en las crecientes tasas de descuento observadas, especialmente en los cheques patrocinados (ver Gráfico II.21).

La evolución de las acciones acompañó al deterioro del contexto, con un notorio incremento en la volatilidad

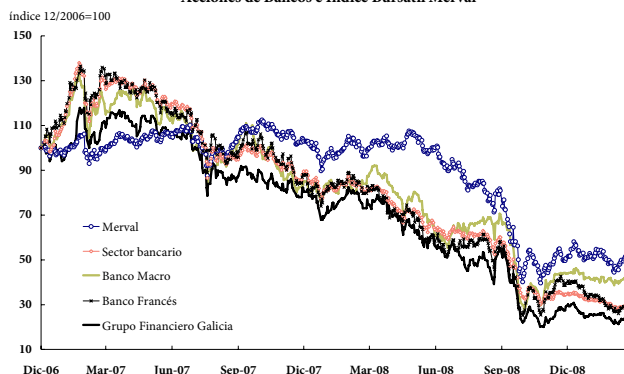
El índice Merval registró una fuerte caída entre septiembre y noviembre (medido tanto en pesos como en dólares) como resultado de la profundización de la crisis en los mercados globales. En los últimos meses se observó un comportamiento profundamente volátil (ver Gráfico II.22).

Los papeles de entidades financieras con mayor ponderación en el índice Merval mostraron un deterioro generalizado durante la segunda parte de 2008, evidenciando un comportamiento más diferenciado en los últimos meses (ver Gráfico II.23). Las acciones de Tenaris y Petrobras (las empresas con mayor ponderación en el índice) acompañaron la caída del precio del petróleo.

Durante la segunda mitad de 2008 prácticamente no se realizaron suscripciones de acciones (se verificó una sola colocación por parte de una sociedad industrial). Como

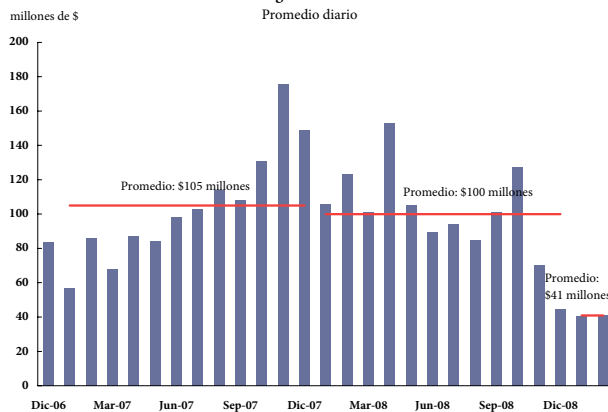
³² Se limitaron las deducciones en el impuesto a las ganancias de las distribuciones de utilidades generadas por los certificados de participación en fideicomisos con oferta pública, constituidos desde agosto de 2008.

Gráfico II.23
Acciones de Bancos e Índice Bursátil Merval



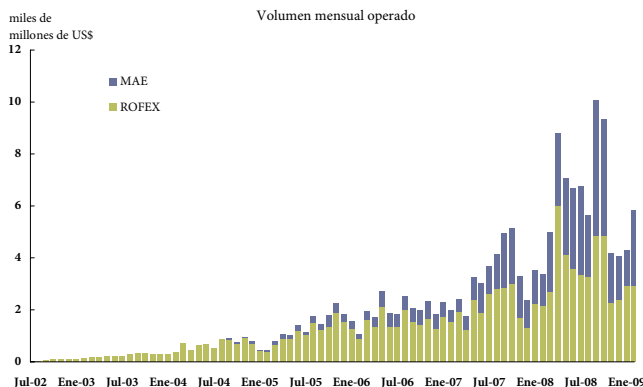
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Gráfico II.24
Monto Negociado en Acciones
Promedio diario



Fuente: BCBA

Gráfico II.25
Futuros de Dólar
Volumen mensual operado



Fuente: ROFEX y MAE

resultado, a lo largo del año la suscripción de acciones disminuyó cerca de 60% respecto al valor alcanzado en 2007. En la medida en que se mantengan las condiciones actuales de incertidumbre, es de esperar que la colocación de acciones continúe siendo desestimada como alternativa de financiamiento.

Con el propósito de mitigar los efectos de la crisis financiera al tiempo de aprovechar las significativas caídas de las cotizaciones, en los últimos meses varias empresas locales llevaron adelante programas de recompra de acciones, tanto a través de intervenciones directas en el mercado como por medio de Ofertas Públicas de Adquisición (OPA). Así, varias entidades financieras implementaron recompras directas en el mercado, mientras que firmas como Molinos Río de la Plata, Pampa Energía y Edenor realizaron tanto OPA como recompras directas.

En línea con lo observado en el mercado de renta fija, se registró una contracción en los montos negociados en renta variable (ver Gráfico II.24).

Se estabiliza el volumen operado en contratos de tipo de cambio a término, con plazos más largos

Durante el segundo semestre de 2008 se alcanzaron nuevos máximos en los montos operados de derivados de tipo de cambio, en el marco de la agudización de la crisis internacional (ver Gráfico II.25). Los montos operados en contratos de derivados registraron picos en septiembre y octubre (MAE y ROFEX), en parte vinculados a la mayor actividad verificada en el mercado *spot*, en la medida en que la magnitud de la crisis erosionaba el valor de las monedas de los países emergentes. El aumento en los montos también estuvo asociado a la participación del BCRA en los mercados a término, con el objetivo de evitar cambios abruptos en un contexto de creciente incertidumbre sobre los mercados financieros.

Sigue observándose un alargamiento de los plazos de los contratos abiertos de derivados de tipo de cambio, oscilando entre los 4 y 6 meses durante 2008, considerablemente por encima de la madurez de los contratos abiertos durante 2007. En la medida en que el escenario global fortalezca la necesidad de cubrir el riesgo cambiario, el volumen del mercado de dólar a término se podría mantener en valores relativamente altos.

III. Situación de Deudores

Síntesis

La actividad económica está recogiendo los efectos negativos de la contracción del crecimiento mundial, escenario originado en la crisis financiera internacional que actualmente presenta dimensiones y alcances inusitados. En el nuevo escenario, tanto las empresas como las familias enfrentan una mayor incertidumbre respecto a las condiciones económicas que prevalecerán en los próximos meses. Asimismo, ha aumentado la probabilidad de observar cierto deterioro de sus respectivas capacidades de pago.

La posición económica y financiera de las empresas se mantiene estable en líneas generales, evidenciándose comportamientos diferenciados según los sectores productivos. La crisis global tiene un mayor impacto sobre los segmentos vinculados con la producción de bienes durables. La caída en el comercio internacional está afectando los envíos al exterior de autos y de productos químicos (influyendo también sobre las ramas de metales básicos). Esta situación se ve acentuada por las menores ventas internas. En este escenario, la contracción en la actividad industrial esperada para los próximos meses impondría ciertos desafíos sobre la posición económica y financiera de las firmas del sector, impactando probablemente sobre su capacidad de pago. En este contexto, la industria alcanza menores niveles de endeudamiento, tendencia especialmente impulsada por las obligaciones externas.

La producción agropecuaria está siendo negativamente afectada por la caída de los precios de las commodities y por la marcada sequía que afectó al país en los últimos meses, reduciendo los ingresos esperados por los productores agropecuarios. Las proyecciones sobre las cosechas verifican caídas, principalmente en el caso de los cereales.

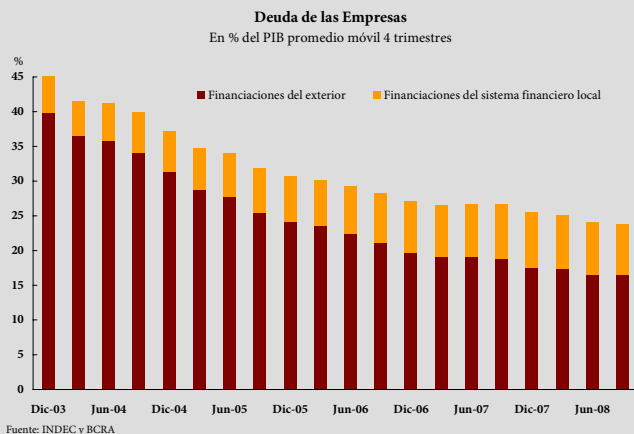
Las condiciones locales e internacionales también se reflejaron en la producción ganadera, impulsando a las empresas del sector a enviar masivamente animales al mercado. Esto generó cierto descenso en los precios locales, originando pérdidas económicas en la comercialización. La adversidad de las condiciones enfrentadas por la actividad primaria podría dar lugar a tensiones sobre su capacidad de pago a lo largo de 2009, si bien los moderados niveles de endeudamiento de las firmas del sector permiten acotar estos riesgos.

Las empresas de servicios continúan evidenciando aceptables niveles de actividad que, sumados a los ajustes tarifarios y a los decrecientes niveles de endeudamiento, contribuirían a mantener su buena posición financiera. Las firmas vinculadas al comercio verifican una caída en su desempeño, reflejando el menor gasto de las familias. El sector de la construcción está observando un deterioro en su actividad, luego de varios años de sostenido crecimiento. Los reducidos niveles de endeudamiento le permitirían mantener una buena posición financiera.

Las familias incrementan sostenidamente sus niveles de endeudamiento y de carga relativa de los servicios financieros. En el marco de un menor crecimiento esperado de los ingresos para el resto de 2009, la capacidad de pago del sector, en particular para algunos estratos de la población, podría encontrarse bajo cierta presión.

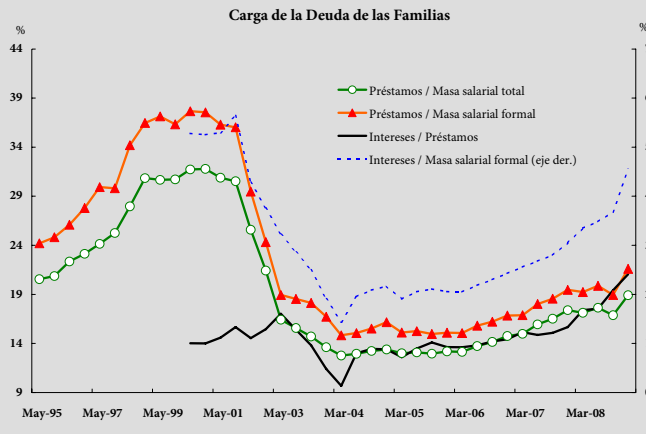
Por último, el Sector Público mantiene sus superávits, si bien su desempeño recoge los cambios en el contexto local derivados de la profundización de la crisis internacional. Se mantienen suficientes fuentes de financiamiento para 2009.

Gráfico III.1



Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico III.2

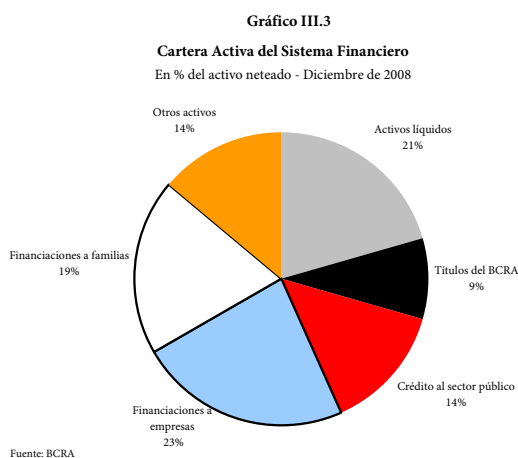


Fuente: INDEC y BCRA

III. Deudores del sistema financiero

El financiamiento al sector privado gana participación en los activos de los bancos, evolución que probablemente se desacelere en los próximos meses

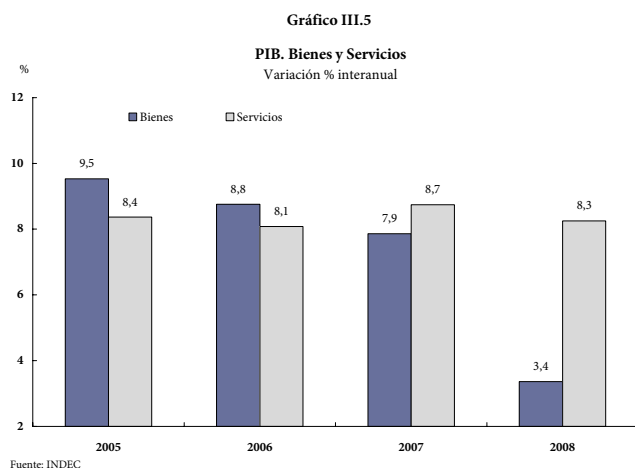
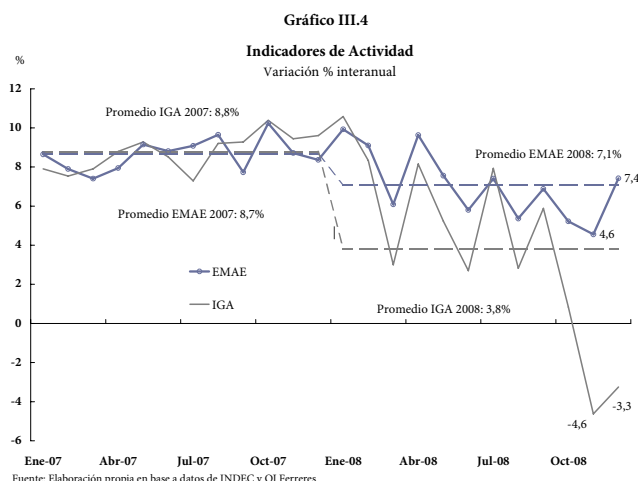
El sistema financiero sigue incrementando su financiamiento al sector privado (ver Gráfico III.3), si bien evidencia menores tasas de expansión en los últimos meses. Los bancos continúan reduciendo su exposición al sector público, en un contexto de mayores niveles de liquidez. La creciente incertidumbre sobre las perspectivas económicas de las empresas y de las familias podría atemperar sus necesidades crediticias en los próximos meses, al menos hasta tanto no existan indicios sobre la reversión de las turbulencias globales. Ante un eventual cambio en las condiciones del escenario internacional, el sistema financiero cuenta con una considerable disponibilidad de recursos para incrementar el crédito al sector privado.



III.1 Empresas

La posición financiera de las empresas se mantiene relativamente estable, en un marco de cierto deterioro de las perspectivas económicas y de menores niveles de endeudamiento total

Comienza a verse afectada la actividad económica local (ver Gráfico III.4), reflejándose principalmente en aquellos segmentos relacionados con la producción de bienes durables como la industria y la construcción. La caída de los precios de las materias primas y la fuerte sequía que azotó al país en los últimos meses determinaron un importante descenso en las actividades agropecuarias. La producción de servicios sigue expandiéndose, presentando un ritmo más moderado (ver Gráfico III.5).



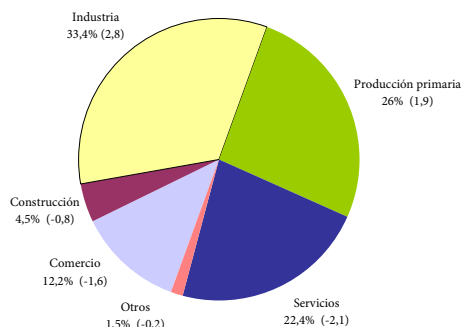
En los últimos meses la industria y la producción primaria de bienes están realizando una mayor utilización relativa del financiamiento bancario (ver Gráfico III.6), en un marco de cierto estrechamiento de los recursos propios que pueden utilizarse como fuente de fondeo. De esta manera, la industria y la producción primaria se consolidan relativamente como los principales sectores productivos receptores de crédito del sistema financiero.

El endeudamiento total del sector corporativo, considerando tanto los recursos locales como los externos, sostiene la tendencia decreciente evidenciada en los últimos años (ver Gráfico III.1). Las obligaciones con el exterior continúan gradualmente reduciéndose en términos del PIB, si bien aún representan más de dos terceras partes del financiamiento total de las empresas. Los créditos en divisas provenientes de no residentes constituyen cierta

Gráfico III.6

Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas

Diciembre 2008 - Variación en p.p. de la participación en el II sem-08 entre paréntesis



Fuente: BCRA

fuelle de potencial vulnerabilidad ante fluctuaciones en el valor de la moneda, en la medida en que los bienes y servicios elaborados no sean destinados al comercio exterior. El financiamiento originado en los bancos locales verifica una ligera reducción en su participación en el producto del sector corporativo.

La posición financiera de las empresas grandes que cotizan en el Mercado de Valores local se mantiene relativamente estable, registrándose cierto incremento en los niveles de apalancamiento, y un gradual aumento de la participación del financiamiento en los pasivos totales (ver Gráfico III.7). La situación financiera de estas firmas podría deteriorarse ligeramente en los próximos meses, en línea con los menores niveles de actividad económica local y de las principales plazas de exportación.

Los moderados niveles de endeudamiento para el agrado de las empresas, no obstante la evolución actual de la actividad, permiten sostener una adecuada posición económica y financiera del sector corporativo. Para el resto de 2009 se espera una desaceleración en el crecimiento del PIB, a partir de la debilidad de la demanda internacional y de las condiciones que afectan al sector agropecuario, situación que se vería parcialmente compensada por las acciones impulsadas por el Poder Ejecutivo Nacional.

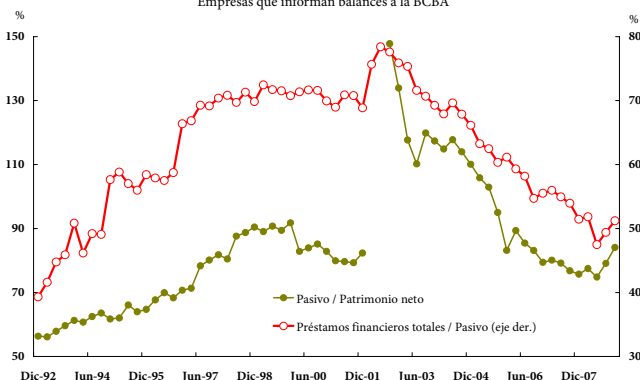
Sectores productivos

La industria reduce su actividad y verifica menores niveles de endeudamiento, generando incipientes tensiones sobre su capacidad de pago

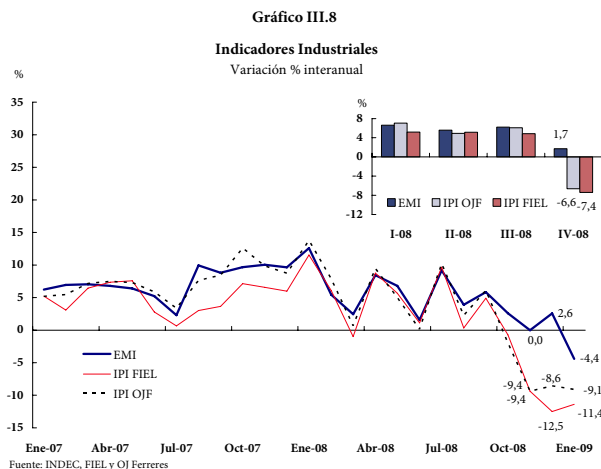
La actividad manufacturera registra una contracción en su producción (ver Gráfico III.8), recogiendo una menor demanda externa e interna. El deterioro de la economía internacional está ocasionando una reducción de los envíos al exterior, principalmente de autos y productos químicos. Esta situación, acentuada por las menores ventas internas, está llevando a reprogramar a la baja los planes de producción de estas industrias y sus vinculadas (como las metálicas básicas). Los sectores industriales que presentaron un mayor dinamismo en años anteriores son los más afectados, pudiéndose esperar una caída concentrada principalmente en el primer semestre del año.

Gráfico III.7

Carga de la Deuda del Sector Empresas
Empresas que informan balances a la BCBA



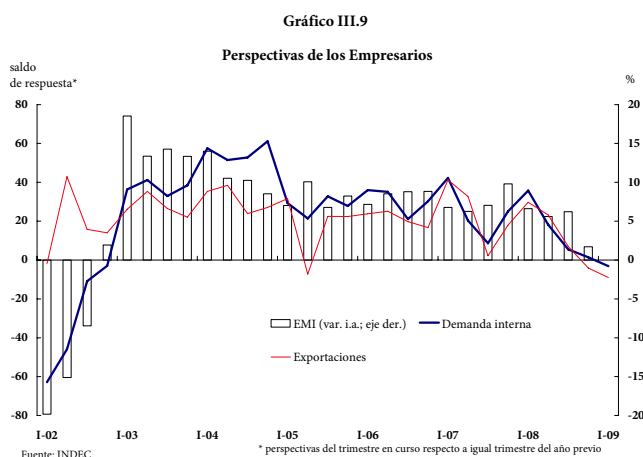
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA



rios (ver Gráfico III.9), probablemente no se esperarían inversiones adicionales a lo largo del año.

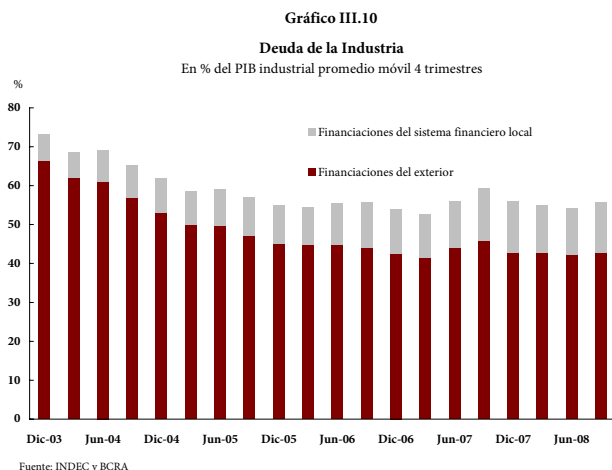
El nivel de endeudamiento de la industria muestra una leve reducción impulsada por el comportamiento de su deuda externa (aproximadamente 43% del PIB sectorial, 23 p.p. menos que a fines de 2003) (ver Gráfico III.10). En este marco, se observa una mayor utilización de los recursos locales. La merma esperada de la actividad industrial podría reflejarse en cierto deterioro de la posición financiera del sector, con efecto eventualmente sobre su capacidad de pago.

La actividad del sector primario exhibió un fuerte deterioro en los últimos meses, situación que podría llegar a afectar levemente su capacidad para enfrentar vencimientos de obligaciones financieras



Con la irrupción de la crisis internacional los precios de las *commodities* producidas en el país exhibieron un abrupto descenso (luego de haber crecido significativamente hasta la primera parte de 2008), reduciendo los ingresos esperados por los productores locales. Los diversos períodos de sequía atravesados en las últimas campañas generaron disminuciones del área sembrada y de los rindes de los granos, así como la escasez de alimentos para los animales, complicando aún más los balances del sector.

Las proyecciones de la cosecha 2008/09 se contrajeron fuertemente como resultado de la importante sequía que dañó gran parte de las zonas agrícolas-ganaderas, previniéndose que los volúmenes obtenidos se sitúen muy por debajo de la campaña precedente (ver Tabla III.1). Los precios de los principales granos que produce el país se estabilizaron a comienzos de 2009, aún ubicándose por debajo de los esperados por los productores en el inicio de las tareas de siembra.



Los productores ganaderos también están siendo afectados por la retracción de la demanda internacional y por la sequía local. La falta de agua se tradujo en una mayor mortandad de animales y escasez de alimentos, motivando a los productores a enviar sus animales en forma masiva a los mercados a fin de evitar pérdidas mayores. El consecuente exceso de oferta y la falta de terminación de los animales llevó a un importante descenso de los precios locales, con consecuentes pérdidas económicas para los productores.

El moderado nivel de endeudamiento del sector primario (ver Gráfico III.11) sigue siendo un factor positivo a la hora de delinear la posición financiera del sector. No obstante, si se sostiene el deterioro de las condiciones

Tabla III.1

Producción de Granos y Algodón

	2006-07 miles tns	2007-08 miles tns	2008-09 febrero miles tns	Var % de la producción	Dif. en miles de tns 2008-09 vs 2007-08	2008-09 octubre miles tns	Dif. en miles de tns feb vs oct
Cereales	41.731	44.531	30.539	-31,4	-13.993	35.933	-5.395
Maíz	21.755	22.000	15.500	-29,5	-6.500	18.500	-3.000
Trigo	14.548	16.300	8.300	-49,1	-8.000	10.500	-2.200
Sorgo granífero	2.795	2.937	3.119	6,2	182	3.266	-147
Otros	2.633	3.294	3.620	9,9	326	3.667	-47
Oleaginosas	52.340	51.518	44.452	-13,7	-7.066	55.133	-10.681
Soja	47.461	46.200	41.000	-11,3	-5.200	50.500	-9.500
Girasol	3.630	4.630	2.750	-40,6	-1.880	3.930	-1.180
Otros	1.249	688	702	2,1	14	703	-1
Algodón	545	494	3.815	672,8	3.321	506	3.309
Total	94.616	96.543	78.805	-18,4	-17.737	91.572	-12.767

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

económicas de la actividad primaria, podrían generarse ciertos desafíos sobre su capacidad de pago en los próximos períodos.

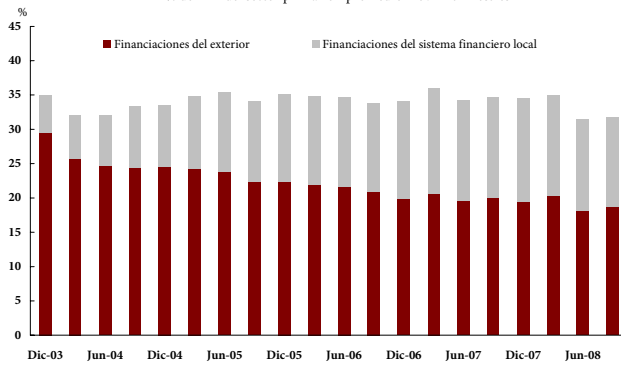
La sostenida actividad del sector de servicios, sumada a las correcciones tarifarias, contribuyen a que las empresas mantengan una buena posición económica y financiera relativa

Las firmas proveedoras de servicios registran un elevado nivel de actividad (ver Gráfico III.12), siendo principalmente impulsadas por las empresas de comunicaciones (ver Gráfico III.13). Durante los próximos meses se esperaría un menor crecimiento en el sector terciario, si bien manteniendo una expansión superior a la producción de bienes. Cabe destacar que la desaceleración industrial impactaría negativamente sobre la demanda de servicios energéticos, al tiempo que la disminución de la producción del sector primario repercutiría sobre los servicios de transporte.

Gráfico III.11

Deuda del Sector Primario

En % del PBI del sector primario - promedio móvil 4 trimestres



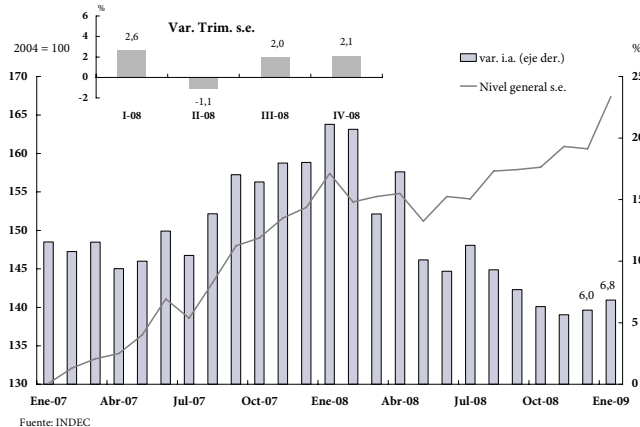
Fuente: INDEC y BCRA

Parte de las empresas del sector verían favorecida su situación financiera por la suba en las tarifas de varios servicios públicos autorizada recientemente por el Gobierno (servicio eléctrico, gas y el transporte). Este escenario de mayores ingresos, combinado con niveles de endeudamiento bajos (casi 19% del PIB sectorial) y decrecientes (evolución liderada por las obligaciones externas), permiten seguir sosteniendo la ya buena posición económica y financiera de las firmas de servicios.

La desaceleración de la actividad de las empresas vinculadas al comercio continuaría durante los próximos meses, generando ciertas presiones sobre la posición financiera del sector

Gráfico III.12

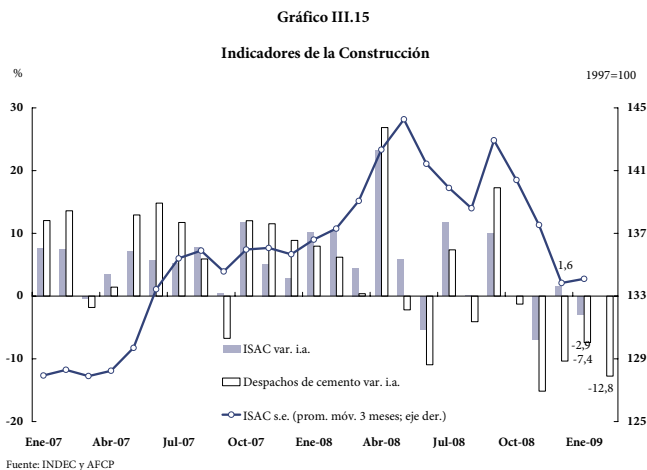
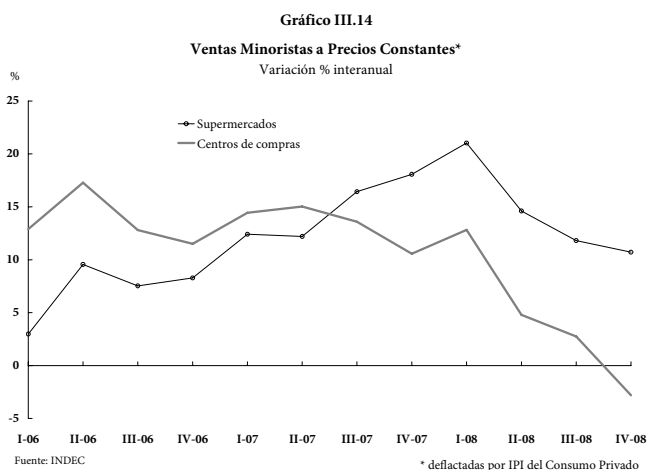
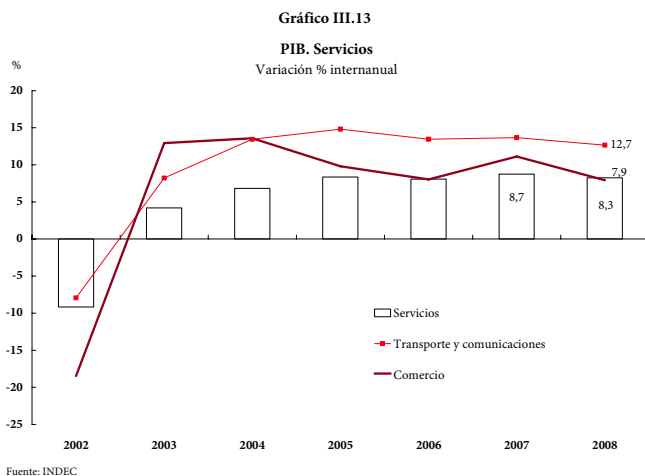
Indicador Sintético de los Servicios Públicos



Fuente: INDEC

El comercio minorista enfrenta una desaceleración de su actividad, registrándose un menor crecimiento de las ventas tanto en los supermercados como en los centros de compras (ver Gráfico III.14). La disminución de la actividad es generalizada entre los diferentes rubros comercializados, registrándose caídas de las ventas particularmente en los productos que no son de primera necesidad.

Las ventas de autos presentaron una significativa reducción hacia fines de 2008, no previéndose un repunte considerable en los próximos meses. La comercialización de otros bienes durables y de electrodomésticos ha sido menos afectada, en parte favorecida por las promociones de precios y los planes de financiación instrumentados por el Gobierno. Actualmente no se esperan nuevas inversiones tendientes a incrementar las bocas de expendio en el sector en los próximos meses, en un contexto



de desaceleración proyectada en el gasto de las familias. La menor actividad esperada de las firmas comerciales podría generar ciertas presiones sobre su posición financiera, con eventual reflejo en su capacidad de pago.

En un marco de bajos niveles de endeudamiento, las empresas de la construcción mantienen una buena posición económica y financiera

La construcción profundizó su desaceleración a lo largo de 2008, tras varios años de fuerte expansión (ver Gráfico III.15). La incertidumbre generada por la crisis internacional y la menor demanda de inmuebles continúan afectando negativamente al sector.

Para lo que resta de 2009 se prevé una evolución diferenciada entre las obras privadas y las vinculadas al sector público. El sector privado reduciría su actividad según se desprende del comportamiento de los despachos de cemento, de los permisos de la construcción y de las perspectivas de los empresarios. En tanto, la implementación de los planes gubernamentales de infraestructura incrementaría la actividad de las empresas ligadas principalmente a las obras públicas, que fueron las de menor dinamismo durante 2008. En este sentido, en diciembre pasado el Gobierno anunció el “Plan de Obras para Todos los Argentinos”, que incluye inversiones vinculadas a la energía, la minería, las comunicaciones, el transporte y las viviendas. De acuerdo a lo programado, los fondos destinados a infraestructura y viviendas para 2009 más que duplicarían los de 2008.

Cabe considerar que las empresas de la construcción mantienen bajos niveles de endeudamiento (en el orden de 12% del PIB sectorial) que, sumados a los beneficios obtenidos de la actividad en los últimos años, les permiten seguir contando con una buena posición económica y financiera más allá del impacto de una eventual mayor ralentización en la actividad del sector en los próximos meses.

III.2 Familias

En un escenario de desaceleración económica podría generarse cierta debilidad en el mercado de trabajo, lo cuál impondría algunos desafíos sobre la capacidad de pago de los hogares

La caída de la confianza de los consumidores ante un contexto de mayor incertidumbre (ver Gráfico III.16), está siendo acompañada por el ajuste del gasto de las familias en una actitud precatoria. El crecimiento del consumo de los hogares registra una desaceleración (ver Gráfico III.17), en un contexto en el cual el mercado la-

Gráfico III.16
Confiianza de los Consumidores

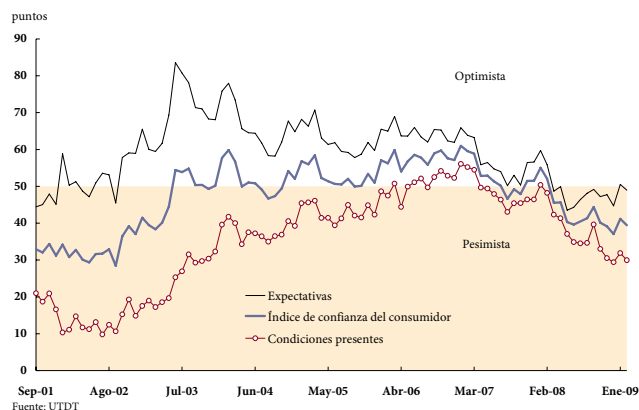


Gráfico III.17

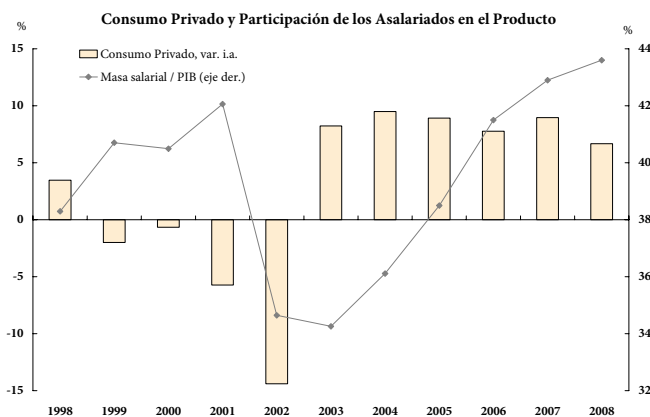
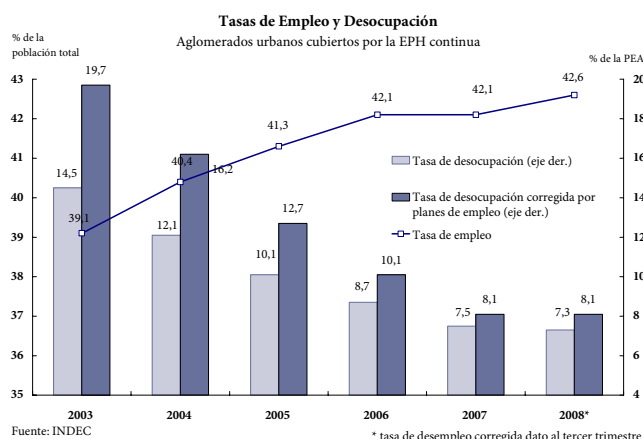


Gráfico III.18



boral ha dejado de exhibir mejoras y el crecimiento esperado de los salarios sería inferior al de años anteriores.

Empresas de algunos sectores, principalmente industriales, decidieron adelantar vacaciones y suspender parte del personal a fin de reducir los niveles de producción y de *stocks* acumulados por encima de lo deseado. A pesar de ello, la desocupación siguió exhibiendo una ligera tendencia decreciente (ver Gráfico III.18). El mercado de trabajo podría experimentar menos fortaleza relativa en los próximos meses, a la par del menor dinamismo de la actividad económica.

Los ingresos nominales mantienen un ritmo de crecimiento similar al de 2007, vislumbrándose una leve desaceleración durante los próximos meses. La reducción de los niveles de inflación daría lugar a que las futuras negociaciones salariales entre las empresas y los sindicatos puedan determinar una suba nominal menor a años previos. En términos de los ingresos totales, el efecto sería compensado en parte por la reducción de impuestos y el incremento de las transferencias públicas. En particular, en los últimos meses se realizaron cambios en el cómputo del impuesto a las ganancias que favorecen a los asalariados y se anunciaron incrementos en planes sociales y otros beneficios gubernamentales. En el primer semestre de 2009 se realizaría el primer ajuste a los haberes de pensionados y jubilados determinados por la Ley de Movilidad Previsional.

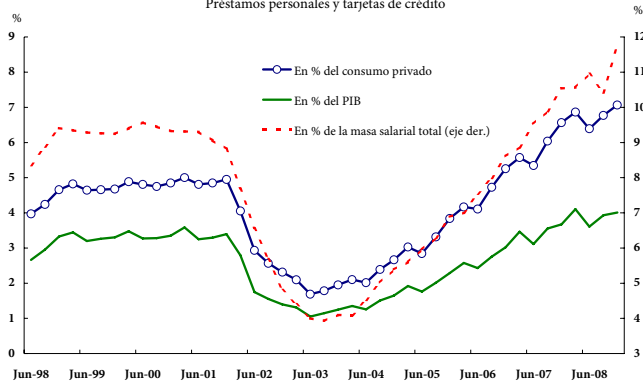
De manera similar a los últimos años, las familias siguen incrementando sus niveles de endeudamiento y de carga de los servicios de sus obligaciones por encima de la expansión de sus ingresos (ver Gráfico III.2). Esta situación podría eventualmente reflejarse en su capacidad de repago. El mayor endeudamiento de los hogares sigue siendo especialmente impulsado por las líneas crediticias destinadas al consumo (personales y tarjetas de crédito) (ver Gráfico III.19), que actualmente alcanzan una ponderación por encima de los valores de pre-crisis 2001-2002 tanto en términos del PIB, de la masa salarial como del consumo privado. Esta tendencia podría observar cambios en los próximos meses, en el marco de la desaceleración del consumo de los hogares.

III.3 Sector público

El desempeño de las cuentas del sector público responde a la profundización de la crisis internacional y su impacto sobre la economía local

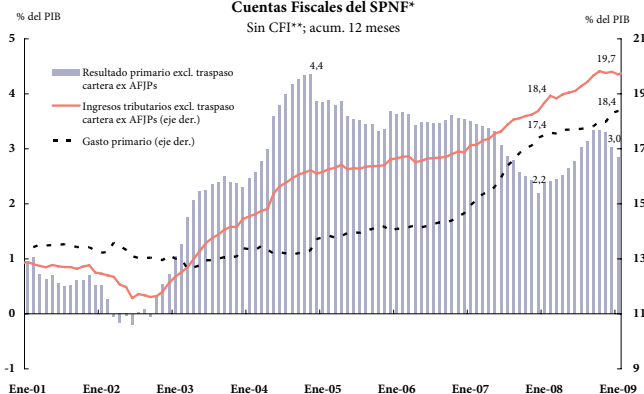
En 2008 el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) mostró una mejora en base anual (ver Gráfico III.20), principalmente por el creci-

Gráfico III.19
Endeudamiento por Consumo de las Familias
 Préstamos personales y tarjetas de crédito



Fuente: BCRA

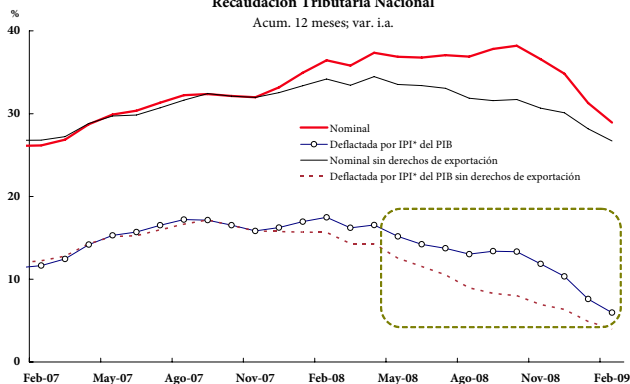
Gráfico III.20
Cuentas Fiscales del SPNF*
 Sin CFI**; acum. 12 meses



* Sector Público Nacional no Financiero, base caja; ** Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales
 Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Gráfico III.21

Recaudación Tributaria Nacional
 Acum. 12 meses; var. i.a.



* Índice de Precios Implícitos
 Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

miento de los recursos tributarios³³, evolución que excluye el traspaso de la cartera de activos asociada a la reforma previsional. No obstante, hacia el último trimestre de 2008 la recaudación tributaria nacional evidencia una desaceleración. La merma en el crecimiento de la recaudación obedeció a la evolución de los derechos de exportación y del impuesto al valor agregado (IVA), parcialmente compensado por el aumento de los recursos de la seguridad social (a partir de diciembre, incorporan los aportes antes destinados al régimen de capitalización privado). La recaudación en términos reales continuó exhibiendo una reducción en su tasa de crecimiento (ver Gráfico III.21). La presión tributaria nacional alcanzó un nuevo récord en 2008 cercano a 26% (ver Gráfico III.22).

El gasto primario siguió aumentando, influido por el incremento de las transferencias al sector privado y por las prestaciones de la seguridad social. De esta manera, las erogaciones primarias volvieron a registrar un nuevo máximo histórico al representar aproximadamente 24,7% del PIB (ver Gráfico III.23).

El superávit primario totalizó alrededor de 3,1% del PIB en 2008. Así, el resultado financiero exhibió un incremento hasta 1,4% del PIB, más allá del aumento del pago de intereses vinculado a la mayor atención de cupones ligados al PIB.

Durante 2009 los ingresos continuarían representando una proporción similar en términos del PIB, con una menor participación de los derechos de exportación y mayores ingresos asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). El gasto se vería impulsado por la movilidad de las prestaciones previsionales³⁴, el plan de infraestructura y otras medidas fiscales anunciadas por el Gobierno Nacional, en línea con las políticas anticíclicas adoptadas en el resto del mundo.

Dada la evolución esperada de los ingresos y de los gastos, el sector público continuaría evidenciando un superávit primario.

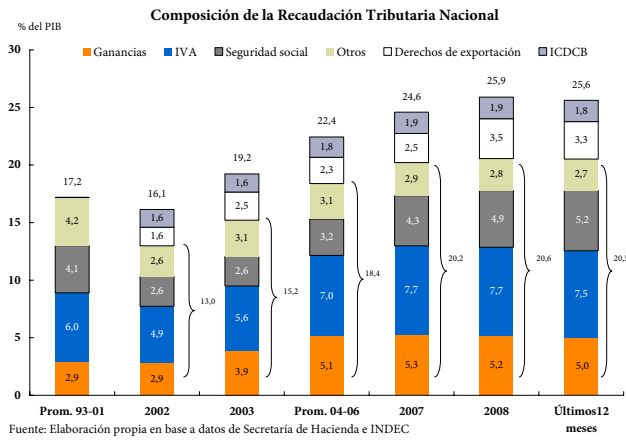
La deuda pública nacional mantendría su proporción relativa en el PIB a lo largo de 2009, luego de verificar una caída el año anterior

A septiembre de 2008 la deuda pública nacional (DPN) totalizó US\$145.707 millones, por encima del cierre de 2007 como resultado de los ajustes por CER y la capitalización de intereses, efectos que fueron parcialmente compensados por las amortizaciones netas de deuda.

³³ Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del cuarto trimestre de 2008 y primer trimestre de 2009.

³⁴ Ley N° 26.417.

Gráfico III.22

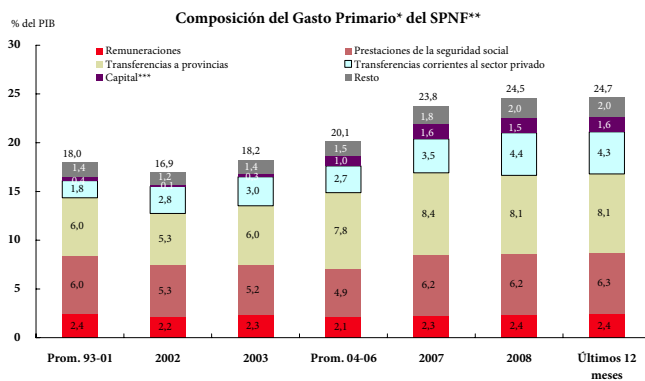


Así, la DPN representó aproximadamente 46% del PIB y exhibió una reducción de alrededor de 10 p.p. respecto de diciembre de 2007 (ver Gráfico III.24).

Las fuentes domésticas resultan suficientes para enfrentar las necesidades de financiamiento de 2009 del SPNF

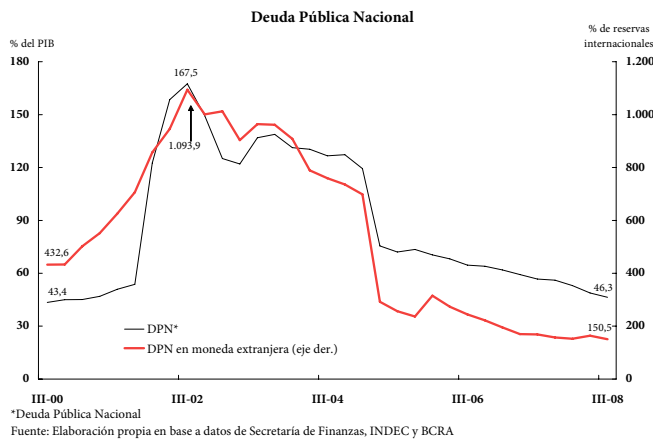
Durante el primer bimestre de 2009 el Tesoro Nacional realizó un canje de Préstamos Garantizados Nacionales (PGN), por aproximadamente \$15.600 millones en el tramo local y \$3.400 millones en el internacional, involucrando especies con vencimientos concentrados en el período 2009-2011. A tal fin, se emitieron bonos y pagarés de tipo *bullet* en pesos a 5 años (vencimiento en 2014). El resultado de las operaciones permitió alivianar los vencimientos del año en casi \$6.500 millones, representando más de 10% de las necesidades de financiamiento de 2009.

Gráfico III.23



Las necesidades de financiamiento remanentes del sector público se concentran fundamentalmente en el tercer y cuarto trimestre de 2009, influidas por los vencimientos de servicios y amortización del BODEN 12 y del cupón ligado al PIB. Aún en un escenario de acceso restringido a los mercados internacionales, las fuentes locales de financiamiento y algunas operaciones de administración de pasivos permitirían enfrentar todos los vencimientos de la deuda.

Gráfico III.24



IV. Sector Financiero

Síntesis

La intermediación financiera con el sector privado crece a un ritmo más moderado que en años anteriores, en un contexto de sostenido deterioro en los mercados financieros internacionales que impacta sobre la economía local. Los Inversores Institucionales están reflejando los efectos del marco de mayor incertidumbre, reacomodando sus carteras hacia instrumentos relativamente más líquidos. A partir de diciembre entró en vigencia el nuevo Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) de carácter solidario y de reparto, que absorbió y sustituyó al régimen de capitalización individual.

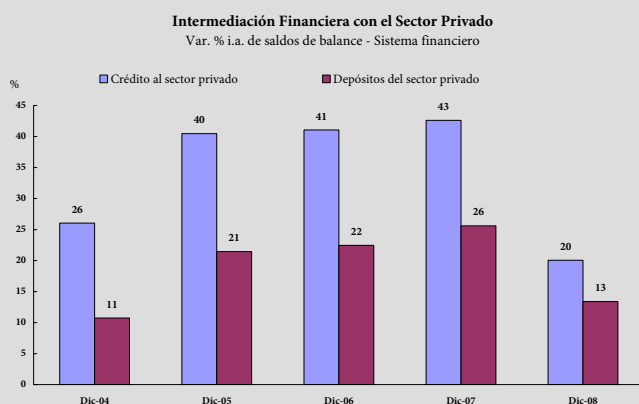
Las financiaciones de los bancos al sector privado registran una desaceleración en su crecimiento, observándose una mayor participación relativa de los bancos oficiales. Continúa siendo más significativa la expansión de los créditos destinados a las familias, especialmente aquellos vinculados con el consumo (tarjetas y personales), mientras que en el segmento de créditos a empresas ganan participación la industria y el sector primario. Los depósitos del sector privado atemperan su ritmo de crecimiento (verificando una merma transitoria en octubre), sosteniendo su participación en el fondeo total de las entidades financieras (casi 55%).

El sistema financiero muestra, por cuarto año consecutivo, ganancias contables nominales (ROA de 1,6% en

2008, nivel similar al del año anterior). Los recursos provenientes de las fuentes más estables, los resultados por intereses y por servicios, representan dos terceras partes de los ingresos de los bancos. No obstante, en el escenario actual de alta volatilidad en los mercados financieros, si se valúa la cartera de activos del sector público de los bancos a precios de realización, los beneficios contables nominales obtenidos en los últimos dos años se transformarían en negativos.

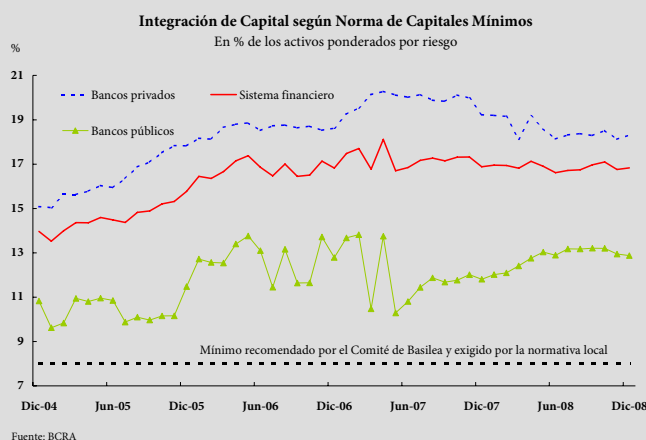
El patrimonio neto del sistema financiero continúa aumentando, verificando al mismo tiempo mejoras cualitativas en su composición. La banca mantiene un nivel de integración de capital del orden de 16,8% de los activos ponderados por riesgo, superando tanto las recomendaciones internacionales como las exigencias locales. La solvencia del sistema financiero se mantiene en niveles adecuados aún si se valúa la cartera de activos del sector público a precios de realización. Los nuevos aportes de capital de los últimos años, sumados a la recomposición de las fuentes tradicionales de ingresos y los acotados riesgos enfrentados por las entidades financieras, permiten sostener la solidez del sector. Durante los próximos meses se prevé que seguiría consolidándose gradualmente la solvencia del sector financiero, proceso que podría ser afectado en cierta medida por el menor crecimiento del volumen de intermediación financiera.

Gráfico IV.1



Nota: Se corrige los saldos de balance de los depósitos por el traspaso de las cuentas de las AFJP a la Anses.
Fuente: BCRA

Gráfico IV.2



IV. Intermediarios Financieros

La evolución de la intermediación financiera local recoge el impacto de la crisis global

Los intermediarios financieros continúan reflejando los efectos de la profunda crisis internacional, situación acentuada por ciertos factores de origen local. Los bancos están verificando una desaceleración en el crecimiento de su actividad de intermediación de recursos con las familias y las empresas, manteniendo elevados niveles de liquidez y de solvencia. Por su parte, los Fondos Comunes de Inversión (FCI) registran caídas en su patrimonio, evidenciando una mayor demanda de instrumentos más líquidos (*money market*).

A principios de diciembre de 2008 se promulgó la Ley N° 26.425 de creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), de carácter solidario y de reparto, que absorbió y sustituyó al anterior régimen de capitalización individual administrado por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Mediante este nuevo marco normativo se traspasó la cartera de activos de los fondos de pensión al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Régimen Previsional Público de Reparto del SIPA, siendo administrado por la ANSeS.

IV.1 Inversores institucionales

El contexto volátil afecta el accionar de los inversores institucionales

El contexto internacional de creciente volatilidad, mayor aversión al riesgo y deterioro en las cotizaciones impacta negativamente sobre los Fondos Comunes de Inversión (FCI). En un escenario de creciente incertidumbre, disminuyó el apetito por fondos de rendimiento variable. Por otro lado, el debilitamiento de los precios en los mercados tanto de renta fija como variable, en un contexto de fuerte caída en los volúmenes transados dados los cambios en el régimen previsional, hicieron que se fortaleciera la demanda de activos considerados más líquidos (ver Gráfico IV.3).

En este marco, la proporción de la cartera de los FCI destinada a *money markets* (incluyendo plazos fijos) prácticamente se duplicó en la segunda mitad de 2008 hasta representar dos tercios de la cartera total, manteniéndose en esos niveles en la primera parte de 2009. La participación de los activos de renta fija también creció durante el período, mientras que se contrajo la proporción de los fondos de acciones (que pasaron a ser los más afectados por la crisis).

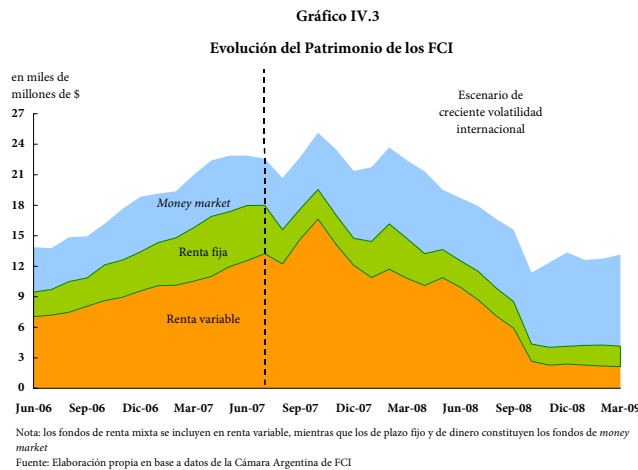


Tabla IV.1

Situación Patrimonial

Sistema Financiero - En % del activo neteado

	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Variación en p.p.		Variación del Saldo	
				II Sem - 08	2008	II Sem - 08 (%)	2008 (%)
Activo	100	100	100			11	15
Activos líquidos	17	18	21	2	4	42	41
Títulos del BCRA	11	11	9	-2	-2	-28	-10
Crédito al sector privado	41	42	43	1	2	16	20
Crédito al sector público	17	15	14	-1	-3	-8	-8
Otros activos	14	14	14	0	0	17	15
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100			11	15
Depósitos del sector público	17	20	18	-2	1	-6	20
Depósitos del sector privado	56	54	55	1	-1	16	14
Obligaciones con el BCRA (1)	1	1	1	0	0	-28	-20
ON, OS y Líneas del exterior	4	4	4	0	-1	-6	-1
Otros pasivos	9	9	10	1	1	30	27
Patrimonio neto	13	13	13	0	0	14	12

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

Fuente: BCRA

IV.2 Entidades financieras

Actividad

La intermediación financiera con el sector privado crece a un ritmo más moderado

Se modera gradualmente la expansión de la intermediación financiera de los bancos con el sector privado, en un contexto de sostenido deterioro en los mercados financieros internacionales que se refleja en el menor crecimiento económico local (ver Página 28). Tanto el crédito a las familias y a las empresas como los depósitos del sector privado redujeron su tasa de expansión, luego de verificar 4 años consecutivos de sostenido y robusto incremento (ver Gráfico IV.1).

El sistema financiero mantiene la tendencia de *crowding in* del sector privado, en cierta medida como contrapartida de la sostenida disminución de su exposición al sector público (ver Tabla IV.1). Es de esperar que esta evolución se debilite en cierto grado en los próximos meses, tomando nuevamente impulso una vez que vuelva a perfilarse un escenario de cierta recuperación de los mercados internacionales.

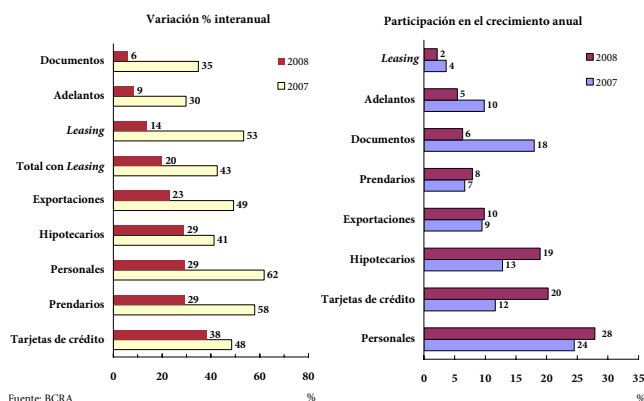
Los bancos continúan incrementando sus niveles de liquidez precautoria, teniendo en cuenta el impacto local del deterioro de las condiciones financieras globales. Se espera que las entidades financieras sigan manteniendo niveles de liquidez elevados en los próximos meses, brindándoles un reaseguro adicional, al tiempo de dotarlas de un margen para incrementar rápidamente su financiación al sector privado ante un escenario de reversión de las condiciones externas.

El crecimiento de las financiaciones al sector privado alcanzó 20% en 2008, 23 p.p. menos que a lo largo del año anterior, desempeño que resulta generalizado entre líneas crediticias (ver Gráfico IV.4). La expansión del crédito comercial (adelantos, documentos, *leasing* y las financiaciones a las exportaciones) se desaceleró más que el crédito al consumo, en línea con la actividad de los principales sectores productivos.

Los préstamos otorgados mediante tarjetas de crédito y los personales sostienen un elevado dinamismo, tendencia que probablemente se atempere en los próximos meses en los que se espera un menor gasto de las familias (ver Página 42). Los créditos con garantía real siguen creciendo, adquiriendo mayor participación en la expansión de las financiaciones del sector privado.

Gráfico IV.4

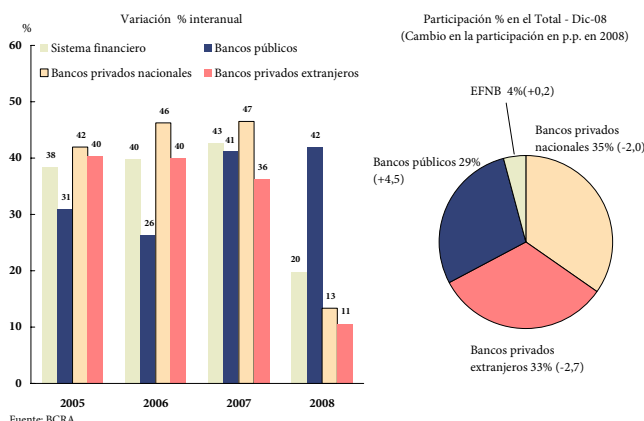
Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea



Fuente: BCRA

Gráfico IV.5

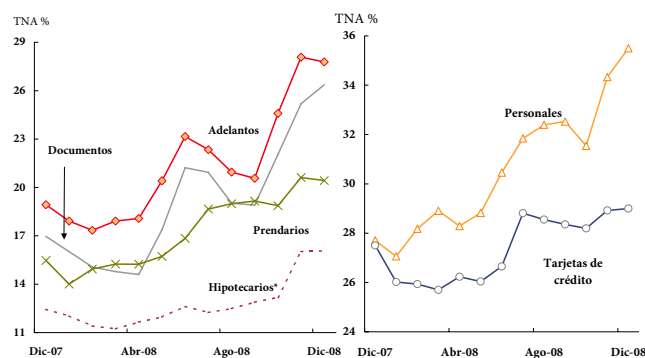
Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Bancos



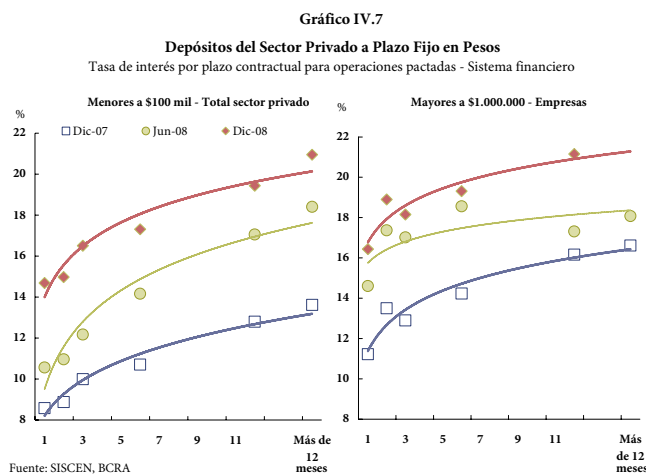
Fuente: BCRA

Gráfico IV.6

Tasas de Interés Activas
Crédito al sector privado - Sistema financiero

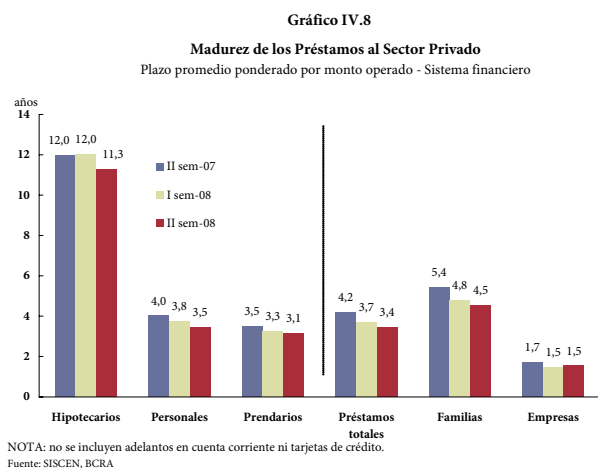


* La tasa de interés de préstamos hipotecarios incluye a las operaciones concertadas a tasa fija o repactable.
Fuente: SISGEN, BCRA



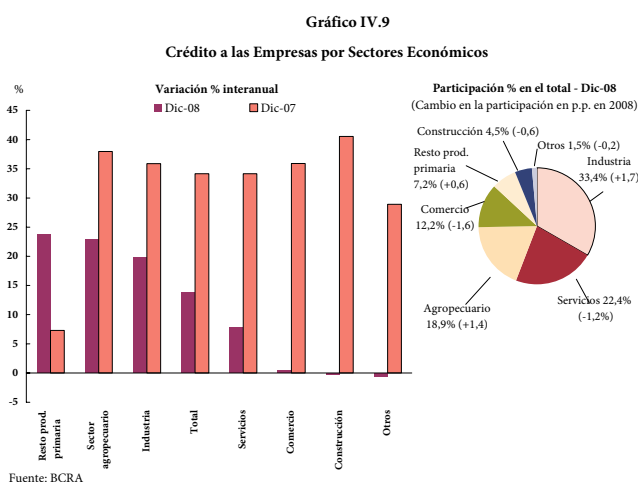
Los bancos públicos evidencian un mayor dinamismo relativo en la generación crediticia en los últimos meses, aumentando su participación hasta 29% del total de financiaciones (ver Gráfico IV.5).

La evolución del crédito al sector privado se produjo en un contexto de gradualmente mayores niveles de tasas de interés activas (ver Gráfico IV.6). Las subas más significativas se registraron en las líneas comerciales (adelantos y documentos) y en los préstamos personales. Las tasas de interés pasivas también verifican cierto aumento (ver Gráfico IV.7). Las medidas de liquidez implementadas por el BCRA en los últimos meses han logrado atemperar parcialmente esta evolución. En este contexto, el *spread* de tasas de interés operadas está evidenciando cierta tendencia creciente en los últimos meses.



Las financiaciones a las familias impulsan el incremento anual del crédito al sector privado

El aumento del crédito al sector privado está siendo principalmente impulsado por las financiaciones destinadas a las familias, que registran una tasa de expansión que más que duplica a la de las líneas a empresas³⁵. La madurez de las nuevas financiaciones otorgadas a los hogares está experimentando un leve retroceso, que se ve reflejado en el menor plazo promedio de los créditos otorgados a todo el sector privado (ver Gráfico IV.8).



El financiamiento al sector corporativo está registrando una desaceleración generalizada en todos los sectores económicos (ver Gráfico IV.9), con excepción de las líneas destinadas al sector primario no agropecuario. En este contexto, las financiaciones a la industria y a la producción primaria (sector agropecuario y resto de las actividades primarias) gradualmente ganan participación en el financiamiento a empresas, alcanzando en conjunto casi 60% del total. Como contrapartida, los créditos destinados al comercio, a la construcción y a los servicios paulatinamente pierden ponderación.

De no mediar una profundización de la crisis financiera internacional, se espera que en el resto de 2009 el crédito al sector privado crezca moderadamente, con un mayor aporte de las líneas de más corto plazo. En este marco, el Gobierno está implementando una serie de planes de estímulo crediticio. Se destaca la licitación de fondos de la ANSeS, que deberán ser aplicados por las entidades financieras adjudicatarias al otorgamiento de préstamos a

³⁵ Se consideran financiaciones a empresas a aquellas otorgadas a personas jurídicas y el financiamiento comercial otorgado a personas físicas, el resto de las financiaciones a personas físicas se considera dentro del concepto de familias.

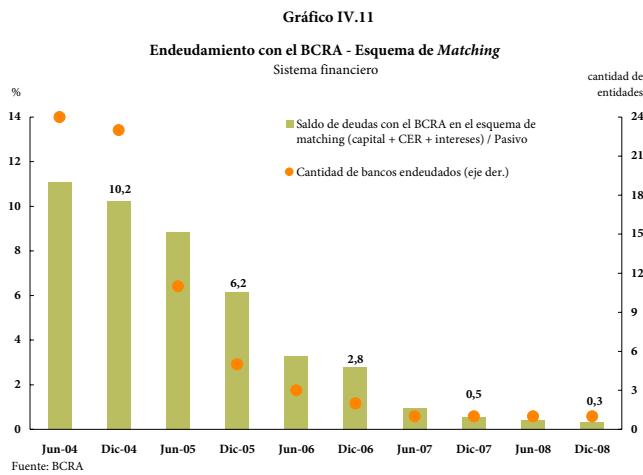
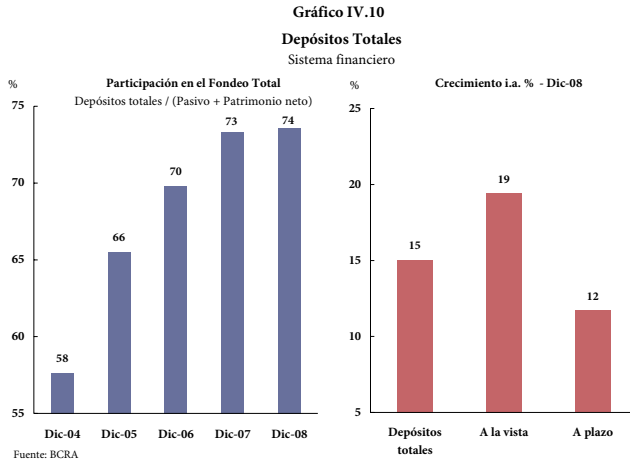
las familias, a las PyMEs y al sector exportador³⁶, entre otros.

El BCRA implementó cambios normativos con el propósito de incrementar el acceso de la población a los servicios bancarios y fomentar el crédito a los proyectos productivos, en especial, el microcrédito. En este sentido, se incorporó una categoría especial para las financiaci3nes a microempresores que sean otorgadas usando las técnicas de originaci3n y seguimiento típicas de ese segmento (basadas, principalmente, en el cercano monitoreo de los clientes), flexibilizando la operatoria al darle un tratamiento prudencial acorde a sus características. Asimismo, se facilita la generaci3n de financiaci3nes a trav3s de las instituciones de microcrédito (IM), incorporándose una categorí3a especial para los créditos bancarios otorgados a las IM (actuando como “banca de segundo piso”) y exceptuándose a estas líneas de las normas de graduaci3n del crédito. Por último, se incluyó dentro de las actividades complementarias que pueden realizar las entidades financieras, la participaci3n en instituciones que tengan por objeto el financiamiento a microempresores, impulsando el desarrollo de estas actividades. El BCRA también redujo las exigencias de efectivo mínimo en moneda extranjera, instrumentó un esquema de licitaciones para acceder a pases en moneda extranjera a aquellas entidades que aumenten sus financiaci3nes al comercio exterior, a la vez que amplió los destinos para aplicar los depósitos en moneda extranjera.

El menor ritmo de expansi3n de los depósitos del sector privado explica la desaceleraci3n anual de las colocaciones totales

A lo largo de 2008 el saldo de los depósitos totales del sistema financiero aumentó 15%, levemente por debajo del año anterior. Este menor incremento está explicado por el comportamiento de las colocaciones del sector privado³⁷ (crecen 13,4%), dado que los depósitos del sector público incrementaron su ritmo de expansi3n en el año (19,9%). Cabe considerar que en octubre los depósitos del sector privado registraron una caída transitoria (4,8% en las colocaciones en pesos), no vinculada a las variables fundamentales del sistema financiero.

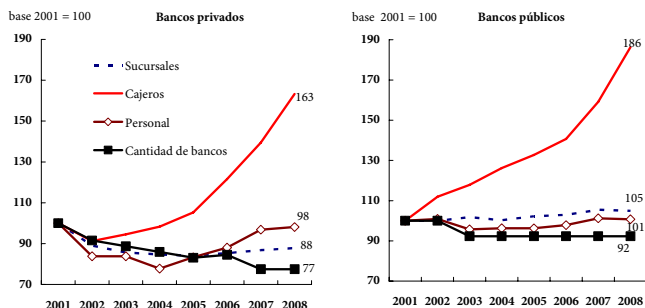
Las imposiciones totales son impulsadas tanto por las colocaciones a plazo como por aquellas a la vista, siendo



³⁶ La ANSeS está realizando subastas de depósitos a plazo fijo con fondos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del SIPA. En un principio se otorgaron fondos para créditos en moneda local destinados al consumo, la compra de automotores nuevos y el financiamiento de PyMEs. Luego se incorporó dentro de los destinatarios a la industria autopartista, así como también se adicionaron subastas en moneda extranjera que apuntan a la prefinanciación de exportaciones.

³⁷ En todos los casos, se ajustan los saldos de balance por el traspaso de depósitos de los fondos de pensi3n administrados por las AFJP (sector privado) a la ANSeS (sector público), producto de la reforma del régimen previsional.

Gráfico IV.12
Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos

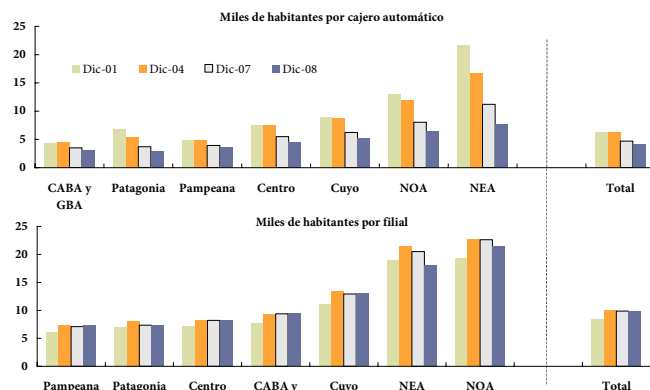


Nota: en el número de sucursales se incluyen aquellas móviles y transitorias; la cantidad de cajeros automáticos abarca las terminales de autoservicio.

Fuente: BCRA

Gráfico IV.13

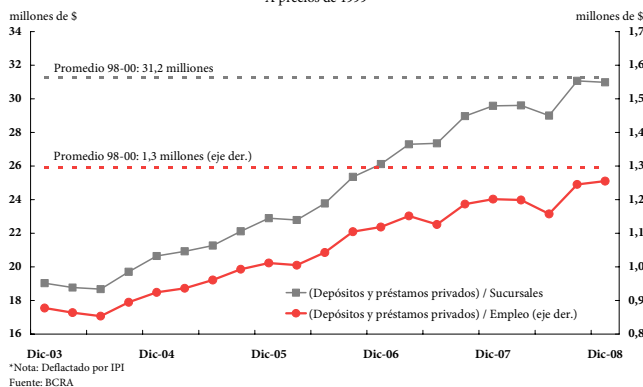
Alcance Regional del Sistema Financiero



Fuente: BCRA e Indec

Gráfico IV.14

Productividad
A precios de 1999*



estas últimas las más dinámicas. De esta manera, los depósitos totales continúan ganando participación en el fondeo total de la banca (pasivo neteado más patrimonio neto) al representar casi tres cuartas partes del mismo, por encima de años anteriores (ver Gráfico IV.10). Los depósitos del sector privado, cuyo crecimiento es mayormente dinamizado por las colocaciones a plazo, mantienen su participación en el fondeo total (casi 55%). Durante los próximos meses continuarían aumentando las colocaciones en el sistema financiero, probablemente evidenciando tasas de crecimiento más moderadas, al menos hasta tanto se recupere el escenario macroeconómico y financiero.

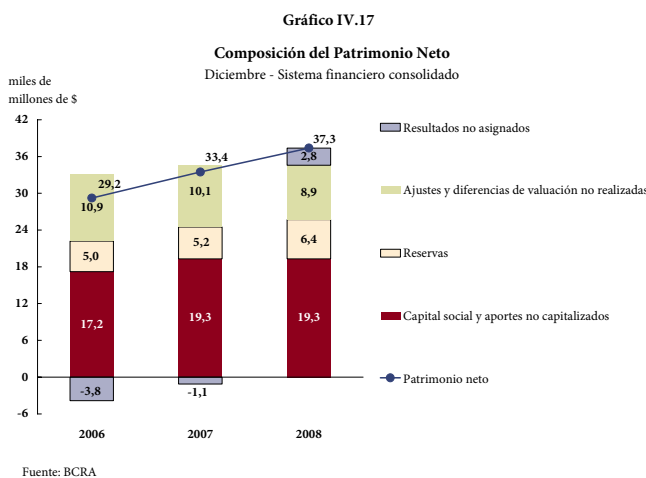
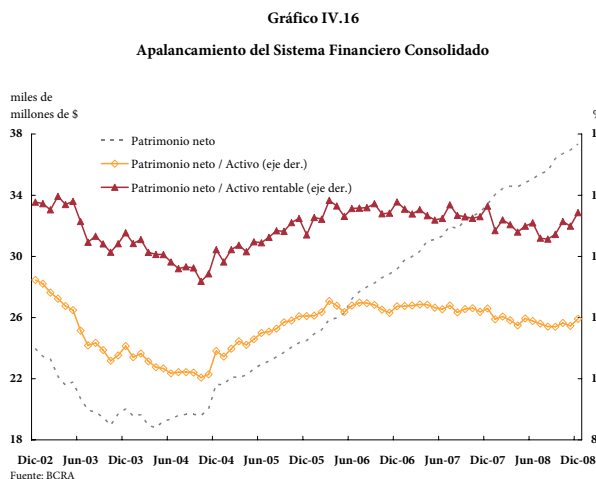
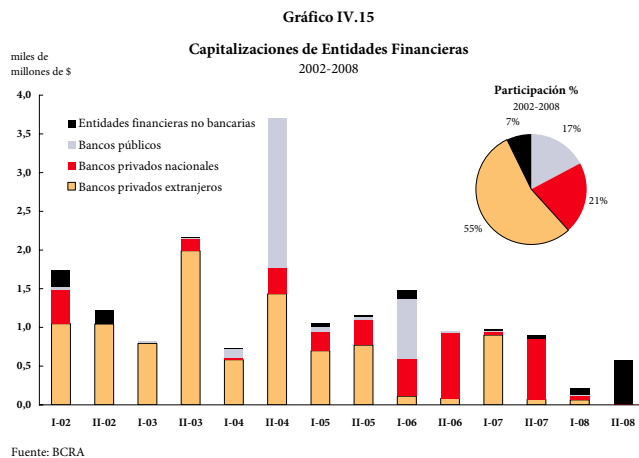
Consolidando el proceso de normalización de los pasivos de la banca, los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002 continúan reduciéndose, hasta alcanzar 0,3% del pasivo del sistema financiero (ver Gráfico IV.11). Estas obligaciones están próximas a desaparecer del balance de la banca, permaneciendo sólo una entidad financiera de las 24 iniciales con compromisos dentro del esquema de *matching*.

Se incrementa el número de cajeros automáticos y de sucursales, en un marco de distribución regional más homogénea

La expansión de la actividad de intermediación financiera continúa reflejándose en la estructura operativa del sector. La cantidad de sucursales sigue incrementándose al igual que el número de cajeros automáticos. De esta manera, el número de cajeros automáticos supera en más de dos terceras partes el *stock* de 2001. Esta tendencia se encuentra principalmente explicada por las entidades financieras privadas, mientras que los bancos públicos presentan un mayor dinamismo relativo, si bien partiendo desde niveles menores.

En 2008 la nómina de trabajadores en el sistema financiero creció 0,7%, incremento mayormente explicado por los bancos privados y las EFNB, mientras que la banca pública presentó una ligera caída. Tanto los bancos públicos como los privados finalizaron 2008 con una dotación de personal similar a la de fines de 2001 (ver Gráfico IV.12).

La distribución más homogénea del crecimiento de la cantidad de cajeros automáticos en los últimos años viene generando una mejora en el acceso regional a los servicios financieros a lo largo del país. En 2008 la relación habitantes por cajero automático observó caídas significativas en las regiones con menor cobertura (ver Gráfico IV.13), reduciendo a 2,5 veces la brecha entre la región con mayor y menor cobertura (5,1 en pre-crisis). De la



misma manera, se observa una distribución territorial más uniforme de las sucursales con respecto a fines de 2001.

La evolución de la estructura operativa del sistema financiero es acompañada por ciertas mejoras en términos de eficiencia operativa. El crecimiento de los préstamos y de los depósitos del sector privado por encima de la expansión de los factores productivos se refleja en una mejora en los indicadores de productividad (ver Gráfico IV.14).

El nivel de concentración del sistema financiero se mantiene en los últimos años³⁸, observándose asimismo una mayor tendencia hacia una distribución más uniforme del mercado por tipo de bancos. En 2008 la banca pública nacional aumentó su participación en los depósitos del sector privado hasta 31%, en detrimento de las entidades financieras extranjeras, si bien este grupo sigue mostrando la mayor participación de mercado (36%). Los bancos privados nacionales mantienen su ponderación.

Posición de Capital

El sistema financiero sostiene su solidez

El sistema financiero sigue robusteciendo su solvencia, principalmente impulsada por la obtención de beneficios contables y la recepción de aportes de capital. Las nuevas inyecciones de recursos totalizan aproximadamente \$800 millones a lo largo de 2008, siendo principalmente canalizadas a las entidades financieras no bancarias (ver Gráfico IV.15). Desde 2002 se acumulan capitalizaciones por casi \$17.700 millones, siendo los bancos privados extranjeros los mayores receptores.

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado viene presentando incrementos interanuales de casi 12%, siendo especialmente dinamizado por los bancos privados, en tanto los públicos evidencian cierta desaceleración. El patrimonio neto consolidado se redujo levemente en relación al activo (ver Gráfico IV.16), en línea con el crecimiento de la actividad del sector.

La composición del patrimonio neto evidencia cierta mejora

El incremento del patrimonio neto de los bancos se está dando de la mano de una mejora gradual en su composición, absorbiéndose pérdidas registradas en ejercicios anteriores (principalmente durante la crisis de 2001-

³⁸ Índice de Herfindahl Hirschman de aproximadamente 660 (medido por la suma de depósitos y créditos al sector privado).

Gráfico IV.18
Cambio en la Integración de Capital
En % de los activos ponderados por riesgo

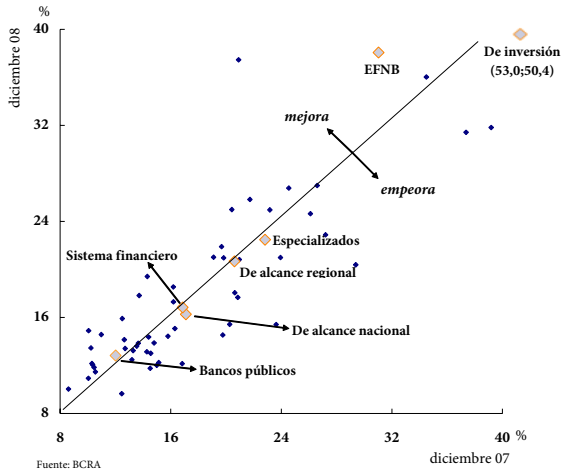


Gráfico IV.19
ROE
Sistema financiero

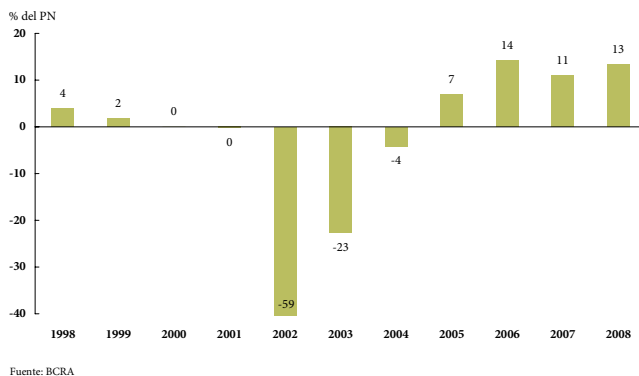
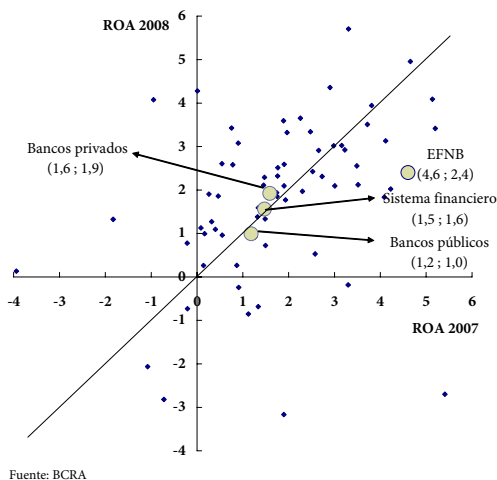


Gráfico IV.20
Rentabilidad por Grupo de Bancos



2002) (Ver Gráfico IV.17), mientras que el capital social y las reservas se mantienen en niveles elevados.

Superando las recomendaciones internacionales y las exigencias locales, la integración de capital del sistema financiero se ubica en 16,8% de los activos ponderados por riesgo (ver Gráfico IV.2). La solvencia del sistema financiero se mantiene en niveles adecuados aún si se ajustase el valor de la cartera de activos del sector público a precios de realización. Todos los grupos de entidades financieras sostienen niveles de integración de capital similares a los del año anterior (ver Gráfico IV.18), al tiempo que la banca muestra holgura en términos del exceso de integración.

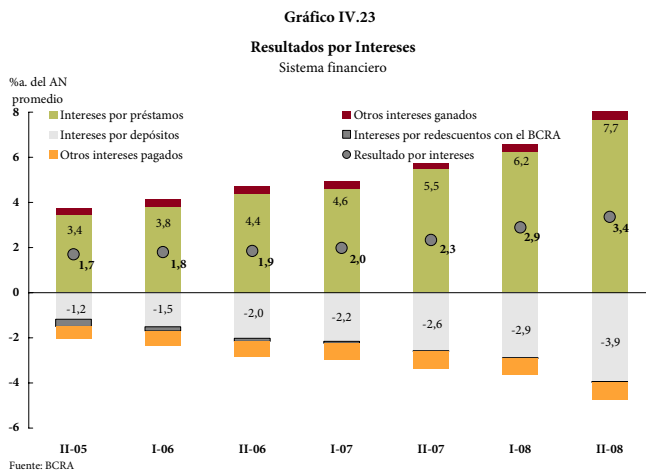
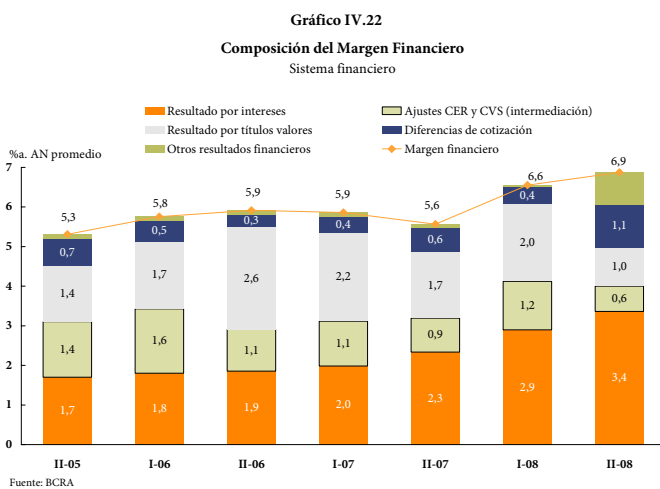
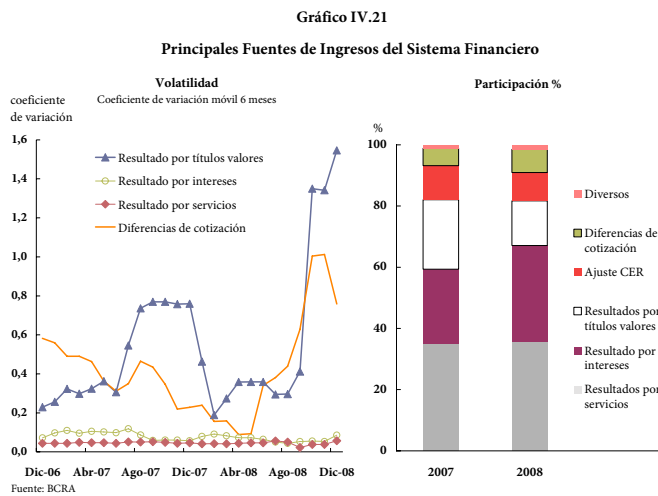
Los ingresos obtenidos de la actividad de intermediación financiera con el sector privado siguen fortaleciendo la solidez del sector

En un contexto de menor crecimiento del volumen de intermediación financiera con las empresas y las familias (ver Página 49), el sistema financiero completó su cuarto año consecutivo con ganancias contables nominales. No obstante, en el actual escenario de sostenida volatilidad en los mercados financieros, si se valúa la cartera de activos del sector público de los bancos a precios de realización, los resultados de los últimos dos años se transformarían en negativos.

Durante 2008 la rentabilidad alcanzó 1,6% de los activos y 13,4% del patrimonio neto (ver Gráfico IV.19), presentando un comportamiento generalizado entre las entidades: 70 de las 84 entidades financieras obtuvieron utilidades (representando casi la totalidad de los activos del sector) (ver Gráfico IV.20).

En el transcurso de 2008 la rentabilidad de la banca en términos del activo se mantuvo en línea con el desempeño del año anterior, evidenciándose ciertos cambios en su composición: incrementos en el margen financiero y en los resultados por servicios que fueron en parte compensados por los mayores gastos de administración y cargos por incobrabilidad. En la segunda parte del año las utilidades alcanzaron 1,5%a. del activo, impulsadas por los crecientes recursos provenientes de las fuentes más estables, los resultados por intereses y por servicios, que representan dos terceras partes de los ingresos del sector. Los resultados por títulos valores constituyen el rubro más volátil del estado de resultados del sistema financiero (ver Gráfico IV.21),

El margen financiero alcanza un máximo histórico producto de la mayor ponderación de los resultados por intereses



El margen financiero de la banca se incrementó hasta 6,9% del activo en el segundo semestre (ver Gráfico IV.22), recogiendo el aumento de los ingresos netos por intereses y, el mayor devengamiento de diferencias de cotización y de otros resultados financieros, amortiguando así los menores resultados por títulos valores. De esta manera, el margen financiero cerró el año con un registro históricamente alto de 6,7% del activo.

El mayor incremento de los ingresos devengados por préstamos al sector privado respecto a los egresos vinculados con los depósitos, en un escenario de aumentos en las tasas de interés activas y pasivas, impulsó la expansión de los resultados por intereses hasta 3,4% del activo (ver Gráfico IV.23). Los ingresos netos por intereses sostienen la tendencia ascendente iniciada luego de la crisis 2001-2002, ubicándose como el factor de mayor ponderación dentro del margen financiero de los bancos. Los ajustes devengados por CER están verificando cierta reducción (ver Tabla IV.2) reflejando tanto el gradualmente menor descalce de partidas ajustables en los balances bancarios (ver Página 73), como la leve disminución en el crecimiento de este índice.

Los resultados provenientes de la tenencia y negociación de títulos valores comenzaron a reducirse a mediados de 2008 hasta totalizar 1% del activo en el segundo semestre, recogiendo en parte las turbulencias verificadas en los mercados financieros. Cabe considerar que están operativas un conjunto de alternativas de valuación contable para estos activos, que permiten reducir el impacto de las fluctuaciones de corto plazo en las cotizaciones de mercado sobre los resultados de las entidades. En los últimos años se puede distinguir una tendencia de menor participación de los resultados por títulos valores dentro del margen financiero, en parte como resultado de la menor exposición del sistema financiero al sector público.

En un contexto de gradual incremento del tipo de cambio nominal peso-dólar, y dada la posición activa en moneda extranjera del sistema financiero (ver Página 72), los resultados por diferencias de cotización aumentaron en el cierre de 2008. El efecto de las modificaciones en el valor de la moneda norteamericana también impactó positivamente en ciertas operaciones a término mantenidas por las entidades financieras, reflejándose en un incremento en los restantes resultados financieros.

Los resultados por servicios continúan creciendo ininterrumpidamente desde 2003, verificando un mayor incremento en los últimos meses. Los ingresos vinculados a la captación de depósitos siguen siendo los más dinámicos, manteniendo la mayor participación dentro de

Tabla IV.2
Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero

Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	93-00	2005	2006	2007	2008	II-07	I-08	II-08
Margen financiero	6,1	4,6	5,8	5,7	6,7	5,6	6,6	6,9
Resultado por intereses	4,9	1,5	1,8	2,2	3,1	2,3	2,9	3,4
Ajustes CER y CVS	0,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,9	1,2	0,6
Resultado por títulos valores	0,8	1,2	2,2	1,9	1,5	1,7	2,0	1,0
Diferencias de cotización	0,0	0,4	0,4	0,5	0,8	0,6	0,4	1,1
Otros resultados financieros	0,3	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,0	0,8
Resultado por servicios	3,5	2,3	2,7	3,1	3,6	3,3	3,4	3,7
Gastos de administración	-6,7	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-5,8	-6,0	-6,3
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Cargas impositivas	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8
Amortización de amparos	-	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,7	-0,4	-0,3
Diversos	0,7	0,8	1,2	0,9	0,5	1,2	0,6	0,4
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4
Resultado final (ROA)	0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	1,2	1,6	1,5
Resultado en % del PN (ROE)	3,4	7,0	14,3	11,0	13,4	9,3	13,6	13,2
Resultado ajustado (**)	-	2,0	3,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4

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

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

Fuente: BCRA

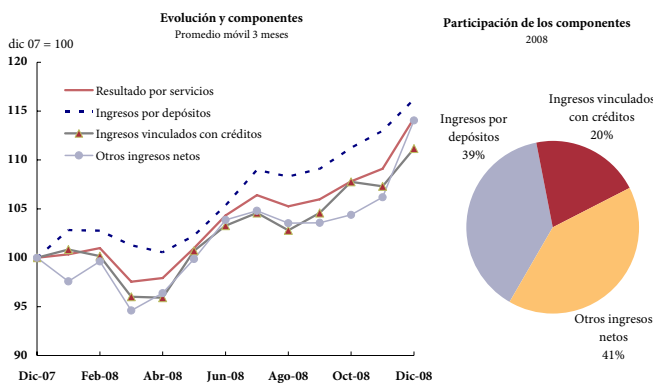
los componentes de los ingresos por servicios (ver Gráfico IV.24). Los resultados por servicios crecen tanto en las entidades oficiales como en las privadas.

El crecimiento de los ingresos más estables supera al de los gastos de administración, mostrando en cierta medida una mejora en la eficiencia del sistema financiero

Los gastos de administración sostienen la tendencia creciente verificada en los últimos años. El aumento en las erogaciones operativas no impide que se produzcan mejoras en la eficiencia del sector, consistente con que la cobertura de estos costos con ingresos operativos continúa por encima del promedio de pre-crisis (ver Gráfico IV.25).

Dado el contexto actual de niveles acotados de riesgo de crédito, los cargos por incobrabilidad mantienen una moderada ponderación en los resultados de los bancos (ver Gráfico IV.26).

Gráfico IV.24
Resultados por Servicios
Sistema financiero



Fuente: BCRA

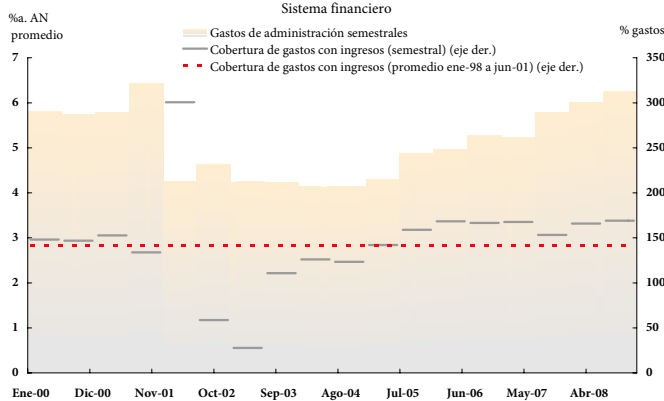
Luego de dos semestres consecutivos con pérdidas, los bancos de inversión logran recuperarse y obtener beneficios contables

Los bancos privados exhiben un resultado contable de 2%a. del activo en el segundo semestre de 2008. Al igual que a nivel sistémico, los propulsores de este comportamiento fueron los ingresos más estables y las ganancias vinculadas a ciertas operaciones a término, sumado a los menores egresos devengados por los rubros que reconocen el efecto de la crisis de 2001-2002.

Los bancos privados de inversión verificaron ganancias contables (ver Tabla IV.3), de la mano de los mayores ingresos por diferencias de cotización y otros resultados financieros, compensando las pérdidas por títulos valores. La rentabilidad de los bancos minoristas se mantiene en línea con el registro de la primera parte de 2008, destacándose la evolución de las entidades financieras con alcance regional, que obtuvieron un incremento en su rentabilidad hasta 3,2%a. del activo. El subgrupo de bancos con mayor participación en el activo, los bancos privados de alcance nacional, se mantiene prácticamente sin cambios de relevancia en su rentabilidad. Las entidades financieras públicas siguen sosteniendo ganancias contables, con graduales mejoras en los resultados por intereses y por servicios.

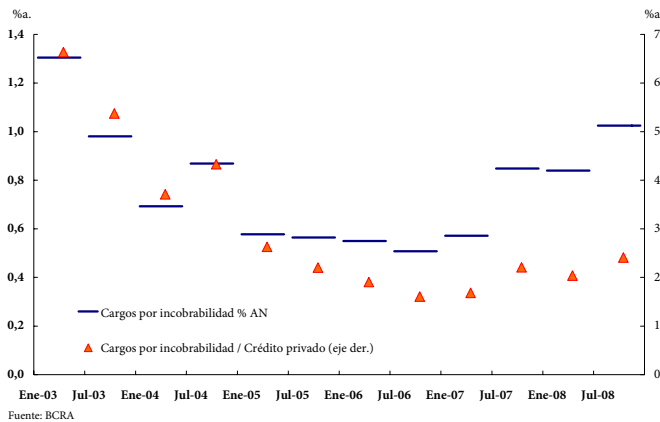
Con un ritmo de crecimiento menor, se prevé que los ingresos más estables continúen liderando los resultados de la banca en los próximos meses

Gráfico IV.25
Gastos de Administración y Eficiencia Operativa
Sistema financiero



Fuente: BCRA

Gráfico IV.26
Cargos por Incobrabilidad
Semestral anualizado - Sistema financiero



La desaceleración en el crecimiento del crédito al sector privado probablemente originará un menor ritmo de expansión de los ingresos por intereses de los bancos. Cabe esperar un escenario de cierta estabilidad en los resultados por títulos valores, dadas las distintas alternativas de valuación contable puestas a disposición de los bancos por el BCRA. Los ingresos netos por servicios continuarían siendo impulsados por los depósitos del sector privado. Por su parte, podrían esperarse leves aumentos en los cargos por incobrabilidad, panorama que podría verse morigerado gracias a los niveles de provisionamiento excedente que mantienen las entidades financieras.

Se espera que el sistema financiero continúe consolidando moderadamente su solvencia en el resto de 2009, en línea con la tendencia evidenciada en los últimos períodos. Ante un escenario de profundización de las turbulencias financieras internacionales con efecto sobre el contexto económico local, el sistema financiero sigue manteniendo una situación que le permitiría, conjuntamente con la batería de medidas implementada por el BCRA, proveer las condiciones necesarias para mantener su actividad de intermediación tradicional.

Tabla IV.3

Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco

Indicadores anualizados en % del activo netado promedio - Segundo semestre de 2008

	Públicos	Privados					De inversión
		Total	Minoristas			Especializados	
			Total	Alcance nacional	Regionales		
Margen financiero	5,4	7,7	7,4	6,7	10,6	15,0	12,2
Resultado por intereses	1,1	4,7	4,8	4,4	6,0	12,1	3,5
Ajustes CER y CVS	1,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,1
Resultado por títulos valores	2,0	0,3	0,5	0,1	2,2	0,6	-3,6
Diferencias de cotización	1,1	1,0	0,8	0,7	0,9	2,9	6,1
Otros resultados financieros	0,0	1,4	1,2	1,2	1,4	-0,6	6,2
Resultado por servicios	2,4	4,5	4,6	4,6	4,2	10,0	2,5
Gastos de administración	-4,7	-7,2	-7,1	-6,9	-7,7	-15,1	-8,1
Cargos por incobrabilidad	-0,6	-1,1	-1,2	-1,2	-0,8	-6,9	-0,2
Ajustes de activos del sector público (*)	-1,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,1
Cargas impositivas	-0,5	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9	-1,2	-1,4
Amortización de amparos	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,8
Diversos	0,1	0,6	0,6	0,8	0,0	0,4	-1,2
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	0,1	-0,8	-0,8	-0,6	-1,6	-0,7	-0,8
Resultado final (ROA)	0,8	2,0	2,0	1,8	3,2	1,4	2,1
Resultado en % del PN (ROE)	8,2	16,0	17,3	16,0	24,0	7,3	6,7
Resultado ajustado (**)	2,3	2,5	2,5	2,3	3,7	1,5	2,9
Ponderación en el activo del sistema (%)	40,2	57,6	54,9	45,1	8,9	0,9	2,7

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

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

Fuente: BCRA

V. Riesgos del Sistema Financiero

Síntesis

Desde niveles aún acotados, y sobre la base de adecuados niveles de solvencia, el sistema financiero enfrenta en general un incremento de los riesgos a los que está expuesto, tendencia explicada por el deterioro de las condiciones del contexto en el que opera.

El conjunto de entidades financieras continúa manteniendo holgados niveles de liquidez, complementados con la puesta a disposición por parte del BCRA de nuevos instrumentos destinados a minimizar el impacto de un ambiente de mayor volatilidad. Estos elementos, conjuntamente con el rol de prestamista de última instancia del BCRA, reforzado a partir del desarrollo de políticas anticíclicas de años anteriores, permiten al sistema financiero mantener una buena posición frente al riesgo de liquidez.

En un marco de menor dinamismo en el mercado laboral y desaceleración en el crecimiento de ciertos sectores productivos, el sistema financiero sigue incrementando su exposición al sector privado, si bien a un ritmo menor respecto de períodos anteriores. La mayor incertidumbre en torno a las condiciones económicas hace prever cierta materialización del riesgo de crédito del sector privado asumido por la banca, si bien desde niveles aún bajos. La irregularidad estaría encontrando un piso, cerrando 2008 en 3,1% de las financiaciones al sector privado, con un leve incremento en el último trimestre. Este movimiento está principalmente explicado por los préstamos para consumo de los hogares y, en menor medida, por los créditos a empresas. Los bancos mantienen altos niveles de cobertura de los créditos irregulares con provisiones.

Se prevé que el sistema financiero mantenga una acotada exposición al riesgo de crédito del Gobierno, en línea con

los incentivos normativos implementados por el BCRA, con cuentas del sector público nacional que se proyecta que continúen siendo superavitarias.

Como resultado de la política financiera implementada por el BCRA, el descalce de moneda que enfrenta el sistema financiero resulta sensiblemente menor al de cuatro años atrás. En los últimos meses se verifica un moderado aumento en este descalce, si bien se mantiene en mínimos históricos, estimándose una baja probabilidad de observar un impacto negativo en el patrimonio neto del sistema financiero ante una fluctuación del tipo de cambio.

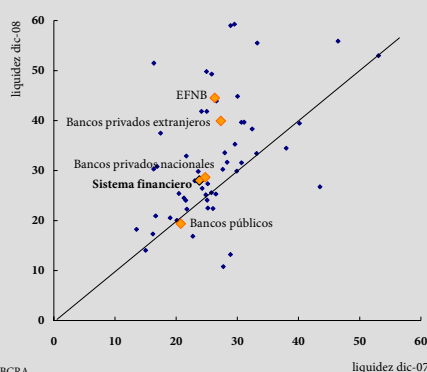
El sistema financiero evidencia una leve mejora en términos de su exposición al riesgo de tasa de interés, como resultado del acortamiento en la madurez de los activos y del mantenimiento de la estructura del plazo residual del fondeo. Sigue reduciéndose el descalce de partidas ajustables por CER, en parte por el canje de PG de comienzos de año, situación que atempera la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés real. Sin embargo, el deterioro de las condiciones financieras internacionales podría conducir a cierta materialización del riesgo de tasa de interés que enfrentan los bancos.

El menor crecimiento económico esperado y el contexto de sostenida volatilidad imponen desafíos para la administración de los riesgos que enfrentan las entidades financieras en los próximos meses. Frente a esta situación, se destaca que el sistema financiero ha avanzado significativamente en su grado de consolidación, traduciéndose en una mayor resistencia ante entornos adversos.

Gráfico V.1

Cambio en la Liquidez

Activos líquidos / Depósitos del sector no financieros (%)

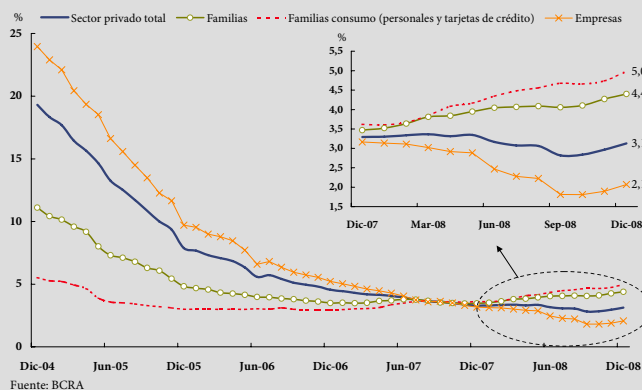


Fuente: BCRA

Gráfico V.2

Irregularidad del Crédito al Sector Privado

Cartera irregular / Financiaciones (%)



Fuente: BCRA

V.1 Riesgo de liquidez

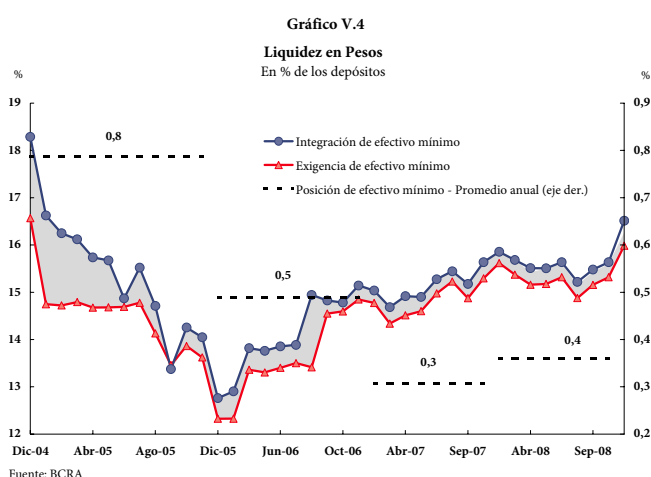
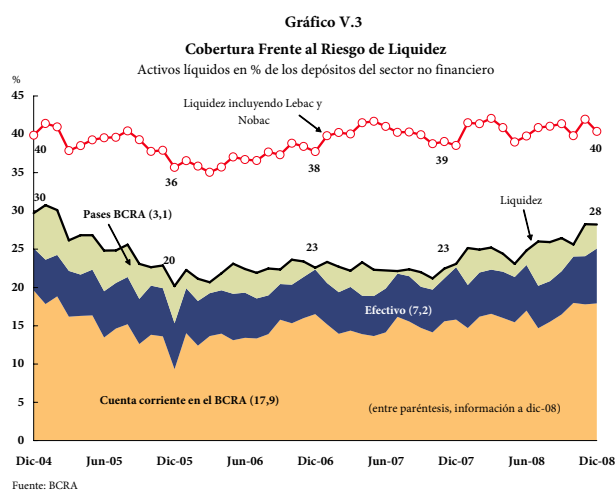
El sistema financiero mantiene una robusta cobertura frente al riesgo de liquidez

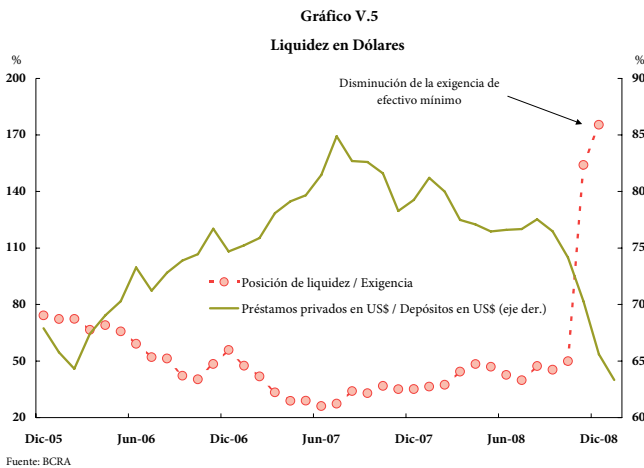
Atravesando un período de creciente volatilidad internacional, se modera el crecimiento de la intermediación financiera con el sector privado. En este contexto, las entidades financieras siguen presentando adecuados niveles de activos líquidos, teniendo a su disposición, complementariamente, nuevas herramientas generadas por el BCRA. De esta manera se consolida la posición de los bancos frente al riesgo de liquidez.

En 2008 el sistema financiero enfrentó dos episodios aislados de desajustes en la demanda de dinero, que llevaron a reducciones transitorias del saldo de depósitos del sector privado (en mayo y en octubre). Tales eventos no estuvieron relacionados con una eventual percepción de vulnerabilidades intrínsecas en el sistema financiero, que logró recobrar el sendero expansivo de tales colocaciones (ver Página 51). El aumento de las imposiciones del sector privado está siendo dinamizado por los depósitos a plazo y, en menor medida, por las cuentas a la vista. El saldo de las colocaciones del sector privado se mantiene mayormente atomizado entre los depositantes, representando las colocaciones menores a \$1 millón más de dos terceras partes del total (niveles similares a los de los últimos años).

Desde el BCRA se continúan desarrollando instrumentos para proveer recursos ante eventuales necesidades de liquidez de las entidades financieras. A los fines de seguir inyectando liquidez a nivel sistémico, se está convalidando una gradual reducción del *stock* de Lebac y Nobac en circulación, implementando asimismo un esquema de compra de títulos del Gobierno en el mercado secundario.

A estas medidas se le suman la generación de nuevas ventanillas de liquidez, habilitándose a los bancos a tomar fondos con garantía de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 (títulos que pueden usarse como garantía de préstamos entre bancos). Se genera adicionalmente una rueda para recompra automática de Lebac y Nobac con un plazo residual inferior a 6 meses, descontándose a tasa de interés BADLAR de bancos privados más un *spread*. Se establece un mecanismo de licitación de opciones de venta al BCRA de las letras y notas. Se readecuan los requisitos de asistencia por iliquidez desarrollándose para ello un mecanismo de precalificación de activos para ser usados como colateral ante eventuales asistencias del BCRA.

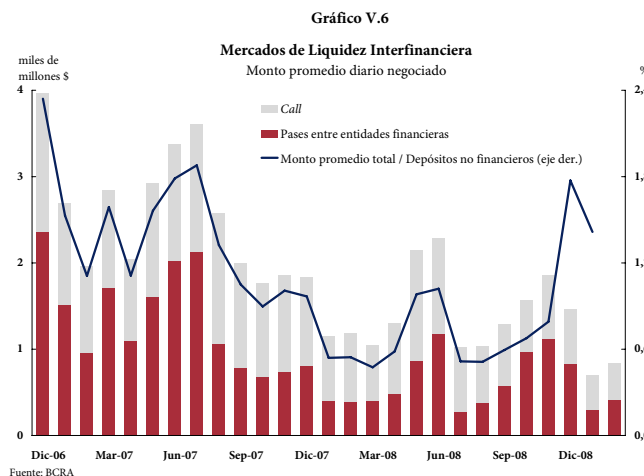




De forma complementaria se están incluyendo nuevas facilidades en el mercado de pases: se reactiva la línea de pases activos para el BCRA a tasa de interés fija y también comienzan a ofrecerse a tasa de interés variable (con un margen fijo sobre BADLAR de bancos privados). Se amplía hasta 90 días el plazo máximo para efectuar pases activos para el BCRA (con tasa BADLAR de bancos privados más un *spread*).

Se efectúan asimismo ajustes sobre los requisitos de liquidez bancaria: se dispusieron dos períodos bimestrales para el cómputo de las exigencias de efectivo mínimo (junio/julio y octubre/noviembre), además del período trimestral (diciembre/enero/febrero). Se permite transitoriamente que las entidades financieras computen el total del efectivo mantenido en ellas, en tránsito y en empresas transportadoras de caudales, para el cálculo de la integración de liquidez a partir de diciembre de 2008.

En parte como resultado de las medidas desarrolladas por el BCRA, las entidades financieras siguen consolidando su posición frente al riesgo de liquidez. Los activos líquidos del sistema financiero (efectivo, cuentas corrientes en el BCRA y pases netos con esta Institución) se ubican en 28% de los depósitos, por encima de años anteriores (ver Gráfico V.3). La liquidez amplia (incluyendo la tenencia de Lebac y Nobac no vinculada a operaciones de pase) alcanza 40% de los depósitos totales, registro similar a los de los últimos períodos.



El incremento de los niveles de liquidez resulta generalizado entre las entidades financieras locales (ver Gráfico V.1), de cara a un período que es percibido como de mayor incertidumbre. El mantenimiento de buenos niveles de liquidez sistémica es una característica común en otras economías de la región (ver Página 20), en el marco del deterioro de las condiciones económicas globales.

La liquidez de los bancos continúa superando a las exigencias del BCRA (ver Gráfico V.4). El incremento del exceso de integración de fines de 2008 se explica por el aumento en la proporción del efectivo en bancos admisible para la integración. En el segmento de moneda extranjera también se evidencia una suba en el exceso de integración (ver Gráfico V.5). Esto es el resultado de un ritmo de expansión anual de los depósitos superior al de los créditos en esta moneda y a la reducción de la exigencia de encajes, con el objetivo de ayudar a impulsar las líneas de financiamiento al comercio exterior.

El marco de turbulencias financieras sigue afectando los mercados de liquidez interbancaria

Apartado 4 / Jerarquización del Objetivo de Estabilidad Financiera y Consolidación de los Esquemas Macroprudenciales

La crisis internacional desatada a mediados de 2007 ha dejado a la luz un conjunto de lecciones y desafíos que deben ser considerados por los hacedores de política con el fin de intentar reducir la frecuencia y magnitud de episodios similares. Al tiempo que las autoridades soberanas se encuentran abocadas a atemperar los efectos de la crisis, se está comenzando a discutir y a planificar la introducción de instrumentos que permitan aumentar la posibilidad de identificar futuras crisis sistémicas, al tiempo de generar herramientas que eviten el desarrollo de desequilibrios. En este marco, surge claramente la necesidad de jerarquizar a nivel global el objetivo de Estabilidad Financiera de los Bancos Centrales, dotándolos de herramientas de regulación que tengan una dimensión más amplia que las tradicionales

Hasta la última década los enfoques más tradicionales sobre política monetaria asumían que el rol principal de los regímenes monetarios era asegurar la estabilidad de precios. Los eventos de *stress* financiero que podían llegar a desencadenarse (como las burbujas³⁹ en los mercados) no debían afectar significativamente el diseño de la política monetaria, mientras que la estabilidad del sistema financiero se abordaba desde la regulación microprudencial. Los Bancos Centrales (BC) tendían a circunscribir su accionar de forma posterior, una vez que las turbulencias se desencadenaban⁴⁰.

Recientemente una visión superadora que amplía la gama de objetivos principales de los BC comenzó a tomar impulso internacionalmente. Esta tendencia está fundamentalmente explicada por la mayor frecuencia de episodios de crecimiento excesivo del crédito y de desajustes en los mercados de activos, que se desarrollan en contextos de inflación baja y estable. En esta visión, políticas monetarias aparentemente sustentables dan lugar al desarrollo de desequilibrios y burbujas, fenómeno que quedó en evidencia con la crisis *sub-prime*, llevando a los BC a tomar medidas extremas resignando en muchos casos los objetivos de estabilidad de precios. Así se está formando un creciente consenso sobre la necesidad de equiparar, en un mismo umbral de relevancia, al objetivo de estabilidad financiera (EF) al de estabilidad de precios en los BC.

La difusión internacional de la EF como un objetivo de política económica con peso propio presenta varios desafíos. Por un lado, si bien generalmente se entiende a la EF como una situación en la cual el sector de servicios financieros puede intermediar eficientemente los ahorros de los agentes económicos, no existe una definición única y homogénea a nivel global. Tampoco se encuentra una definición operacional internacionalmente aceptada sobre EF (contrariamente a lo que ocurre con estabilidad de precios) en parte como resultado del rol subalterno que históricamente tuvo este objetivo de política. Esto lleva a que actualmente exista un reducido conjunto de herramientas e instrumentos disponibles para evaluar a la EF en la práctica, encontrándose los mismos todavía en etapas de desarrollo, calibración e implementación.

La mayor jerarquía que tendría que asumir el objetivo de EF debe estar necesariamente acompañada de la implementación de un enfoque macroprudencial para la supervisión y regulación del sistema financiero. Un monitoreo macroprudencial permitiría evaluar los riesgos corrientes teniendo una visión amplia sobre todos los agentes (bancos, compañías de seguros y de inversión, *hedge funds*, y otros mercados no regulados) y sus interrelaciones con las condiciones económicas locales e internacionales, factores que pueden ser fuentes de riesgos sistémicos. El fin último consiste en incrementar la solidez de los sistemas financieros, limitando el desarrollo de desequilibrios económicos y financieros, previniendo así nuevos episodios de crisis.

La orientación macroprudencial constituye una dimensión distinta y complementaria a la tradicional visión de la regulación microprudencial (ver Tabla A.4.1). El enfoque micro está orientado a limitar episodios de *stress* en bancos individuales, sin realizar consideraciones sobre su impacto sobre las restantes entidades y sobre la economía en su conjunto, mientras que el enfoque macro tiene como objetivo limitar los desequilibrios con injerencia sistémica. Asimismo, la regulación micro tiende a estar focalizada en la protección de los consumidores de servicios financieros (depositantes e inversores), mientras que la macro busca evitar costos en términos del PIB de la economía. Desde el punto de vista de los controles prudenciales, la micro hace un análisis de los bancos individuales para luego converger al sistema (*bottom-up*), mientras que la macro mira el agregado para luego buscar riesgos individuales (*top-down*). Sintéticamente, la visión ma-

³⁹ Incrementos en los precios de determinado activo que no están vinculados a las variables fundamentales del mercado.

⁴⁰ Por ejemplo, las políticas de liquidez implementadas en la era Greenspan luego de la crisis del LTCM (1998) y de las tecnológicas.

croprudencial tiene una perspectiva global, que si bien es complementaria a la visión de las entidades financieras individuales no necesariamente conduce a las mismas conclusiones.

Tabla A.4.1
Perspectivas Micro y Macro Prudencial

	Microprudencial	Macroprudencial
Objetivo intermedio	Problemas en bancos individuales	Problemas en el sistema financiero agregado
Objetivo final	Protección de los consumidores	Minimizar costos en términos del PIB
Correlaciones y exposiciones comunes	Irrelevante	Relevante
Tipo de modelo	Bottom-up	Top-down

Fuente: Borio 2003, BIS

Analizar y mitigar el carácter procíclico de los sistemas financieros es otro de los principales objetivos del enfoque macroprudencial. En momentos de expansión económica aumentan los precios de los activos financieros y de los bienes raíces. Los bancos y los agentes privados tienden a incrementar su apalancamiento y así su vulnerabilidad a los cambios en las variables que afectan sus riesgos. En tiempos de ralentización económica el proceso se revierte y los bancos se contraen de forma más pronunciada, mientras que las familias y las empresas enfrentar mayores dificultades para cumplir con sus obligaciones contraídas. La visión macro tendría injerencia tanto para atemperar la fase de crecimiento económico como para morigerar la etapa recesiva.

Las pruebas de tensión a nivel macroeconómico (macro *stress testing* –MST-) y los mecanismos de alerta temprana (*early warning systems* –EWS-) constituyen los pilares sobre los que actualmente descansa el monitoreo macroprudencial⁴¹. Mientras que las técnicas de *stress testing* a nivel de bancos se utilizan desde principios de los 90, el MST es mucho más reciente, siendo solamente puesto en práctica en algunos países. Las técnicas de MST prestan especial atención a las correlaciones entre los bancos, los principales riesgos enfrentados y las interacciones con la política monetaria, considerando una perspectiva temporal para captar los efectos de segunda ronda. Todos estos factores deben ser calibrados de acuerdo a las características de cada economía. Los modelos EWS tienen como objetivo estimar la probabilidad de eventos de crisis, detectando síntomas sobre potenciales desequilibrios que pongan en peligro la estabilidad de los mercados. Generalmente incluyen factores como la evolución del crédito y de

los mercados de activos, las exposiciones del sistema a los distintos riesgos, entre otros.

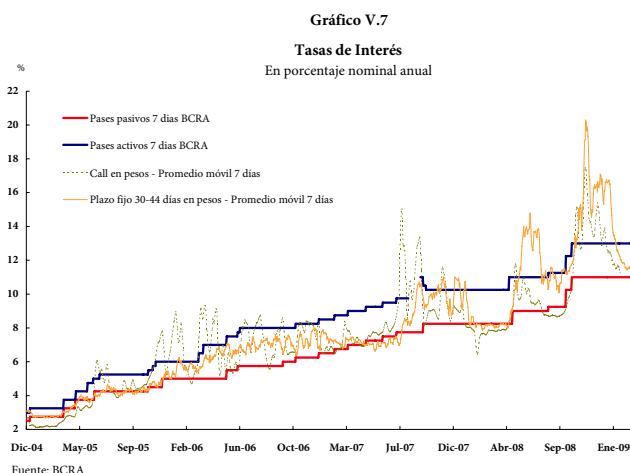
Las herramientas de EWS y de MST deben ser utilizadas en forma conjunta, la primera para estimar la probabilidad de *shocks* adversos y la segunda para evaluar el tipo y grado de vulnerabilidad del sistema. Actualmente estos esquemas presentan desafíos analíticos que van desde la detección a tiempo de las vulnerabilidades, la disponibilidad de estadísticas necesarias para realizar su correcta calibración, hasta lograr captar las interrelaciones existentes entre los distintos agentes participantes (bancos, otras entidades, la política monetaria, las condiciones macroeconómicas, entre otras).

El adecuado desarrollo futuro de las herramientas de monitoreo macroprudencial contribuirá al diseño de políticas de regulación macroprudencial más eficaces. No obstante, la elaboración de políticas macroprudenciales también presenta desafíos en términos institucionales. Los hacedores de política generalmente tienen un reducido margen de maniobra para tomar medidas que enfrenten el desarrollo de desequilibrios.

Así, se plantea la posibilidad que las autoridades puedan utilizar discrecionalmente medidas como la implementación de topes máximos sobre el apalancamiento, requerimientos de *buffers* adicionales de liquidez y/o de capital según el ciclo económico, topes al crecimiento crediticio y concentración en determinados sectores, la posibilidad de realizar cambios en las condiciones crediticias (relaciones cuota/ingresos y préstamo/valor del activo) y en los ponderadores de integración de capital, el establecimiento de mecanismos de previsionamiento contracíclicos, entre otras herramientas más sofisticadas. La política monetaria debe ser una segunda línea defensiva para evitar el desarrollo de desequilibrios que pongan en peligro la EF, aunque se plantee cierto *trade off* en términos de inflación o de crecimiento del PIB.

Un contexto de crisis como el actual representa una buena oportunidad para impulsar los esfuerzos necesarios para institucionalizar el objetivo de EF, conformando el marco necesario para la implementación de las metodologías de regulación macroprudencial. El restablecimiento de condiciones económicas benignas no debe desalentar la implementación de un enfoque macroprudencial, ya que el mismo permitirá asegurar las condiciones futuras de estabilidad financiera.

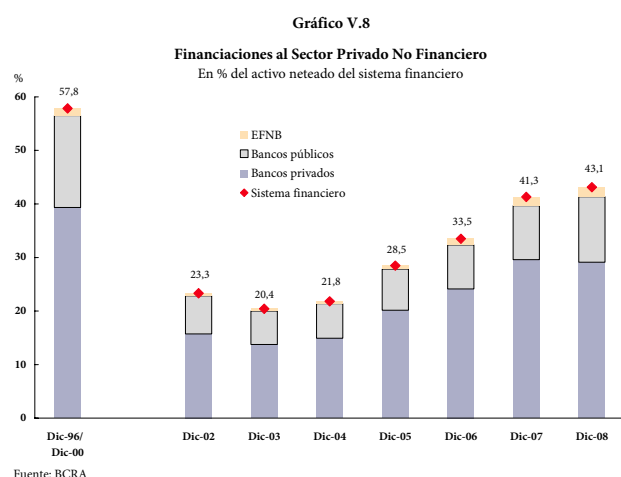
⁴¹ Sorge, M (2004), "Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies", BIS Working Papers, no 165, December.



Gradualmente se evidencia una caída en los volúmenes operados en el mercado de *call* y en los pases entre bancos (ver Gráfico V.6) dados los niveles de liquidez de los bancos, en un marco de mayor volatilidad en los mercados financieros. La menor participación de los bancos oficiales como oferentes de recursos en el mercado de *call* desde mediados del año pasado, impone cierto desafío sobre aquellas entidades financieras que normalmente resultan tomadoras de estas líneas. El entorno de crecientes turbulencias también se refleja sobre las principales tasas de interés (ver Gráfico V.7), volatilidad que resulta en parte atemperada por las medidas implementadas por el BCRA.

Los buenos niveles de liquidez sistémica, combinados con las nuevas herramientas desarrolladas por el BCRA, brindan mayor cobertura a las entidades financieras frente a un entorno más incierto

La mayor incertidumbre respecto a las condiciones financieras y económicas podría generar potencialmente un mayor riesgo de liquidez para los bancos. Sin embargo, el sistema financiero presenta una sólida posición frente a este riesgo, fundamentalmente producto de la conjunción de tres elementos. En primer lugar, el mantenimiento de robustos niveles de liquidez sistémica que se convierten en un dique de contención frente a potenciales *shocks*. Adicionalmente, el oportuno accionar del BCRA generando nuevas herramientas en línea con las necesidades de los bancos para administrar el riesgo de liquidez enfrentado. Por último, el desarrollo en los últimos años de políticas anti-cíclicas que permiten consolidar el rol de prestamista de última instancia del BCRA en caso de situaciones extremas.

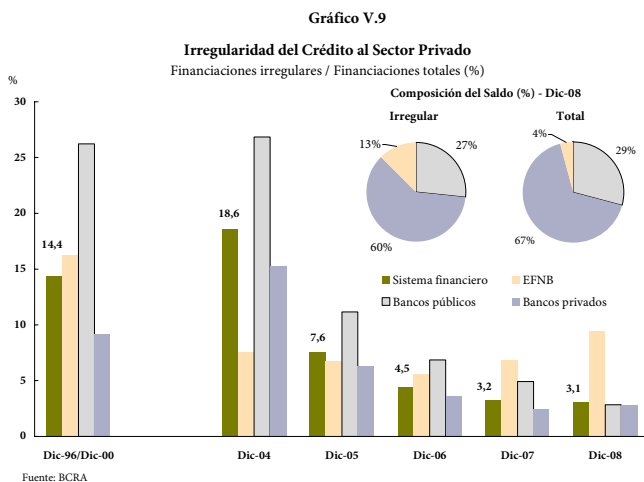


V.2 Riesgo de crédito

V.2.1 Sector privado

El sistema financiero incrementa su exposición al sector privado a un menor ritmo que en los últimos años

El sistema financiero continúa aumentando su exposición a las familias y a las empresas, presentando un ritmo de crecimiento menor al de años anteriores. Desde un nivel todavía acotado, se percibe cierta materialización del riesgo de crédito del sector privado enfrentado por los bancos. Este desempeño tiene lugar en el marco de un menor dinamismo en el mercado laboral y de cierta desaceleración en los niveles de actividad de los sectores productivos, situación que se viene desarrollando en parte como resultado del empeoramiento de las condiciones en los mercados financieros a nivel internacional.

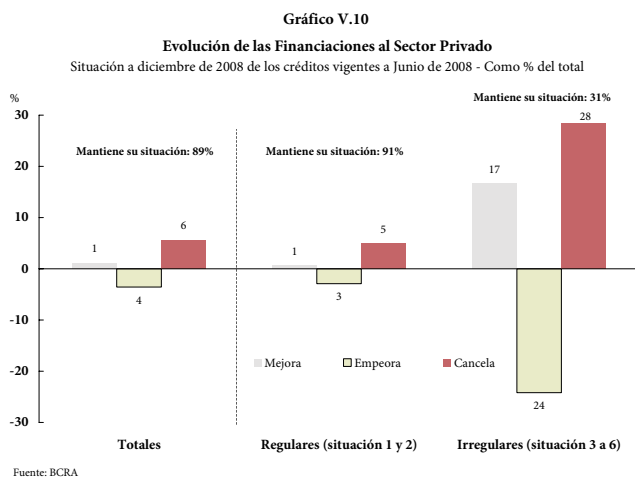


El saldo de balance de las financiamientos⁴² a las empresas y a las familias se ubica en 43,1% del activo neteado (ver Gráfico V.8), presentado una reducción en su crecimiento anual fundamentalmente explicada por el desempeño de los bancos privados.

Los niveles de irregularidad del crédito al sector privado estarían encontrando un piso

La irregularidad del crédito al sector privado se ubica en 3,1% de la cartera (ver Gráfico V.9), experimentando un incipiente incremento en los últimos meses. Aún se verifica una leve reducción en la irregularidad a lo largo de 2008, impulsada por los bancos públicos, mientras que tanto las EFNB como las entidades financieras privadas presentan un deterioro en la calidad crediticia de sus préstamos al sector privado.

Las financiamientos a las empresas⁴³ comienzan a evidenciar cierta desmejora en su desempeño, aunque su irregularidad se encuentra en niveles mínimos históricos: sólo 2,1% de los créditos a empresas está en situación irregular. Por su parte, la calidad de los préstamos a los hogares sigue presentando cierto empeoramiento (ver Gráfico V.2). Las líneas de crédito a las familias evidencian una morosidad de 4,4%, acumulando una suba desde el registro de 3,5% verificado en diciembre de 2006. El deterioro en la calidad de las financiamientos a los hogares se ve impulsado por las líneas de consumo (personales y tarjetas de crédito), que presentan una significativa expansión en los últimos años. El menor crecimiento económico esperado para 2009 probablemente impulse una leve desmejora en la capacidad de pago tanto de las familias como de las empresas, aunque se espera que este efecto no sea pronunciado.



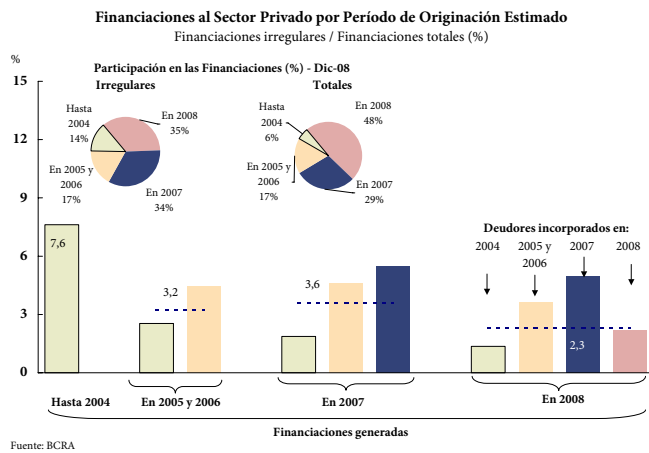
Los créditos al sector privado vigentes a mediados de 2008 verificaron un leve deterioro en su calidad a lo largo de la segunda mitad del año. Cerca de 4% de las financiamientos desmejora su situación en el período, mientras que sólo 1% registra avances (ver Gráfico V.10).

Se observa una merma en la calidad crediticia de las financiamientos generadas más recientemente, especialmente en aquellas destinadas a deudores incorporados en los últimos períodos (ver Gráfico V.11), tendencia que viene siendo fundamentalmente conducida por las líneas para consumo de las familias.

⁴² Incluye créditos a residentes en el exterior.

⁴³ Se consideran financiamientos a empresas a aquellas otorgadas a personas jurídicas y al financiamiento comercial otorgado a personas físicas, el resto de las financiamientos a personas físicas se incluye dentro del concepto de familias.

Gráfico V.11

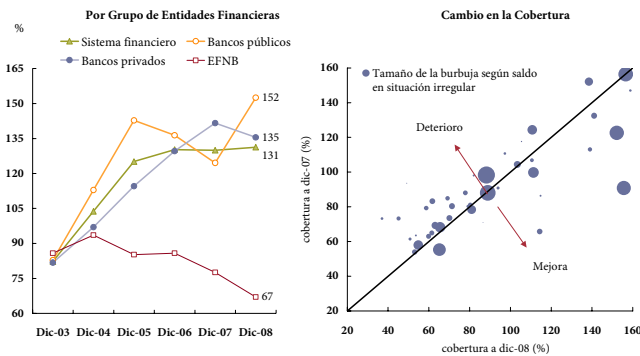


La cobertura de las financiaci3n irregulares con provisiones se mantiene en niveles elevados

Los bancos sostienen una s3lida cobertura frente al incumplimiento esperado de los deudores, situaci3n que les permite suavizar los efectos patrimoniales en caso de la materializaci3n del riesgo de crédito. El provisionamiento del sistema financiero supera en casi un tercio a las financiaci3n irregulares al sector privado (ver Gráfico V.12), nivel similar al de años anteriores. Tanto los bancos privados como las entidades financieras oficiales presentan elevados niveles de provisionamiento, siendo las EFNB las que evidencian los menores grados de cobertura. S3lo un reducido grupo de entidades financieras registra un ratio de cobertura menor al saldo total de financiaci3n irregulares al sector privado, evidenciando cierta reducci3n en el último año.

Gráfico V.12

Cobertura con Provisiones de las Financiaci3n Irregulares
Crédito al sector privado

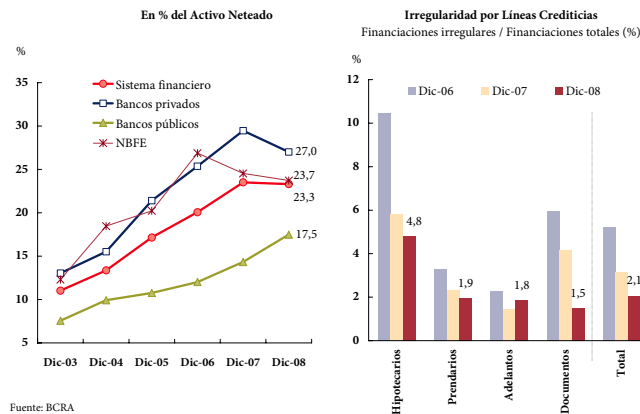


Dado el menor crecimiento econ3mico local esperado, se prevé que el conjunto de entidades financieras siga verificando cierta materializaci3n del riesgo de crédito asumido del sector privado

La mayor incertidumbre sobre la situaci3n macroecon3mica externa y su impacto sobre el contexto local, lleva a las empresas a posponer ciertos proyectos de inversi3n y a prever un menor crecimiento de los ingresos reales de los agentes econ3micos. Las mayores turbulencias financieras internacionales empiezan a tener efecto sobre la volatilidad de las tasas de interés activas que experimentaron una gradual suba en 2008 (ver P3gina 50), pudiendo eventualmente impactar sobre la capacidad de pago de algunos deudores. Este contexto continuaría generándose una materializaci3n del riesgo de crédito enfrentado por el sistema financiero, partiendo desde niveles aún bajos.

Gráfico V.13

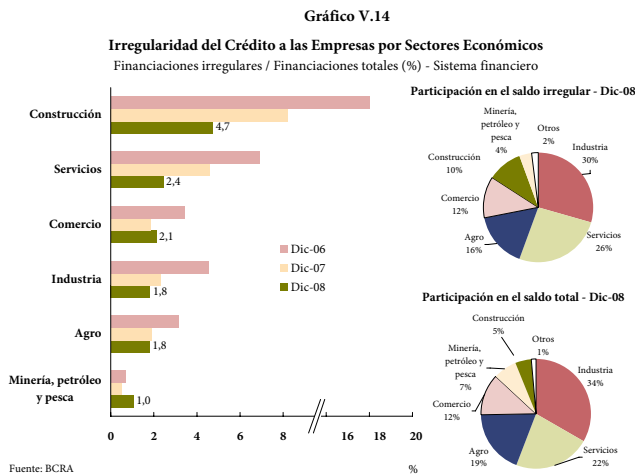
Financiaci3n a Empresas



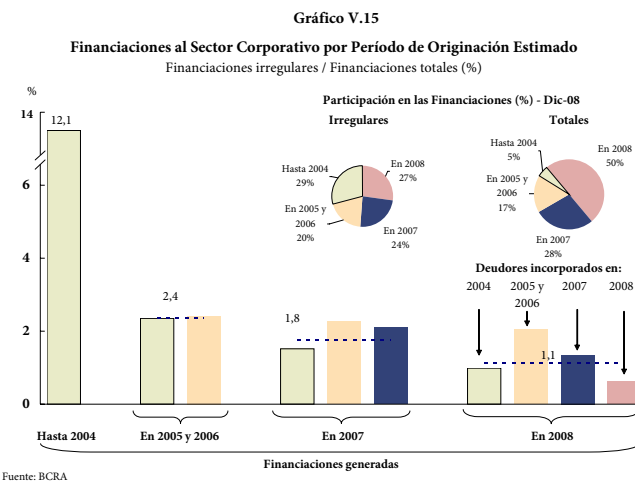
Empresas

Leve caída de la participaci3n de los créditos a empresas en el activo del sistema financiero, en un marco de morosidad que comienza a aumentar desde niveles reducidos

Por primera vez desde que se inició del ciclo expansivo del crédito, el sistema financiero reduce levemente su exposici3n al sector corporativo (ver Gráfico V.13), producto de la desaceleraci3n del ritmo de crecimiento de esta cartera de financiaci3n. Los préstamos a empresas se ubican en 23,3% del activo neteado, por debajo del año anterior, principalmente por la disminuci3n experimentada en los bancos privados y en las EFNB.



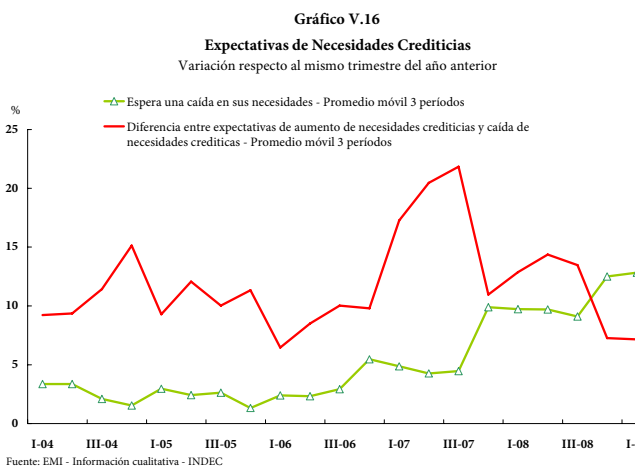
En un marco de cierta presión sobre la capacidad de pago de las empresas (ver Página 38), el sistema financiero comienza a verificar cierta materialización del riesgo de crédito de estos deudores, si bien desde niveles acotados. La irregularidad de las financiaciones a las empresas empieza a presentar un incipiente aumento en los últimos meses, aunque a lo largo de 2008 acumula una disminución hasta ubicarse en niveles históricamente bajos (2,1% de las financiaciones). Todos los sectores productivos mantienen reducidos niveles de irregularidad (ver Gráfico V.14). En línea con su mayor participación entre los segmentos tomadores de crédito, las firmas pertenecientes a la industria y a los servicios tienen la ponderación más importante en el saldo de líneas en situación irregular.



Teniendo en cuenta los pronósticos sobre la evolución de la actividad económica en el marco de la crisis financiera global, con un mayor impacto relativo sobre ciertos sectores como la construcción, la industria o el agro (ver Capítulo III.1), se espera que siga verificándose cierta materialización del riesgo de crédito del sector corporativo que enfrenta el sistema financiero.

Se estima que las líneas a empresas con mayor irregularidad relativa son aquellas otorgadas hace más de cuatro años, mientras que las generadas a partir de entonces presentan un mejor desempeño (ver Gráfico V.15).

Partiendo desde mínimos históricos, se prevé cierta materialización del riesgo de crédito de las empresas en los próximos meses



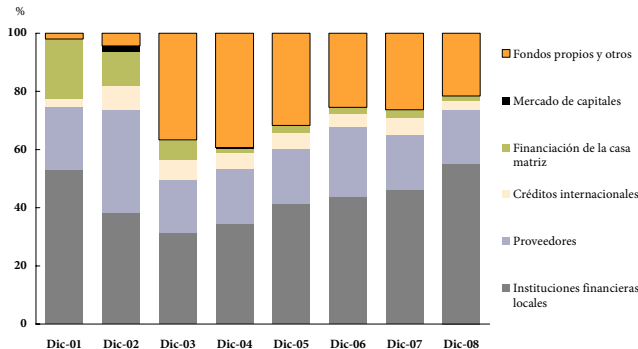
Se espera que el sector corporativo siga moderando el incremento del financiamiento bancario utilizado, en línea con el menor crecimiento económico proyectado. Un número creciente de firmas pertenecientes a la industria (sector con la mayor participación en el crédito bancario a las empresas) prevé menores necesidades crediticias (ver Gráfico V.16), siendo las mismas principalmente abastecidas con recursos del sistema financiero y, en menor medida, con fondos propios y con los préstamos otorgados por sus proveedores (ver Gráfico V.17). En este contexto, podría verificarse una mayor materialización del riesgo de crédito de las empresas asumido por los bancos, aunque manteniéndose en niveles acotados. El incremento de los documentos rechazados sobre fines de año (ver Página 80) constituye otra señal de cierto deterioro de la capacidad de pago de las empresas.

Familias

Aumenta moderadamente la exposición del sistema financiero a las familias mientras se evidencia

Gráfico V.17

Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de la Industria
Perspectivas para el primer trimestre de 2009



Fuente: EMI - Información cualitativa - INDEC

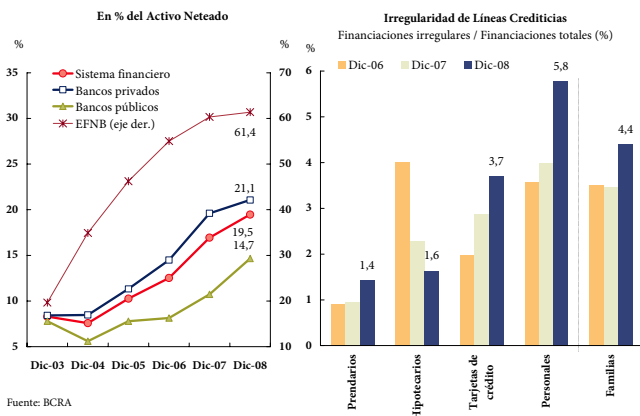
cierto incremento en la irregularidad de este segmento

El sistema financiero sigue aumentando su exposición a las familias, con una gradual moderación del ritmo de expansión. Las financiaci3nes a los hogares representan 19,5% del activo neteado del sistema financiero, por encima de 2007.

Se percibe cierta materializaci3n del riesgo de cr3dito de las familias enfrentado por el sistema financiero, manteniéndose a3n en niveles relativamente bajos. Como se3al de esto, en los 3ltimos per3odos se registra un leve aumento en la irregularidad de las financiaci3nes a las familias, siendo conducido por las l3neas para consumo (personales y tarjetas de cr3dito) y, en menor medida por los pr3stamos prendarios, en tanto que los hipotecarios contin3an mejorando su desempe3o (ver Gráfico V.18).

Gráfico V.18

Financiaci3nes a Familias



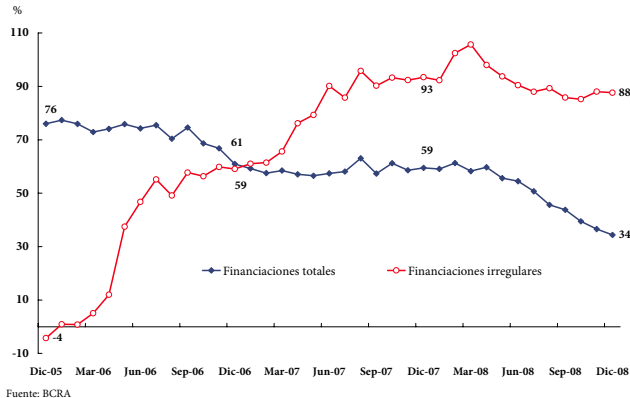
Fuente: BCRA

La suba en el ratio de irregularidad de las financiaci3nes para consumo de los hogares se verifica en el marco de la desaceleraci3n en el crecimiento del saldo total de estos cr3ditos, y del sostenimiento del ritmo de aumento de las l3neas irregulares (ver Gráfico V.19), tendencias que se esperar3an se mantengan en vistas de las expectativas para el sector (ver Cap3tulo III.2).

Se estima que la irregularidad de las l3neas para consumo de los hogares es relativamente m3s alta, y presenta mayor deterioro, en las financiaci3nes otorgadas durante los 3ltimos a3os a sujetos de cr3dito que se incorporan m3s recientemente al sistema financiero (ver Gráfico V.20).

Gráfico V.19

Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias
Var. % i.a. - Sistema financiero



Fuente: BCRA

Los bancos evidenciar3an una mayor materializaci3n del riesgo de cr3dito de las familias en los pr3ximos per3odos, si bien a3n encontr3ndose en niveles reducidos

Se espera que el sistema financiero siga aumentando la exposici3n a las familias, presentando cierta desaceleraci3n producto de la ca3da en la confianza de los consumidores, en un marco en el que se estima que la capacidad de pago del sector muestre cierto deterioro en el margen.

V.2.2 Sector p3blico

El sistema financiero mantiene una buena posici3n frente al riesgo de cr3dito del sector p3blico

La exposici3n al sector p3blico se reduce de forma generalizada entre los distintos grupos de entidades financie-

Apartado 5 / Pruebas de Estrés de Riesgo de Crédito en el Sistema Financiero Argentino

A lo largo de los últimos años parte de las entidades financieras locales comenzaron a implementar ejercicios de estrés, con el fin de evaluar su exposición al riesgo de crédito de las empresas y de las familias. El BCRA también ha desarrollado modelos para diagnosticar la vulnerabilidad de las entidades al riesgo crediticio del sector privado, constituyendo actualmente una de las herramientas disponibles para llevar adelante la periódica supervisión del sector. En los próximos períodos se seguirá avanzando en estas metodologías, que integran un creciente conjunto de instrumentos para evaluar la solidez de los bancos individuales y del sistema financiero en su conjunto

A nivel global, las entidades financieras tienen a su disposición herramientas para medir diversos riesgos inherentes a la intermediación financiera. Típicamente se utilizan los modelos basados en el concepto de Valor a Riesgo (VaR) gaussiano para cuantificar el riesgo de mercado, y los modelos de *credit scoring* y sistemas de *rating* para el riesgo de crédito de individuos y empresas, respectivamente. Estos modelos estadístico-matemáticos utilizados en la gestión “cotidiana” de los riesgos están contruidos con información de períodos de estabilidad, durante los cuales la exposición al riesgo aumenta y las vulnerabilidades de los sistemas financieros se gestan. A su vez, los supuestos subyacentes hacen que, en general, sólo sean aptos para ser empleados en circunstancias normales, haciendo que no puedan detectar los nuevos riesgos ni medir pérdidas con distribuciones probabilísticas que no se observan en períodos de normalidad, siendo así poco confiables para medir las pérdidas en períodos de tensión.

En un intento por superar estas limitaciones se desarrollaron un conjunto de técnicas y métodos agrupados bajo el nombre de “pruebas de tensión” (*stress tests*), cuyo objetivo es evaluar el impacto en las entidades financieras de la ocurrencia de situaciones excepcionales, pero posibles, que pudieran afectar negativamente su situación económico-financiera.

Metodologías empleadas

Las pruebas de tensión en general, y de riesgo de crédito en particular, están siendo empleadas con mayor frecuencia por la industria bancaria, los supervisores y los bancos centrales, e incluso por los organismos multilaterales. Tanto a nivel internacional como local predominan las pruebas de tensión de riesgo de mercado y

liquidez, seguidas por las de riesgo de crédito⁴⁴. Sus resultados generalmente se emplean para entender el perfil de riesgo de la entidad y comunicarlo al Directorio, para fijar límites, para diseñar planes de contingencia y para asignar capital a las unidades de negocios o subportafolios en función de sus riesgos y niveles de rentabilidad. En general no se emplean para proyectar las necesidades futuras de capital.

Las pruebas de tensión de riesgo de crédito pueden referirse a instrumentos valuados a mercado en la cartera de negociación o al portafolio de préstamos de las entidades financieras. Las primeras son relativamente sencillas y están más difundidas, consistiendo en estresar los *spreads* de mercado de los instrumentos allí registrados: *asset* y *credit default swaps*, y bonos corporativos. Las pruebas sobre el portafolio de préstamos son más complejas, dado que los créditos registrados en el *banking book* en general no cuentan con un valor de mercado que se pueda estresar. En estos casos la práctica convencional apunta a realizar una valuación económica de los préstamos en una situación adversa. La prueba de tensión puede llegar a requerir estimaciones de las medidas de riesgo de cada crédito e incluso una revisión de la correlación de la calidad crediticia entre créditos⁴⁵. Generalmente las entidades no modelan de manera explícita el canal de transmisión de la coyuntura macroeconómica al riesgo bancario, utilizando una estimación subjetiva del comportamiento de los factores de riesgo en escenarios adversos.

Las pruebas de tensión de riesgo de crédito pueden realizarse con un enfoque *top-down* (de tipo global) en el cual el mismo escenario se aplica en todos los segmentos del portafolio (subportafolios), o con enfoques *bottom-up* más flexibles a las características propias de cada tipo de crédito. Dentro de este tipo de pruebas las hay: específicas de cada portafolio (por tipo de cartera), y los análisis *name-by-name* para los deudores más importantes.

⁴⁴ Committee on the Global Financial System, “Stress testing at major financial institutions: survey results and practice”, January 2005.

⁴⁵ La correlación entre activos muestra qué tan intensamente la calidad crediticia de un deudor depende de lo que ocurre con el estado de la economía.

Un relevamiento sobre *stress tests* en el sistema financiero realizado por el BCRA⁴⁶, muestra que los enfoques empleados presentan las siguientes características:

- i. en general no se emplean modelos, su análisis está basado en el buen juicio de los analistas y no hay un esquema que conecte el deterioro macro del escenario con el desempeño del portafolio;
- ii. se definen uno o dos escenarios adversos (en ocasiones se trata de escenarios moderados);
- iii. se “valúa” el portafolio de créditos en cada escenario con una metodología que difiere según se trate de deudores corporativos o del resto del portafolio. En el primer caso, mediante el sistema de calificaciones (*ratings*) de la entidad se evalúa a cada cliente en el escenario adverso y se le revisa la calificación. Para los deudores minoristas se hace un análisis por segmentos, en el cual se realiza una proyección subjetiva de cómo evolucionará la mora de cada cartera. Los resultados de los análisis realizados permitirán conocer cuánto podría llegar a perder la entidad financiera en cada uno de los escenarios bajo análisis.

Rol de los estándares internacionales

El uso de pruebas de tensión es un requisito que está presente en los estándares internacionales de buenas prácticas de gestión y valuación del riesgo de crédito. El nuevo estándar en materia de medición del capital regulatorio⁴⁷ (“Basilea II”) requiere la utilización de *stress tests* en el cómputo directo de la exigencia de capital por riesgo de crédito (“Pilar I”) y en el Proceso de Evaluación Interna de Suficiencia del Capital (i.e. el capital que las entidades deben tener para hacer frente a todos los riesgos significativos - ICAAP⁴⁸).

En respuesta a la crisis financiera internacional, a comienzos de 2009 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó una serie de principios con el objetivo de robustecer las pruebas de tensión realizadas por las entidades financieras y su evaluación por parte de los supervisores⁴⁹. Estos principios se refieren a los objetivos de las pruebas, su diseño e implementación, y a

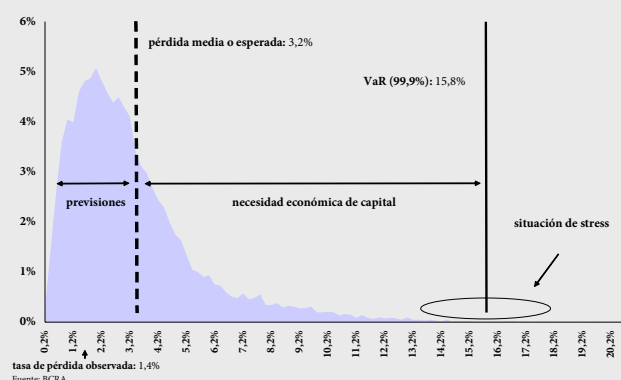
aspectos vinculados a riesgos y productos financieros específicos como ser la eficacia de las técnicas de mitigación del riesgo y los riesgos asociados a las tenencias de titulizaciones así como a su estructuración.

Herramientas metodológicas en el BCRA

Como parte del proceso de supervisión del sistema financiero, el BCRA realiza pruebas de tensión de los diversos riesgos que afectan a las entidades, entre ellos el riesgo de crédito.

Por un lado se emplea una metodología estructurada sobre un proceso de *bootstrapping*⁵⁰ que permite reconstruir, para cada entidad y tipo de deudor, y en distintos escenarios de recuperos, una distribución de pérdidas por riesgo de crédito⁵¹. La distribución permite comparar la calidad actual de la cartera con el deterioro potencial (con un determinado nivel confianza) y contrastarlo con el potencial de absorción de pérdidas implícito en los resultados y en el capital del banco. A modo de ejemplo, el Gráfico A.5.1 muestra la distribución de pérdidas para el portafolio de deudores comerciales, construida suponiendo un escenario muy conservador en el cual se recupera solamente el 50% del tramo cubierto con garantías preferidas. Para construirla se utilizaron datos para el período comprendido entre 1999 y fines de 2007.

Gráfico A.5.1
Distribución de Pérdidas por Riesgo de Crédito por *Bootstrapping*



La línea punteada muestra la pérdida promedio o esperada (3,2% del portafolio), que se cubre con las previsiones y está incorporada en la valuación del crédito, y

⁴⁶ Gerencia de Análisis del Sistema, Gerencia de Coordinación de Supervisión y Gerencia de Investigación y Planificación Normativa, “Pruebas de Tensión. Relevamiento en el Sistema Financiero”, BCRA, Septiembre de 2008.

⁴⁷ *Basel Committee on Banking Supervision, “Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework”, BIS, June 2006.*

⁴⁸ *Internal Capital Adequacy Assessment Process.*

⁴⁹ *Basel Committee on Banking Supervision, “Principles for sound stress testing practices and supervision”, BIS, January 2009.*

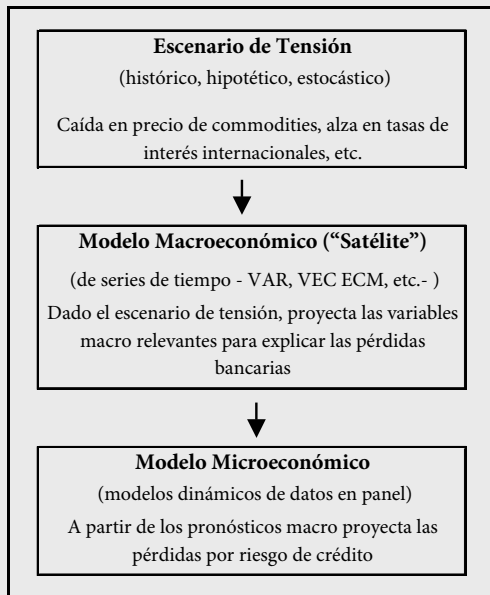
⁵⁰ A partir de una muestra de datos, el método de *bootstrap* implica tomar un elevado número de muestras (remuestras) con reposición. Para cada remuestra se computa la medida estadística bajo análisis (en este caso, la tasa de pérdida).

⁵¹ Para una descripción de la metodología ver Gutierrez Girault, M., “Non - Parametric Estimation of Conditional and Unconditional Loan Portfolio Loss Distributions with Public Credit Registry Data”, BCRA, Junio de 2007.

la segunda línea el Valor-a-Riesgo⁵² (VaR) correspondiente a una confianza del 99,9% (15,8% del portafolio). La diferencia entre el VaR y la pérdida esperada indica el capital que se necesita para cubrir las pérdidas inesperadas de este tipo de portafolio en el banco bajo análisis: 12,6% de los préstamos. Allí también se muestra la tasa de pérdida anual⁵³ a junio de 2008 (1,4%) que se encuentra significativamente por debajo de la pérdida esperada, indicando que el banco podría absorber las pérdidas holgadamente con su flujo de resultados sin tener que recurrir al capital. El problema de esta metodología es que no identifica cuál es el evento que podría generar un nivel de pérdidas correspondiente a la cola de la distribución.

Gráfico A.5.2

Etapas de un Análisis de Escenarios Convencional



El segundo enfoque empleado en el BCRA permite modelar las pérdidas que se observarían en escenarios específicos, tanto históricos como hipotéticos, lo cual entre otras cosas facilita su comprensión. Este enfoque no produce una distribución de pérdidas, sino que en función del escenario que se defina estima las pérdidas por riesgo de crédito correspondientes, estando estructurado en tres etapas: i. primero, la selección o construcción del escenario de tensión (histórico, hipotético, o generado estocásticamente a través de simulaciones de Monte Carlo); ii. segundo, la modelización del con-

texto macroeconómico en la situación de tensión (empleando modelos econométricos de series de tiempo, tales como Vectores Autorregresivos (VAR)) y, iii. la modelización del mecanismo microeconómico que traduce el escenario macroeconómico en pérdidas bancarias por riesgo de crédito, utilizando técnicas de datos en panel⁵⁴. Por último, las pérdidas resultantes se comparan con la capacidad de absorción de pérdidas de cada entidad financiera. La estructura de este segundo enfoque se esquematiza en el Gráfico A.5.2.

Perspectivas

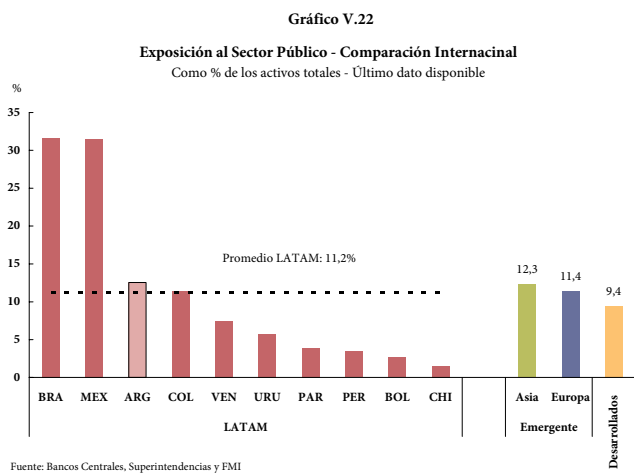
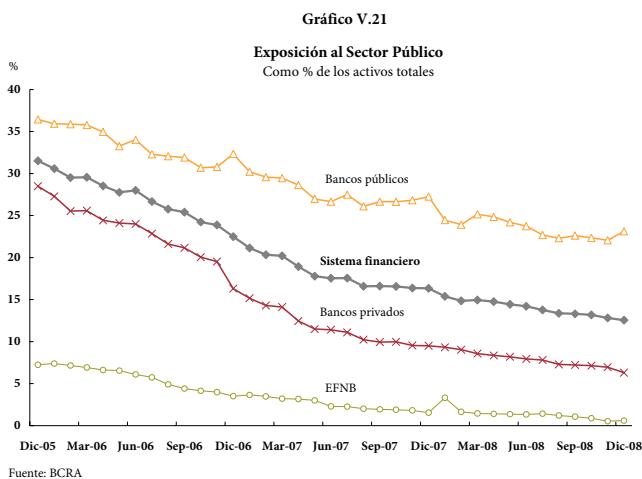
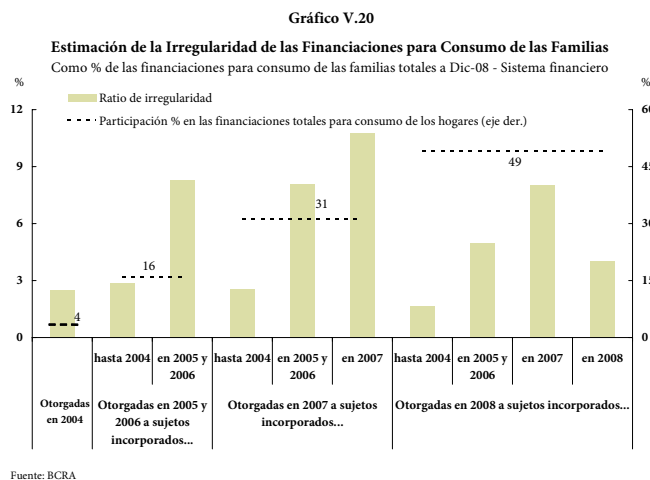
La magnitud y profundidad de la crisis internacional subrayó la importancia de contar con adecuados sistemas de administración del riesgo en general, y de *stress test* en particular. La crisis también dejó de manifiesto que en muchos casos los ejercicios de tensión que realizaban las entidades financieras eran inadecuados. Al revisar las pruebas previas a la crisis, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea identificó diversas debilidades: problemas en el uso e integración de los resultados con la gestión de riesgos (por ejemplo, pruebas de tensión conducidas por las áreas de riesgo sin participación de las áreas de negocios), fallas en las metodologías empleadas, escenarios no suficientemente severos (*shocks* moderados y de corta duración, y que subestimaban las correlaciones entre posiciones, tipos de riesgo, mercados y la retroalimentación de los *shocks*) y un tratamiento inadecuado de los nuevos productos y riesgos.

Cabría esperar que, dadas las pérdidas que ha sufrido el sistema financiero internacional, los bancos introduzcan rectificaciones significativas en sus políticas de gestión de riesgos (por ejemplo realizando pruebas en línea con los principios publicados por el Comité en 2009) que contribuyan a evitar la repetición de eventos de esta magnitud. Este conjunto de modificaciones provendrán tanto de las mismas entidades como de los reguladores y supervisores quienes pondrán un mayor énfasis en estos aspectos. Más aún, la crisis financiera global ha dejado en evidencia la necesidad de contar con un enfoque sistémico para evaluar las vulnerabilidades enfrentadas por las entidades financieras, complementando la visión y las herramientas microprudenciales con un enfoque macroprudencial más amplio.

⁵² Estadísticamente, el VaR es un percentil de la distribución de pérdidas del activo o portafolio de activos bajo análisis

⁵³ En el ejemplo, la tasa de pérdida se obtiene a partir de la tasa de incumplimiento observada entre junio de 2007 y junio de 2008, combinada con supuestos sobre recuperos e información de las garantías preferidas de las operaciones en el portafolio bajo análisis.

⁵⁴ Para una descripción metodológica ver Gutierrez Girault, M., "Modeling Extreme but Plausible Losses for Credit Risk. A Stress Testing Framework for the Argentine Financial System", BCRA, 2008.



ras (ver Gráfico V.21). El crédito al Gobierno evidenció una disminución hasta ubicarse en 12,7% del activo, totalizando una caída de 28 p.p. desde fines de 2004. La gradual amortización y venta de títulos públicos, y el crecimiento del activo del sistema financiero explican la reciente disminución de la exposición al Gobierno, que actualmente representa un tercio de la correspondiente al sector privado.

Las medidas oportunamente implementadas por el BCRA colaboraron para que pueda revertirse el *crowding out* que enfrentaba el sector privado hace 4 años atrás. Además de la política pro-crédito para fomentar el financiamiento a empresas y familias, cabe destacar la homogenización de las exigencias de capitales entre las financiaciones al sector privado y al sector público, el límite global para la exposición al Gobierno de 35% de los activos bancarios desde mediados de 2007, los tope máximos en base al capital de los bancos y al nivel de jurisdicción. Como resultado, el nivel de exposición al sector público del sistema financiero local se encuentra en línea con otros países de la región (ver Gráfico V.22).

Las finanzas públicas nacionales continúan exhibiendo resultados primarios superavitarios (ver Capítulo III.3), lo que robustece la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito de este sector.

V.3 Riesgo de moneda

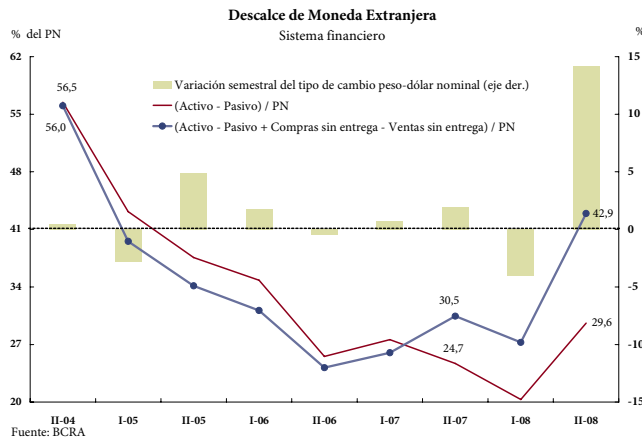
En el marco de un moderado aumento en el descalce patrimonial de moneda extranjera, el sistema financiero mantiene una exposición acotada frente a este riesgo

La banca sostiene una acotada exposición al riesgo de moneda extranjera, en un marco de mayor volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar y de un leve incremento en el descalce patrimonial en esa moneda.

La posición amplia⁵⁵ en moneda extranjera del sistema financiero se ubica casi en 43% del patrimonio neto (ver Gráfico V.23), evidenciando un aumento anual producto del mayor incremento de los activos en divisas, hecho que se complementa con una suba de las compras netas a futuro de moneda extranjera. El crecimiento de los activos líquidos y, en menor medida, del financiamiento al comercio exterior impulsan a los activos en moneda extranjera del sistema financiero. Los depósitos de los sectores privado y público explican el aumento del pasivo en esta moneda, movimiento en parte compensado por la cancelación de obligaciones negociables por parte de

⁵⁵ Se incluyen partidas en moneda extranjera del activo, del pasivo y de compras y ventas a término de moneda extranjera en cuentas de orden.

Gráfico V.23

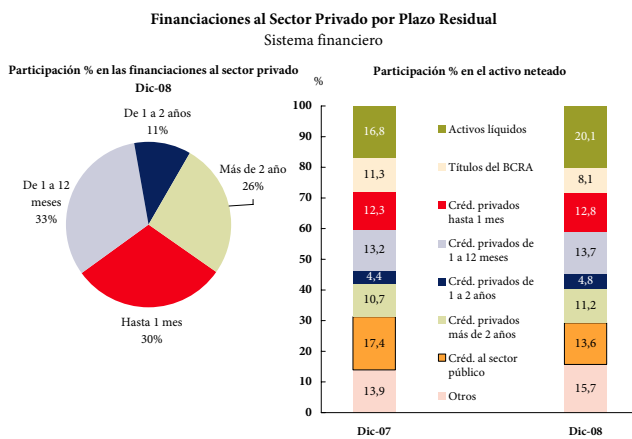


algunos bancos. Todos los grupos de entidades financieras registran una leve suba en su descalce de partidas en divisas.

El conjunto de entidades financieras presenta una moderada posición activa de partidas en moneda extranjera, encontrándose las mismas expuestas en cierta medida a una apreciación de la moneda local, situación que determina una acotada exposición a este riesgo.

Asimismo, existe un reducido riesgo de crédito relacionado con eventuales fluctuaciones del tipo de cambio. En un contexto en donde la participación de las financiaciones al sector privado denominadas en moneda extranjera es relativamente baja (16% frente a más de dos terceras partes a principios de 2001), la normativa del BCRA limita el otorgamiento de créditos bancarios en moneda extranjera solamente a empresas que generan ingresos en divisas.

Gráfico V.24



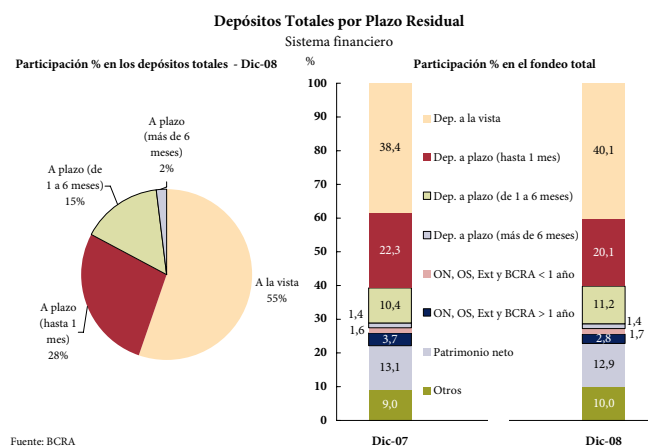
V.4 Riesgo de tasa de interés

Leve mejora de la posición del sistema financiero frente al riesgo de tasa de interés

La banca presenta una leve disminución de su exposición al riesgo de tasa de interés, fundamentalmente producto del acortamiento en el plazo residual estimado de los activos y del mantenimiento de la estructura de madurez del fondeo.

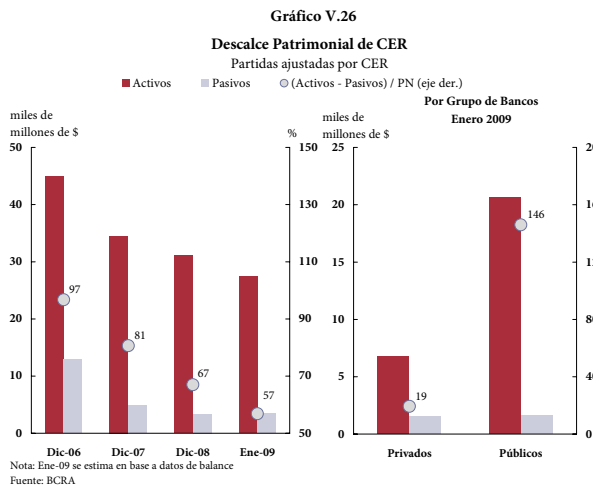
La gradual disminución de la exposición al sector público⁵⁶ (ver Gráfico V.24) genera cierto acortamiento de la madurez de los activos totales del sistema financiero. Esta tendencia es en parte atemperada por el aumento en la ponderación de los préstamos al sector privado de mayor plazo relativo (aunque una parte de los mismos es a tasa de interés repactable). Por el lado del fondeo, el plazo residual estimado de los depósitos totales no presenta cambios significativos (ver Gráfico V.25), mientras que los recursos de mayor madurez (ON, OS y líneas del exterior) reducen levemente su participación, en línea con el empeoramiento de las condiciones internacionales que lleva a posponer nuevas emisiones de estos instrumentos. Estas consideraciones se producen en el marco de una mayor volatilidad en las tasas de interés pasivas.

Gráfico V.25



El sistema financiero sigue presentando una disminución en la exposición al riesgo de tasa de interés real. La reducción del saldo de balance de algunos activos del sector público ajustables por CER supera a la caída de los plazos fijo también ajustables, lo que hace que el descalce

⁵⁶ Activos principalmente de larga madurez y a tasa de interés fija.



de partidas ajustables se reduzca en valores absolutos y en términos relativos del patrimonio neto del sistema financiero (ver Gráfico V.26). Los bancos privados conducen principalmente esta reducción, mientras que las entidades financieras oficiales mantienen un descalce relativamente más alto.

Como resultado del canje de Préstamos Garantizados instrumentado sobre comienzos de 2009, el saldo de balance de los activos ajustables por CER se reduce en las entidades financieras, especialmente en los bancos públicos. De esta manera, para el sistema financiero agregado el descalce de partidas ajustables por CER alcanzaría un nivel cercano a la mitad de su patrimonio neto.

El deterioro de las condiciones financieras internacionales podría llevar a cierta materialización del riesgo de tasa de interés que enfrenta el sistema financiero

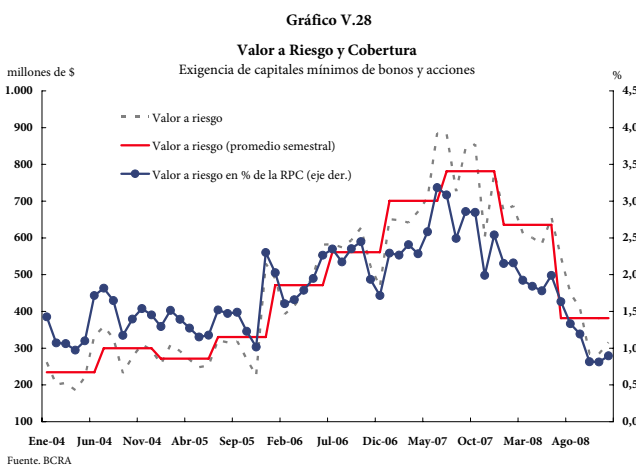
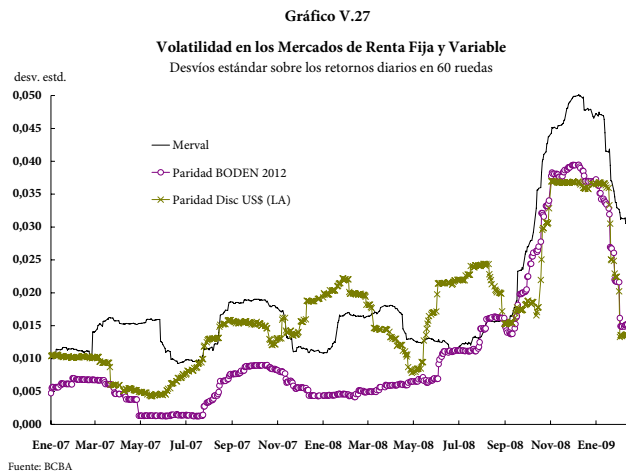
En el contexto de mejoras tanto en términos de la estructura patrimonial, y en los descuentos a los que habitualmente se exponen los sistemas bancarios, el contexto de turbulencias financieras genera una mayor volatilidad sobre las tasas de interés locales, imponiendo nuevos desafíos en términos de la administración del riesgo de tasas de interés para las entidades financieras durante los próximos períodos.

V.5 Riesgo de mercado⁵⁷

Las alternativas de valuación de los títulos valores puestas a disposición de las entidades financieras por el BCRA, ayudan a atemperar los efectos de las fluctuaciones financieras de corto plazo

En un marco de elevada volatilidad en los mercados financieros, las alternativas de valuación de los títulos valores desarrolladas por el BCRA atemperan el efecto que las fluctuaciones excesivas de corto plazo (ver Gráfico V.27) tendrían sobre el patrimonio neto de los bancos. El BCRA amplía desde fines de 2008 la gama de instrumentos⁵⁸ que pueden contabilizarse en cuentas de inversión y en cuentas de inversión especial, siempre que sean mantenidos hasta su vencimiento, existiendo adicionalmente la posibilidad de valuar tales especies en el rubro disponibles para la venta.

Los títulos públicos y las tenencias de Lebac y Nobac no vinculadas a operaciones de pase reducen su participa-



⁵⁷ 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.

⁵⁸ A los títulos públicos nacionales e instrumentos de regulación monetaria contemplados en el listado de volatilidades publicado por el BCRA para el cálculo de la exigencia de capital por riesgo de mercado.

ción en los activos de las entidades financieras, aumentando complementariamente la proporción de especies que no tienen cotización habitual de mercado, llevando así a que el valor a riesgo de mercado en términos del capital regulatorio del sistema financiero siga disminuyendo (ver Gráfico V.28).

V.6 Balance de riesgos

Sólida posición del sistema financiero en un marco de cierto aumento de los riesgos enfrentados

Ante el escenario de crisis internacional, y su impacto local, el conjunto de entidades financieras enfrenta una gradualmente mayor materialización de los riesgos asumidos, si bien el BCRA está estrechamente monitoreando esta evolución.

En este marco, el sistema financiero cuenta con activos líquidos en niveles adecuados y dispone de nuevos instrumentos generados por el BCRA a los fines de colaborar con la administración de este riesgo.

Por su parte, empieza a materializarse el riesgo de crédito del sector privado asumido por el sistema financiero, aunque aún es acotado. Desde niveles mínimos históricos se percibe un aumento de la irregularidad de las financiaciones a las familias, especialmente en las líneas de consumo y, de manera incipiente, en los préstamos a empresas. La mayor incertidumbre en torno a las condiciones económicas, haría esperar mayores desafíos sobre la capacidad de pago del sector privado en los próximos períodos.

Los descálces patrimoniales evidenciados por el sistema financiero resultan mucho menores a los de cuatro años atrás, siendo una señal de la mejor posición relativa del sector bancario. El descálce de partidas ajustables por CER (fuente de la exposición al riesgo de tasa de interés real) evidencia una caída, fundamentalmente debido al canje de PG instrumentado por el Gobierno a principios de 2009. En un contexto de leve incremento del descálce de moneda extranjera del sistema financiero, la probabilidad de evidenciarse efectos negativos sobre el patrimonio neto del sector ante movimientos en el tipo de cambio nominal peso-dólar, es reducida.

La capacidad de resistencia de los bancos frente a los riesgos asumidos se ve fortalecida a partir del proceso de normalización patrimonial y de consolidación de la solvencia experimentada en los últimos años, en un marco en el que el BCRA sigue implementando medidas que contribuyen a promover las condiciones de estabilidad financiera.

Apartado 6 / Sistemas Financieros Desarrollados con Mayores Fortalezas Relativas: Canadá y España

Desde mediados de 2007 gran parte de los sistemas financieros de las economías desarrolladas comenzaron a evidenciar significativas debilidades, dejando en evidencia la creciente necesidad de reformular tanto sus modelos de negocios como los estándares con que son regulados y supervisados. No obstante estas debilidades generalizadas, los sectores financieros de economías como Canadá y España mostraron estar relativamente mejor preparados para enfrentar los efectos de primera ronda de los *shocks* globales. Estrategias de negocios más conservadoras y con productos financieros menos complejos, mejores y más restrictivas prácticas de regulación y supervisión estatal, así como particularidades propias de esos mercados les brindaron defensas adicionales. Parte de estas características están siendo consideradas en el marco de la tarea de rediseñar los sistemas financieros a nivel global. Si bien los sistemas financieros de Canadá y de España se vieron relativamente mejor preparados para enfrentar los efectos de los primeros dos años de crisis internacional, un escenario de profundización de las turbulencias podría impactar eventualmente en su desempeño

La crisis actual dejó en evidencia importantes falencias asociadas a la forma en que se manejaron las entidades financieras de las principales economías desarrolladas (EEUU y Europa) en los últimos años. En efecto, factores como la proliferación de arbitrajes regulatorios (generando el denominado *shadow banking* en EEUU) con deficiente transferencia de riesgos⁵⁹, la fuerte distorsión de incentivos vinculada a la forma en la que se aplicó el modelo de negocios conocido como “originar para distribuir”, el mantenimiento de posiciones considerables en productos financieros de compleja valuación y los inadecuados esquemas de supervisión de bancos (y de resolución de situaciones críticas), constituyen las principales debilidades asociadas a la crisis. El complicado escenario que terminó configurándose obligó a los Gobiernos a generar múltiples tipos de acercamientos con el fin de evitar la disrupción del financiamiento al sector privado (lo que tendría claros efectos adversos sobre el desarrollo económico).

Las respuestas de política tomaron dos dimensiones. Por un lado, medidas para tratar de revertir la crisis

⁵⁹ Permitiendo a las entidades eludir requerimientos de capital, al tiempo que se mantenían compromisos que implicaban una eventual materialización de pasivos.

financiera en el corto plazo, incluyendo, entre otras, nuevas formas de inyectar liquidez, la provisión de garantías estatales para operaciones interbancarias, la adquisición de activos en problemas y el salvataje de entidades financieras (llegando incluso a recurrirse a la nacionalización total o parcial). Además de estas medidas de gestión de la crisis, se está comenzando a pensar en una eventual reformulación de la regulación financiera global. Este debate, en el marco del G-20, muestra cierto consenso en torno a la necesidad de poner mayor énfasis en el uso de una visión sistémica para encarar los riesgos inherentes al negocio financiero (ver Apartado 4).

En este contexto, resulta relevante analizar la experiencia de aquellos sistemas bancarios de países industrializados que no requirieron la implementación de medidas extremas para evitar su colapso, en los que el accionar gubernamental fue principalmente una respuesta a los desequilibrios competitivos que se generaban con otros sistemas que efectivamente recibían apoyos estatales. Entre estos se destacan los sistemas financieros de Canadá y de España, que observan un buen desempeño relativo en el contexto de la primera etapa de la crisis, sin la necesidad de recurrir a rescates o nacionalizaciones de entidades financieras de magnitud. Más aún, en un contexto de sostenida incertidumbre global ambos sistemas mantienen, en cierta medida, su actividad de intermediación financiera tradicional, en un marco de rentabilidad y de adecuados niveles de capitalización⁶⁰.

Canadá

El sistema financiero canadiense observó ciertas características que le permitieron estar mejor preparado para afrontar la crisis, entre las que se destacan:

i. Altos niveles de rentabilidad provenientes de la actividad de intermediación financiera tradicional. La obtención de ganancias en el negocio minorista contribuyó a evitar que los bancos de Canadá asumieran riesgos excesivos (con el objetivo de obtener mayores beneficios), como ser la incursión en el mercado *subprime* norteamericano o la profundización de un

⁶⁰ Esta situación queda plasmada en el posicionamiento relativo que alcanzaron Canadá y España en el *ranking* de solidez de los sistemas bancarios según el World Economic Forum, alcanzando la primera y vigésima posición respectivamente, superando a Alemania (puesto 39), EEUU (40) y a Inglaterra (44).

mercado similar localmente⁶¹. Esta situación está en parte explicada por el nivel de concentración del mercado canadiense (los cinco principales bancos en conjunto mantienen más del 85% de los activos bancarios totales), situación que contribuyó a su rentabilidad.

ii. Las innovaciones financieras implementadas en las hipotecas en los últimos años no evitaron que los productos sigan teniendo características convencionales. Las hipotecas canadienses no presentan los factores que contribuyeron al incremento de la irregularidad en el mercado norteamericano (las cláusulas más permisivas en términos de amortización, de ingresos del tomador del crédito, entre otras).

iii. Las compañías de inversión estuvieron expuestas a una mayor regulación y supervisión que en EEUU. En los 80 las autoridades de Canadá permitieron la consolidación de los bancos comerciales y de las compañías de inversión dentro de un mismo grupo financiero, llevando a estos últimos a quedar bajo la órbita de la regulación más restrictiva vigente para los bancos comerciales.

iv. Los bancos canadienses mantuvieron esquemas de negocios más prudentes, con una mayor proporción de préstamos que permanecieron en sus balances. La titulización de hipotecas no es una práctica significativa en Canadá (sólo un quinto del total), tendencia que en parte refleja los requerimientos normativos implementados: las hipotecas con ratios de préstamo a valor de la propiedad mayores a 80% deben contratar un seguro privado, situación que las conduce a una menor ponderación de riesgo en términos de la exigencia regulatoria de capital. Esto reduce los incentivos de los bancos a securitizar cartera, incentivándolos a mantener prácticas prudentes de originación y así evitar ver erosionada su rentabilidad ante incrementos en la morosidad. Más aún, la contratación de estos seguros se transformó en una práctica generalizada voluntariamente.

v. Requerimientos regulativos de capital más exigentes que en otras economías. El marco regulatorio canadiense requiere que los bancos no sobrepasen una ratio de activos totales⁶² sobre capital mayor a 20 (nivel de apalancamiento), así como requerimientos de capital mínimos de 10% de los activos ponderados por riesgo, por encima de las recomendaciones de Basilea y de aquellos impuestos en otras economías desarrolladas.

⁶¹ El mercado *subprime* canadiense es relativamente chico: 5% del total de hipotecas, significativamente por debajo del caso de EEUU. Fuente Financial System Review (12/08) Bank of Canada

⁶² Sin ponderar por riesgo

España

El caso español también presenta fortalezas a analizar a la hora de reformular el sistema global:

i. Modelos de negocios principalmente orientado al segmento minorista. Las ganancias provenientes del mercado minorista tradicional, originadas en la estrecha relación con los clientes, contribuyeron a evitar la generación de incentivos para incorporar productos estructurados complejos, reduciendo la posibilidad de generación de un segmento de hipotecas de alto riesgo.

ii. El sector bancario está principalmente conformado por bancos comerciales, con divisiones de banca de inversión relativamente pequeñas. El núcleo de negocios de la banca comercial llevó a las entidades a seguir prácticas prudentes en la generación crediticia.

iii. Las financiaciones titulizadas son de buena calidad crediticia. Las titulizaciones están conformadas por carteras muy atomizadas (préstamos pequeños y diversificados) y, en general, con moderadas relaciones préstamos a valor de las propiedades (aproximadamente 70%). Las estructuras de titulización empleadas han sido muy sencillas y de elevado grado de transparencia, a diferencia de los modelos de otros países desarrollados. A ello contribuyó la concepción de la titulización como una fuente adicional de captación de fondeo más que un negocio en sí mismo, de tal modo que la mayor parte de los riesgos de los activos subyacentes se ha mantenido en los balances bancarios, evitando así la relajación de los criterios de originación crediticia.

iv. El BC estableció requerimientos específicos sobre los vehículos off-balance, consolidándolos con los bancos a fines regulatorios y de contabilidad.

v. Implementación de provisiones contracíclicas, contribuyendo a que el sistema financiero sostenga una adecuada posición de solidez, suavizando las fluctuaciones de su rentabilidad a través del ciclo económico. La existencia de estos *buffers* de provisiones permitió a los bancos españoles mantener adecuados niveles de rentabilidad y de solvencia.

De las experiencias de Canadá y de España se desprenden ciertas consideraciones a tener en cuenta a la hora de reformular los sistemas financieros de las restantes economías desarrolladas. Una relación más estrecha con los clientes minoristas provee incentivos clave para mantener estrategias de negocios más prudentes, esquema que debe ser complementado con una mayor y mejor regulación estatal, especialmente con el objetivo de evitar el desarrollo de riesgos excesivos con potenciales efectos sistémicos que vuelvan a poner en peligro la estabilidad financiera y, por ende, el desarrollo sustentable de las economías.

VI. Sistema de Pagos

Síntesis

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa ofreciendo distintos mecanismos para realizar transacciones de manera eficiente, ágil y segura, brindando un marco adecuado para impulsar una más profunda utilización de los medios electrónicos de pagos en la economía.

El circulante a disposición del público sigue representando el medio de pago más aceptado, aunque progresivamente se amplía el uso de las tarjetas como alternativa para realizar transacciones, tendencia en parte impulsada por las estrategias comerciales de los bancos. A su vez, tanto las familias como las empresas observan una mayor utilización de los débitos automáticos para cancelar obligaciones frecuentes.

La compensación de cheques sigue incrementándose, en línea con la evolución de los últimos años, en un contexto macroeconómico menos favorable. La cantidad de documentos rechazados presenta un leve incremento, movimiento en parte impulsado por el rechazo por falta de fondos, siendo esto último más acentuado en el grupo de bancos de alcance regional. La utilización del Medio Electrónico de Pago (MEP), que registra las transacciones de alto valor, continúa verificando un comportamiento expansivo.

El BCRA sigue trabajando sobre una serie de proyectos con el objetivo de efectuar avances en el desarrollo del Sistema de Pagos en general y en la compensación de valores en particular. Con el objetivo de reducir el riesgo operacional y los costos operativos, en los últimos años se implementó la Compensación Federal Uniforme (CFU),

procedimiento que actualmente se complementa con el objetivo de estandarización de todos los documentos compensables. Esto permitiría unificar diseños y medidas de seguridad con el fin de proporcionar a los bancos depositarios mejores herramientas para la verificación y el control. A su vez, en el ámbito de la Comisión Interbancaria de Medios de Pago (CIMBRA), se ha analizado la creación de un reservorio donde se encuentren disponibles las imágenes de todos los documentos compensados para su consulta por parte de las entidades financieras.

Dado que en los últimos años los sistemas de pago han tenido un amplio desarrollo, a la par de la evolución de los sistemas financieros, resulta de suma importancia preservar su estabilidad y protegerlos de diversos riesgos. En este sentido, autoridades financieras de varios países han planteado la necesidad de contar, a nivel global, con las disposiciones jurídicas necesarias para asegurar que la compensación y la liquidación de las órdenes de transferencia cursadas a través de los sistemas de pagos sean definitivas e irrevocables. Consistente con esto, el BCRA continúa impulsando la elaboración de una ley que le permita consolidar su rol de vigilancia del Sistema de Pagos, al tiempo de establecer la irrevocabilidad de las transferencias de fondos y valores.

El BCRA y el BCB (Banco Central de Brasil) elaboraron un sistema bilateral de pagos en monedas locales, mecanismo que permite agilizar las transacciones al reducir las transferencias en divisas.

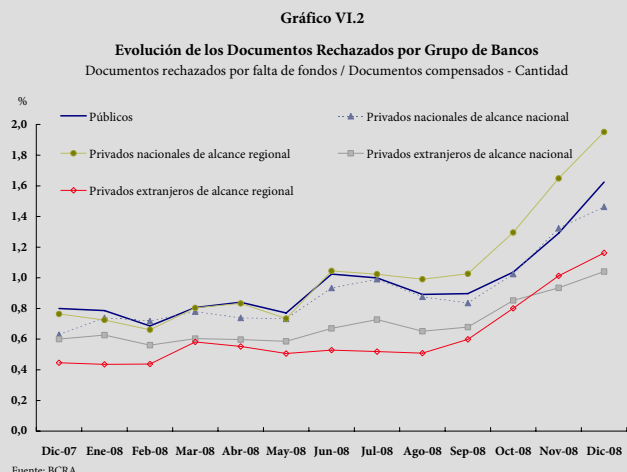
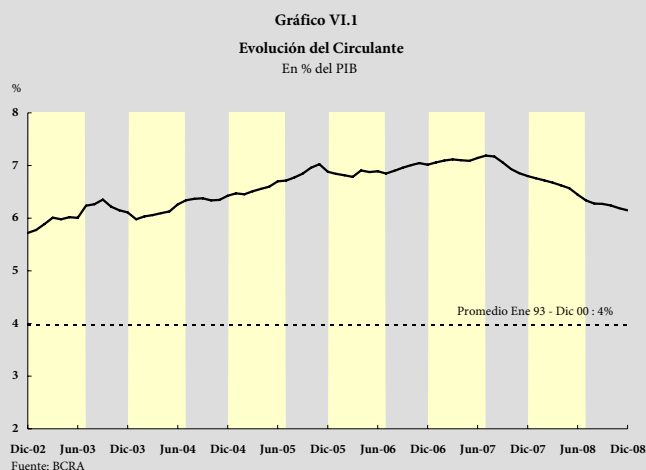
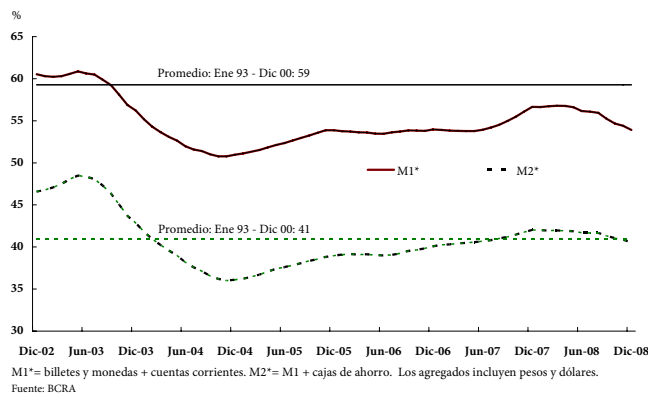


Gráfico VI.3

Circulante

En % de los Agregados Monetarios - Promedios móviles 6 meses



VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

Gradualmente se diversifica el uso de mecanismos de pago, logrando una mayor eficiencia en las transacciones

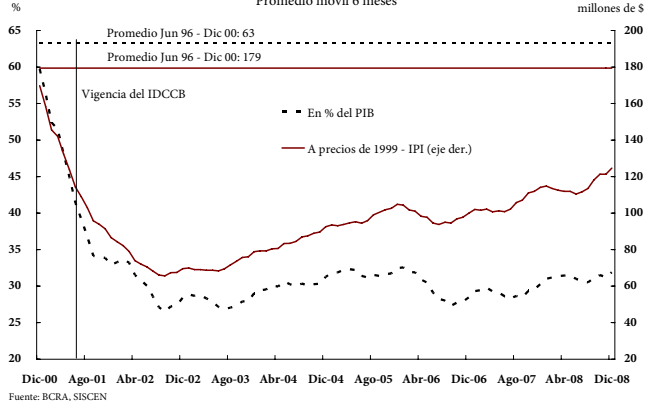
Acorde a las necesidades de las familias y de las empresas, el Sistema Nacional de Pagos (SNP) ofrece distintos mecanismos para realizar transacciones, impulsando gradualmente las opciones electrónicas que brindan una mayor seguridad al cliente y son más eficientes, al tiempo de fomentar una mayor profundidad en el grado de bancarización de la economía.

A lo largo de 2008 el circulante en poder del público creció a un ritmo más moderado que en años anteriores, verificando un leve retroceso en términos de los agregados monetarios (ver Gráfico VI.3). La utilización del dinero en efectivo totalizó \$70.900 millones a fines del año, representando 6,1% del PIB, sosteniendo así la tendencia decreciente evidenciada en los últimos períodos (ver Gráfico VI.1).

Gráfico VI.4

Débitos en Cuenta Corriente

Promedio móvil 6 meses

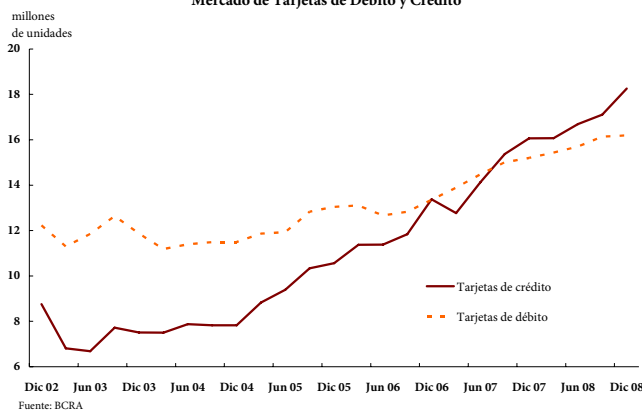


Las operaciones de débito en cuenta corriente continúan incrementándose, totalizando en 2008 la mayor expansión anual registrada desde 2002. Los débitos en cuenta corriente gradualmente también incrementan su ponderación en el PIB, presentando aún un alto potencial de desarrollo (ver Gráfico VI.4)

Progresivamente sigue ampliándose la disponibilidad y el uso de las tarjetas de débito y crédito en la economía, tendencia principalmente impulsada por estas últimas (ver Gráfico VI.5). Como estrategia para ampliar su utilización, los bancos ofrecen una serie de beneficios que van desde rebajas en los precios de los bienes y servicios adquiridos, facilidades en el financiamiento, hasta incentivos como bonificaciones totales o parciales en los costos administrativos y de renovación de las tarjetas.

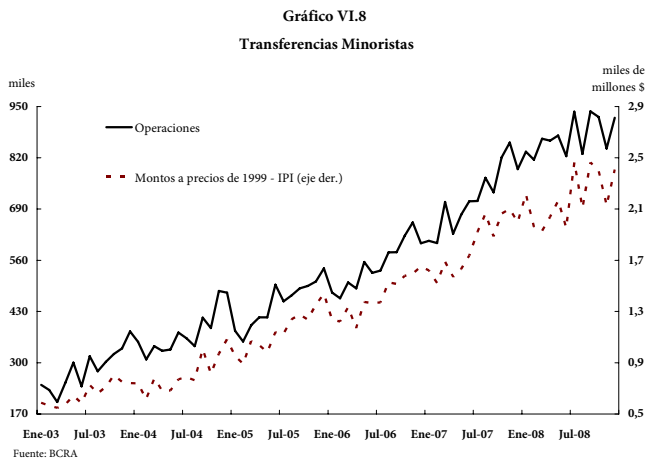
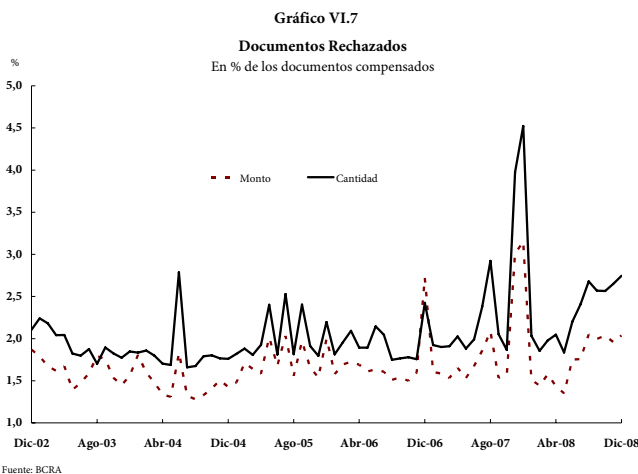
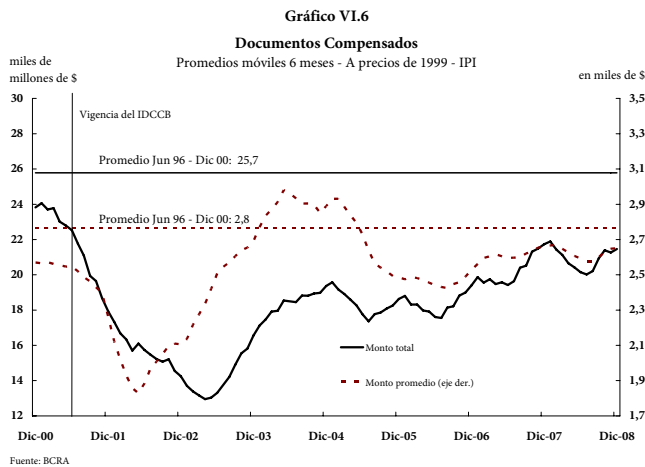
Gráfico VI.5

Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito



En la segunda parte del 2008 se procesaron aproximadamente 48,5 millones de cheques, por un monto equivalente a \$343 mil millones, creciendo levemente en relación a la primera parte del año (ver Gráfico VI.6). En términos del PIB los documentos compensados alcanzan 5,1%, levemente inferior al valor del primer semestre del año. El promedio mensual de cheques truncados, que no requieren el envío de la imagen al banco girado (con montos de hasta \$5.000), se situó en 82% del total compensado.

La cantidad de cheques rechazados, por todo motivo, alcanzó 3% del total de documentos presentados a compensación en el segundo semestre de 2008, observando



un leve aumento en los últimos meses (ver Gráfico VI.7). Los documentos rechazados por falta de fondos verifican una tendencia creciente, que es más acentuada en los bancos de mayor injerencia provincial (ver Gráfico VI.2). Como resultado, la cantidad de cheques rechazados por falta de fondos alcanza 1% de los compensados en todo el sistema financiero en el segundo semestre de 2008, por encima del verificado a fines del año anterior.

El total de operaciones de transferencias minoristas alcanza 5,4 millones en el segundo semestre, acentuando la tendencia creciente de los últimos 6 años (ver Gráfico VI.8). El aumento de la cantidad de operaciones va de la mano de mayores montos en las transacciones, que en términos del PIB alcanza a representar 3,3%.

Continúa incrementándose la utilización del mecanismo de débito automático para cancelar obligaciones frecuentes –luz, gas, tarjetas de crédito, entre otros– (ver Gráfico VI.9), en línea con los cambios culturales que se vienen registrando en la población y con las campañas de difusión e incentivos generados por las entidades financieras. En la segunda parte de 2008 el volumen de operaciones totalizó 15,3 millones. El ritmo de crecimiento de los montos operados mediante esta herramienta se incrementa sostenidamente, especialmente desde mediados de 2007 cuando la AFIP se incorporó en la compensación de débitos.

La utilización del Medio Electrónico de Pago (MEP) - sistema de pagos de alto valor- sigue registrando un comportamiento expansivo (ver Gráfico VI.10), procesando 718 mil transacciones por un monto de \$1.665 miles de millones en el segundo semestre de 2008

VI.2. Modernización del Sistema de Pagos

El BCRA sigue generando disposiciones que brindan mayor seguridad y estabilidad al Sistema Nacional de Pagos

El BCRA continúa trabajando sobre una serie de proyectos en pos de efectuar avances en el desarrollo del Sistema Nacional de Pagos en general y, en la compensación de valores en particular.

La fase final del procedimiento de Compensación Federal Uniforme (CFU) concretada a fines de 2006, que esencialmente consiste en la transmisión de imágenes de cheques y de otros documentos compensables, ha permitido la eliminación total del traslado físico de los documentos. La CFU genera una significativa disminución del riesgo operacional y de los costos operativos, posibilitando simultáneamente la interconexión de todas las

plazas del país en una sola sesión diaria de cámara, así como la acreditación de los fondos en un único y mismo plazo a todos los clientes del sistema.

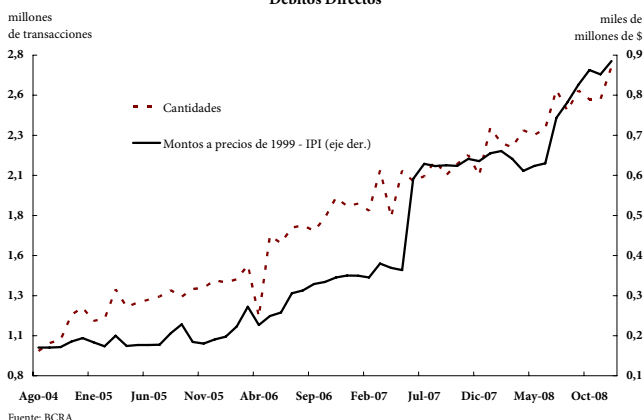
Desde el inicio de la CFU ha surgido la necesidad de estandarizar la totalidad de los documentos compensables. Esta estandarización que se inició con los cheques y que, además, actualmente es de aplicación en las letras de cambio y en los giros postales, permite unificar diseños y medidas de seguridad con el fin de proporcionar a los bancos depositarios mejores herramientas para la verificación y el control de los instrumentos. Resta aún la estandarización de los certificados de depósito a plazo fijo nominativos: su evaluación, realizada en el ámbito de la Comisión Interbancaria de Medios de Pago (CIMPRA), se encuentra actualmente en la etapa final previa a su implementación.

Como medida de seguridad adicional, se está analizando la creación de un reservorio donde se encuentren disponibles las imágenes de todos los documentos compensados para su consulta por parte de las entidades financieras. Se estima que la próxima implementación de este servicio incorporará una herramienta de fácil acceso para las entidades financieras, permitiendo agilizar las tareas posteriores derivadas de la gestión de la operatoria de cheques, favoreciendo así el desarrollo de la CFU.

A modo de protección de diversos riesgos, autoridades financieras de varios países y del Banco Mundial vienen planteando la necesidad de contar, a nivel global, con disposiciones jurídicas que aseguren que la compensación y liquidación de las órdenes de transferencia cursadas a través de los sistemas de pagos sean definitivas e irrevocables. En este sentido, el BCRA continúa dando impulso a la elaboración de una Ley de Sistemas de Pagos, que le permita asumir de manera explícita el rol de vigilancia del mismo, estableciendo al mismo tiempo la irrevocabilidad de las transferencias de fondos y valores aceptadas en los sistemas de pagos, de manera tal que sean firmes, irrevocables y oponibles frente a terceros.

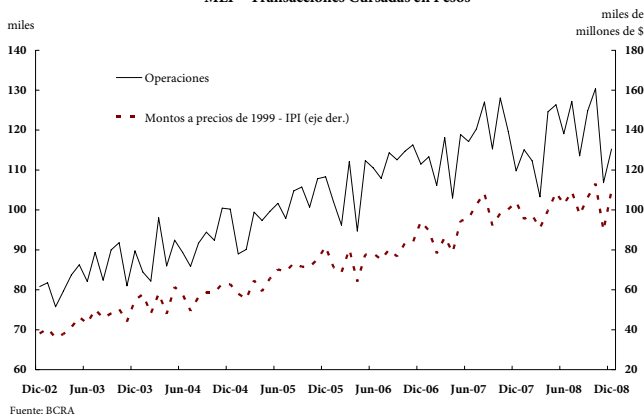
Dentro del ámbito de los pagos transfronterizos, el BCRA y el Banco Central de Brasil (BCB) implementaron en 2008 un sistema bilateral de pagos en monedas locales, reduciendo así las transferencias en divisas (dólares estadounidenses) y las tramitaciones correspondientes a las operaciones de exportación involucradas. A través de este sistema se compensan diariamente los saldos unilaterales que registran las cuentas de cada Banco Central, originados en los pagos de operaciones entre personas físicas o jurídicas residentes, transfiriéndose al Banco Central acreedor el resultado líquido de la compensación.

Gráfico VI.9
Débitos Directos



Fuente: BCRA

Gráfico VI.10
MEP - Transacciones Cursadas en Pesos



Fuente: BCRA

Anexo Estadístico – Sistema Financiero

Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
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	28,0
2.- Crédito al sector público	16,9	16,2	16,2	18,0	17,3	23,0	48,5	47,0	40,9	31,5	22,5	16,3	12,7
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	39,4
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	3,1
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	-3,3
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	1,6
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	13,4
8.- Eficiencia	142	136	138	142	147	143	189	69	125	151	167	160	168
9.- Integración de capital	23,8	20,8	20,3	21,0	20,1	21,4	-	14,5	14,0	15,3	16,8	16,9	16,8
10.- Posición de capital	64	73	49	54	58	54	-	116	185	173	134	93	90

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	Dic 07	Jun 08	Dic 08	Variaciones (en %)		
											Semestral	Anual	
Activo	163.550	123.743	187.532	186.873	212.562	221.962	258.384	297.963	327.833	347.148	5,9	16,5	
Activos líquidos ¹	20.278	13.005	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	46.320	51.492	58.989	14,6	27,4	
Títulos públicos	10.474	3.694	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	62.678	65.980	65.321	-1,0	4,2	
Lebac/Nobac	0	0	-	-	17.755	28.340	29.289	36.022	40.712	37.158	-8,7	3,2	
Por tenencia	0	0	-	-	11.803	21.067	25.767	31.598	33.499	25.711	-23,2	-18,6	
Por operaciones de pase	0	0	-	-	5.953	7.273	3.521	4.424	7.213	11.447	58,7	158,7	
Títulos privados	633	543	332	198	387	389	813	382	753	203	-73,1	-47,0	
Préstamos	83.277	77.351	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	132.157	145.987	154.727	6,0	17,1	
Sector público	15.164	22.694	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.772	17.092	17.097	0,0	1,9	
Sector privado	64.464	52.039	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	110.355	123.095	132.837	7,9	20,4	
Sector financiero	3.649	2.617	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.030	5.800	4.793	-17,4	-4,7	
Previsiones por préstamos	-6.907	-6.987	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-4.089	-4.262	-4.738	11,2	15,9	
Otros créditos por intermediación financiera	42.361	21.485	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	29.712	37.003	38.194	3,2	28,5	
ON y OS	794	751	1.708	1.569	1.018	873	773	606	688	912	32,6	50,6	
Fideicomisos sin cotización	2.053	2.065	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	5.023	5.654	5.723	1,2	13,9	
Compensación a recibir	0	0	17.111	14.937	15.467	5.841	763	377	314	357	13,8	-5,4	
Otros	39.514	18.669	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	23.706	30.347	31.202	2,8	31,6	
Bienes en locación financiera	786	771	567	397	611	1.384	2.262	3.469	3.936	3.935	0,0	13,4	
Participación en otras sociedades	2.645	2.688	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.430	6.735	7.175	6,5	11,6	
Bienes de uso y diversos	4.939	4.804	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.643	7.699	7.905	2,7	3,4	
Filiales en el exterior	1.115	1.057	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.912	2.869	3.154	9,9	8,3	
Otros activos	3.950	5.334	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	10.347	9.641	12.283	27,4	18,7	
Pasivo	146.267	107.261	161.446	164.923	188.683	195.044	225.369	261.143	289.166	305.762	5,7	17,1	
Depósitos	86.506	66.458	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	205.550	225.505	236.482	4,9	15,0	
Sector público ²	7.204	950	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	48.340	59.911	67.421	12,5	39,5	
Sector privado ²	78.397	43.270	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	155.048	163.036	166.373	2,0	7,3	
Cuenta corriente	6.438	7.158	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	35.245	36.702	39.619	7,9	12,4	
Caja de ahorros	13.008	14.757	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	47.109	48.699	51.016	4,8	8,3	
Plazo fijo	53.915	18.012	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	65.952	70.048	69.484	-0,8	5,4	
CEDRO	0	0	12.328	3.217	1.046	17	13	0	0	0	-	-	
Otras obligaciones por intermediación financiera	55.297	36.019	75.737	61.690	64.928	52.072	46.037	46.225	54.050	57.714	6,8	24,9	
Obligaciones interfinancieras	3.545	2.550	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.310	5.071	3.895	-23,2	-9,6	
Obligaciones con el BCRA	102	4.470	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	2.362	2.223	1.884	-15,2	-20,2	
Obligaciones negociables	4.954	3.777	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	6.938	6.376	5.984	-6,1	-13,7	
Líneas de préstamos del exterior	8.813	7.927	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.864	4.681	4.541	-3,0	17,5	
Otros	37.883	17.295	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	28.752	35.699	41.408	16,0	44,0	
Obligaciones subordinadas	2.255	2.260	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.672	1.589	1.763	11,0	5,5	
Otros pasivos	2.210	2.524	6.997	5.659	5.685	5.099	6.792	7.695	8.021	9.803	22,2	27,4	
Patrimonio neto	17.283	16.483	26.086	21.950	23.879	26.918	33.014	36.819	38.667	41.386	7,0	12,4	
Memo													
Activo neteado	129.815	110.275	185.356	184.371	202.447	208.275	244.791	280.336	304.505	321.460	5,6	14,7	
Activo neteado consolidado	125.093	106.576	181.253	181.077	198.462	203.286	235.845	271.652	294.918	312.403	5,9	15,0	

(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 + 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 – Sistema Financiero (cont.)

Cuadro 3 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	II-07	I-08	II-08	II-08 / I-08	II-08 / II-07
Margen financiero	6.967	7.291	6.943	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	20.513	7.624	9.700	10.813	11	42
Resultado por intereses	5.396	5.106	4.625	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	9.574	3.199	4.287	5.287	23	65
Ajustes CER y CVS	0	0	0	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	2.822	1.175	1.814	1.007	-44	-14
Diferencias de cotización	227	185	268	5.977	-890	866	751	944	1.357	2.306	858	621	1.685	171	96
Resultado por títulos valores	1.112	1.481	1.490	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	4.449	2.272	2.908	1.541	-47	-32
Otros resultados financieros	232	519	559	-299	-480	-375	233	235	264	1.363	120	70	1.293	1.757	976
Resultado por servicios	3.623	3.582	3.604	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	10.869	4.496	5.033	5.836	16	30
Cargos por incobrabilidad	-2.565	-3.056	-3.096	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-2.854	-1.161	-1.242	-1.611	30	39
Gastos de administración	-7.432	-7.375	-7.362	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-18.731	-7.912	-8.884	-9.847	11	24
Cargas impositivas	-497	-528	-571	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-2.313	-856	-1.011	-1.302	29	52
Impuesto a las ganancias	-421	-446	-262	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-1.345	-413	-670	-675	1	63
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-701	-320	-410	-752	-837	-1.823	-788	-884	-939	6	19
Amortización de amparos	0	0	0	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-994	-947	-521	-473	-9	-50
Diversos	617	535	702	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	1.444	1.644	841	603	-28	-63
Resultado monetario	0	0	0	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	291	3	-42	-19.162	-5.265	-898	1.780	4.306	3.905	4.766	1.685	2.361	2.405	2	43
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	7.583	3.421	3.766	3.817	1	12
Indicadores anualizados - En % del activo neteado														cambio en p.p.	
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	6,7	6,0	7,2	7,4	0,3	1,4
Resultado por intereses	4,3	4,0	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	3,1	2,5	3,2	3,6	0,5	1,1
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,9	1,3	0,7	-0,6	-0,2
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,7	0,5	1,2	0,7	0,5
Resultado por títulos valores	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	1,5	1,8	2,1	1,1	-1,1	-0,7
Otros resultados financieros	0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,9	0,8	0,8
Resultado por servicios	2,9	2,8	3,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6	3,6	3,7	4,0	0,3	0,4
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,2	-0,2
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-6,3	-6,5	-6,8	-0,2	-0,5
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,7	-0,7	-0,9	-0,1	-0,2
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-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	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	0,0	0,0
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,7	-0,4	-0,3	0,1	0,4
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,9	0,5	1,3	0,6	0,4	-0,2	-0,9
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	0,0
Resultado total	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	1,3	1,7	1,6	-0,1	0,3
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,7	2,8	2,6	-0,2	-0,1
ROE	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	9,8	13,1	13,8	0,6	3,9

(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	Dic 08
Cartera irregular total	12,9	13,1	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	2,7	2,7
Al sector privado no financiero	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1
Previsiones / Cartera irregular total	61,1	66,4	73,8	79,2	102,9	124,5	129,9	129,6	131,4
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,3	-1,3	-1,0	-0,8	-0,8
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	26,2	21,6	17,2	11,9	-1,0	-4,1	-3,3	-3,0	-3,3

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Anexo Estadístico – Bancos Privados

Cuadro 6 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
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	34,1
2.- Crédito al sector público	13,5	13,7	13,6	16,1	14,7	20,8	49,4	47,7	41,6	28,5	16,3	9,5	6,3
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	44,0
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	2,8
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	-3,4
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	1,9
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	15,1
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	136	158	152	166
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	18,3
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	155	116	87	87

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	Dic 07	Jun 08	Dic 08	Variaciones (en %)		
											Semestral	Annual	
Activo	119.371	82.344	118.906	116.633	128.065	129.680	152.414	175.509	188.766	208.865	10,6	19,0	
Activos líquidos ¹	13.920	10.576	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	29.418	30.542	37.044	21,3	25,9	
Títulos públicos	7.583	1.627	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	24.444	21.974	29.551	34,5	20,9	
Lebac/Nobac	0	0	-	-	8.359	15.227	15.952	17.684	15.626	23.457	50,1	32,6	
Por tenencia	0	0	-	-	5.611	12.899	14.220	15.639	12.596	12.853	2,0	-17,8	
Por operaciones de pases	0	0	-	-	2.749	2.328	1.732	2.045	3.030	10.603	249,9	418,6	
Títulos privados	563	451	273	172	333	307	683	310	578	127	-78,1	-59,1	
Préstamos	56.035	52.319	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	88.898	96.583	98.529	2,0	10,8	
Sector público	8.172	13.803	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.413	6.186	6.249	1,0	-2,6	
Sector privado	45.103	36.636	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	78.587	85.943	88.426	2,9	12,5	
Sector financiero	2.760	1.880	644	630	1.107	1.580	3.626	3.898	4.454	3.854	-13,5	-1,1	
Previsiones por préstamos	-3.248	-3.957	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.365	-2.626	-2.869	9,2	21,3	
Otros créditos por intermediación financiera	36.600	13.037	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	17.084	22.963	25.249	10,0	47,8	
ON y OS	724	665	1.514	1.394	829	675	618	430	506	699	38,2	62,6	
Fideicomisos sin cotización	1.609	1.637	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.456	4.105	3.870	-5,7	12,0	
Compensación a recibir	0	0	15.971	13.812	14.657	5.575	760	377	314	357	13,8	-5,3	
Otros	34.267	10.735	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	12.822	18.038	20.323	12,7	58,5	
Bienes en locación financiera	776	752	553	387	592	1.356	2.126	3.149	3.519	3.451	-1,9	9,6	
Participación en otras sociedades	1.651	1.703	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	3.762	4.129	4.529	9,7	20,4	
Bienes de uso y diversos	3.225	3.150	5.198	4.902	4.678	4.575	4.677	4.685	4.750	4.927	3,7	5,2	
Filiales en el exterior	75	112	-109	-136	-53	-148	-139	-154	-152	-178	17,3	15,9	
Otros activos	2.190	2.574	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	6.277	6.506	8.505	30,7	35,5	
Pasivo	107.193	70.829	103.079	101.732	113.285	112.600	131.476	152.153	164.084	182.585	11,3	20,0	
Depósitos	57.833	44.863	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	116.719	122.751	135.711	10,6	16,3	
Sector público ²	1.276	950	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.564	9.450	19.600	107,4	159,1	
Sector privado ²	55.917	43.270	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	107.671	111.642	114.176	2,3	6,0	
Cuenta corriente	4.960	7.158	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	27.132	27.875	30.188	8,3	11,3	
Caja de ahorros	9.409	14.757	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	30.169	29.850	32.778	9,8	8,6	
Plazo fijo	39.030	18.012	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	45.770	48.802	46.990	-3,7	2,7	
CEDRO	0	0	9.016	2.409	798	3	1	0	0	0	-	-	
Otras obligaciones por intermediación financiera	46.271	22.629	49.341	42.367	45.083	32.349	31.750	29.323	35.123	39.298	11,9	34,0	
Obligaciones interfincancieras	2.293	1.514	836	726	1.070	1.488	3.383	1.979	2.135	1.160	-45,7	-41,3	
Obligaciones con el BCRA	83	1.758	16.624	17.030	17.768	10.088	3.689	675	711	649	-8,8	-3,9	
Obligaciones negociables	4.939	3.703	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	6.686	6.129	5.672	-7,5	-15,2	
Líneas de préstamos del exterior	5.491	4.644	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.833	2.706	2.261	-16,4	23,4	
Otros	33.466	11.010	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	18.150	23.441	29.555	26,1	62,8	
Obligaciones subordinadas	1.668	1.700	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.668	1.585	1.759	11,0	5,5	
Otros pasivos	1.420	1.637	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	4.443	4.625	5.817	25,8	30,9	
Patrimonio neto	12.178	11.515	15.827	14.900	14.780	17.080	20.938	23.356	24.682	26.280	6,5	12,5	
Memo													
Activo neteado	88.501	73.796	117.928	115.091	121.889	123.271	143.807	166.231	174.957	192.051	9,8	15,5	

(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										Semestre			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	II-07	I-08	II-08	II-08 / I-08	II-08 / II-07
Margen financiero	5.176	5.441	5.282	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	12.947	4.553	6.006	6.941	16	52
Resultado por intereses	3.819	3.598	3.519	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	7.727	2.449	3.463	4.264	23	74
Ajustes CER y CVS	0	0	0	1.476	1.082	900	1.215	858	662	651	261	429	222	-48	-15
Diferencias de cotización	213	160	256	6.189	-312	666	576	740	990	1.620	602	694	926	34	54
Resultado por títulos valores	908	1.232	962	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.620	1.141	1.374	246	-82	-78
Otros resultados financieros	236	450	546	-197	-195	-322	134	199	229	1.329	98	47	1.282	2.650	1.208
Resultado por servicios	2.598	2.554	2.598	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	7.632	3.168	3.549	4.083	15	29
Cargos por incobrabilidad	-1.872	-2.173	-2.464	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-1.861	-656	-820	-1.041	27	59
Gastos de administración	-5.326	-5.263	-5.224	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.735	-12.389	-5.260	-5.877	-6.511	11	24
Cargas impositivas	-368	-379	-418	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-1.713	-619	-754	-959	27	55
Impuesto a las ganancias	-386	-393	-216	-337	-295	-202	-217	-365	-380	-1.170	-188	-461	-709	54	277
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-665	-51	-201	-170	-100	-267	-120	-132	-135	2	12
Amortización de amparos	0	0	0	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-688	-684	-356	-332	-7	-51
Diversos	447	307	615	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	908	910	404	504	25	-45
Resultado monetario	0	0	0	-10.531	-20	0	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	3.399	1.104	1.559	1.841	18	67
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	4.355	1.908	2.047	2.308	13	21
Indicadores anualizados - En % del activo neteado														cambio en p.p.	
Margen financiero	6,1	6,2	6,4	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	7,3	6,2	7,6	8,1	0,5	1,9
Resultado por intereses	4,5	4,1	4,3	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,7	4,4	3,3	4,4	5,0	0,6	1,7
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	-0,3	-0,1
Diferencias de cotización	0,3	0,2	0,3	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	1,1	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	0,9	1,6	1,7	0,3	-1,4	-1,3
Otros resultados financieros	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,8	0,1	0,1	1,5	1,4	1,4
Resultado por servicios	3,1	2,9	3,2	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	4,3	4,3	4,5	4,8	0,3	0,5
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-2,5	-3,0	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-0,9	-1,0	-1,2	-0,2	-0,3
Gastos de administración	-6,3	-6,0	-6,4	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6	-0,2	-0,5
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,2	-0,3
Impuesto a las ganancias	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,7	-0,3	-0,6	-0,8	-0,2	-0,6
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	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,4	-0,9	-0,4	-0,4	0,1	0,5
Diversos	0,5	0,4	0,7	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	0,5	1,2	0,5	0,6	0,1	-0,6
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	0,0
Resultado total	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	1,5	2,0	2,2	0,2	0,7
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	2,5	2,6	2,6	2,7	0,1	0,1
ROE	2,3	0,8	1,4	-19,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,1	10,2	13,6	16,6	3,0	6,4

(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	Dic 08
Cartera irregular total	8,3	9,9	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,2	2,5
Al sector privado no financiero	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8
Previsiones / Cartera irregular total	67,7	75,7	73,4	79,0	97,0	114,3	129,3	141,3	134,1
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	2,7	2,4	5,3	3,3	0,4	-0,6	-0,9	-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	-3,4

(*) 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
- 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
- BoE:** *Bank of England*
- 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
- ECB:** *European Central Bank*
- 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*
- EMEA:** *Europe, Middle East and Africa*
- 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
- FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Provisional Público de Reparto
- 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 los 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: Programa Monetario

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 Liquidación e de Custodia* (tasa de interés de referencia del BCB)

SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

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

VCP: valores de corto plazo

VE: Valor efectivo

VIX: *volatility of S&P 500*

WTI: *West Texas Intermediate* (petróleo de referencia en Argentina)

XN: Exportaciones Netas

Índice de Gráficos y Tablas

Índice de Gráficos

1.	<i>Credit Default Swaps</i> (CDS) de Países Emergentes Según Situación de Cuenta Corriente.....	7
2.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	8
3.	Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos.....	10
I.1.	Mundo y Países Avanzados. PIB Real.....	11
I.2.	Integración de Capital.....	11
I.3.	Países Avanzados. PMI Manufacturero.....	12
I.4.	EEUU. Nómina Laboral y Desempleo.....	12
I.5.	Regiones Emergentes. PIB Real.....	13
I.6.	Índices Bursátiles y Volatilidad Esperada.....	13
I.7.	Tasas de Interés EEUU, <i>Treasuries</i> y Reservas Bancarias.....	13
I.8.	<i>Spread</i> de Tasas Interbancarias a Tres Meses.....	14
I.9.	Encuesta de la Reserva Federal Acerca de Estándares de Otorgamiento de Créditos – EEUU.....	14
I.10.	Principales Tasas de Interés de Referencia.....	14
I.11.	Intervenciones del Gobierno: Recompra de Activos en Mercado Hipotecario.....	15
I.12.	Monedas Internacionales.....	15
I.13.	Índice de Precios de las Materias Primas.....	16
I.14.	Índices de Precios al Consumidor.....	16
I.15.	Evolución Índices MSCI (Renta Variable).....	17
I.16.	Índices de <i>Spread</i> de Deuda Emergentes (CDS).....	17
A.1.1.	Deuda de Países Emergentes. <i>Spreads</i> Exigidos.....	18
A.1.2.	Volúmenes Operados de Deuda Emitida por Países Emergentes.....	18
A.1.3.	Desembolsos del FMI – 2008.....	19
I.17.	<i>Credit Default Swaps</i> (CDS) de Países Emergentes Según Situación de Cuenta Corriente.....	20
I.18.	Índices de Monedas: Mercados Emergentes.....	20
I.19.	Evolución de los Volúmenes de Comercio Exterior.....	20
I.20.	Activos Líquidos.....	21
I.21.	Intermediación Financiera en América Latina.....	21
I.22.	Calidad de Cartera y Previsionamiento.....	21
A.2.1.	Efectos de la Crisis sobre el Sector Financiero de Países Desarrollados.....	22
A.2.2.	Pérdidas Crediticias y Capitalizaciones Acumuladas.....	23
A.2.3.	Sector Financiero de EEUU y Europa.....	23
A.3.1.	Tasa de Interés de Referencia de Países de América Latina.....	24
A.3.2.	TC Bilaterales Nominales de Latam respecto de EEUU.....	25
II.1.	PIB.....	27
II.2.	Reservas Internacionales.....	27
II.3.	Contribución de los Agregados al Crecimiento del Producto.....	28
II.4.	Exportaciones e Importaciones.....	28
II.5.	Mecanismos de Provisión de Liquidez y Ventas de Divisas.....	28
II.6.	Tasas de Interés a Corto Plazo.....	29
II.7.	Índices de Precios.....	29
II.8.	Bonos Soberanos de la Argentina.....	30
II.9.	Evolución Paridades: Bonos Más Líquidos.....	30
II.10.	Diferencial <i>Spreads</i> de Riesgos de Argentina vs. Emergentes.....	30
II.11.	<i>Spreads</i> de Riesgo: Argentina.....	31
II.12.	Financiamiento del Gobierno.....	31
II.13.	Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda Pública- Diciembre 2008.....	31
II.14.	Composición del <i>Stock</i> de Lebac y Nobac en Circulación.....	32
II.15.	Curva de Tasas de Licitaciones de Nobac.....	32
II.16.	Montos Negociados de Títulos Públicos (MAE + BCBA).....	32
II.17.	Emisión de Obligaciones Negociables, VCP y ON Pymes.....	33
II.18.	Tasa Interna de Retorno de ON Colocadas.....	33
II.19.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	33
II.20.	Clasificación de Fideicomisos Financieros por Activos Subyacentes.....	34
II.21.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	34

II.22.	Evolución del Mercado Local de Acciones.....	34
II.23.	Acciones de Bancos e Índice Bursátil Merval.....	35
II.24.	Monto Negociado en Acciones.....	35
II.25.	Futuros de Dólar.....	35
III.1.	Deuda de las Empresas.....	37
III.2.	Carga de la Deuda de las Familias.....	37
III.3.	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	38
III.4.	Indicadores de Actividad.....	38
III.5.	PIB. Bienes y Servicios.....	38
III.6.	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	39
III.7.	Carga de la Deuda del Sector Empresas.....	39
III.8.	Indicadores Industriales.....	40
III.9.	Perspectivas de los Empresarios.....	40
III.10.	Deuda de la Industria.....	40
III.11.	Deuda del Sector Primario.....	41
III.12.	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	41
III.13.	PIB. Servicios.....	42
III.14.	Ventas Minoristas a Precios Constantes.....	42
III.15.	Indicadores de la Construcción.....	42
III.16.	Confianza de los Consumidores.....	43
III.17.	Consumo Privado y Participación de los Asalariados en el Producto.....	43
III.18.	Tasa de Empleo y Desocupación.....	43
III.19.	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	44
III.20.	Cuentas Fiscales del SPNF.....	44
III.21.	Recaudación Tributaria Nacional.....	44
III.22.	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	45
III.23.	Composición del Gasto Primario del SPNF.....	45
III.24.	Deuda Pública Nacional.....	45
IV.1.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	47
IV.2.	Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos.....	47
IV.3.	Evolución del Patrimonio de los FCI.....	48
IV.4.	Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....	49
IV.5.	Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Bancos.....	49
IV.6.	Tasas de Interés Activas.....	49
IV.7.	Depósitos del Sector Privado a Plazo Fijo en Pesos.....	50
IV.8.	Madurez de los Préstamos al Sector Privado.....	50
IV.9.	Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....	50
IV.10.	Depósitos Totales.....	51
IV.11.	Endeudamiento con el BCRA – Esquema de <i>Matching</i>	51
IV.12.	Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos.....	52
IV.13.	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	52
IV.14.	Productividad.....	52
IV.15.	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	53
IV.16.	Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado.....	53
IV.17.	Composición del Patrimonio Neto.....	53
IV.18.	Cambio en la Integración de Capital.....	54
IV.19.	ROE.....	54
IV.20.	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	54
IV.21.	Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero.....	55
IV.22.	Composición del Margen Financiero.....	55
IV.23.	Resultados por Intereses.....	55
IV.24.	Resultados por Servicios.....	56
IV.25.	Gastos de Administración y Eficiencia Operativa.....	56
IV.26.	Cargos por Incobrabilidad.....	57
V.1.	Cambio en la liquidez.....	59
V.2.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	59
V.3.	Cobertura Frente al Riesgo de Liquidez.....	60
V.4.	Liquidez en Pesos.....	60
V.5.	Liquidez en Dólares.....	61

V.6.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	61
V.7.	Tasas de Interés.....	64
V.8.	Financiaciones al Sector Privado No Financiero.....	64
V.9.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	65
V.10.	Evolución de las Financiaciones al Sector Privado.....	65
V.11.	Financiaciones al Sector Privado por Período de Origenación Estimado.....	66
V.12.	Cobertura con Previsiones de las Financiaciones Irregulares.....	66
V.13.	Financiaciones a Empresas.....	66
V.14.	Irregularidad del Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....	67
V.15.	Financiaciones al Sector Corporativo por Período de Origenación Estimado.....	67
V.16.	Expectativas de Necesidades Crediticias.....	67
V.17.	Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de la Industria.....	68
V.18.	Financiaciones a Familias.....	68
V.19.	Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias.....	68
A.5.1.	Distribución de Pérdidas por Riesgo de Crédito por <i>Bootstrapping</i>	70
A.5.2.	Etapas de un Análisis de Escenarios Convencionales.....	71
V.20.	Estimación de la Irregularidad de las Financiaciones para Consumo de las Familias.....	72
V.21.	Exposición al Sector Público.....	72
V.22.	Exposición al Sector Público – Comparación Internacional.....	72
V.23.	Descalce de Moneda Extranjera.....	73
V.24.	Financiaciones al Sector Privado por Plazo Residual.....	73
V.25.	Depósitos Totales por Plazo Residual.....	73
V.26.	Descalce Patrimonial de CER.....	74
V.27.	Volatilidad en los Mercados de Renta Fija y Variable.....	74
V.28.	Valor a Riesgo y Cobertura.....	74
VI.1.	Evolución del Circulante.....	79
VI.2.	Evolución de los Documentos Rechazados por Grupo de Bancos.....	79
VI.3.	Circulante.....	80
VI.4.	Débitos en Cuenta Corriente.....	80
VI.5.	Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito.....	80
VI.6.	Documentos Compensados.....	81
VI.7.	Documentos Rechazados.....	81
VI.8.	Transferencias Minoristas.....	81
VI.9.	Débitos Directos.....	82
VI.10.	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	82

Índice de Tablas

1.	Principales Indicadores del Sistema Financiero.....	9
A.1.1.	Emergentes: Emisiones Soberanas en Mercados Internacionales.....	19
A.2.1.	Principales Fusiones y Adquisiciones de Bancos Desde el Inicio de la Crisis.....	22
A.3.1.	Políticas Monetarias Aplicadas en América Latina.....	25
II.1.	Programa Monetario 2009 – Metas.....	29
III.1.	Producción de Granos y Algodón.....	41
IV.1.	Situación Patrimonial.....	48
IV.2.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	56
IV.3.	Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco.....	57
A.4.1.	Perspectivas Micro y Macro Prudencial.....	63