

LA
TINA

73215618 B

BANCO CENTRAL DE LA
REPÚBLICA ARGENTINA

677534770

PESOS

Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre 2006



BOLETÍN DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Banco Central
de la República Argentina

Segundo Semestre de 2006

Edición n°6

Banco Central de la República Argentina

Septiembre de 2006
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

Reconquista 266
Capital Federal, Argentina
C1003ABF. Tel.: 4348-3500
www.bcra.gov.ar

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que la fuente se cite: **“Boletín de Estabilidad Financiera”**

Para comentarios, consultas o suscripción a la versión electrónica:
analisis.financiero@bcra.gov.ar



Prefacio

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

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

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

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

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

*La fecha de la próxima publicación del **BEF**, con cierre estadístico a diciembre de 2006, será el 29 de marzo de 2007 a través de Internet.*

Buenos Aires, 28 de septiembre de 2006



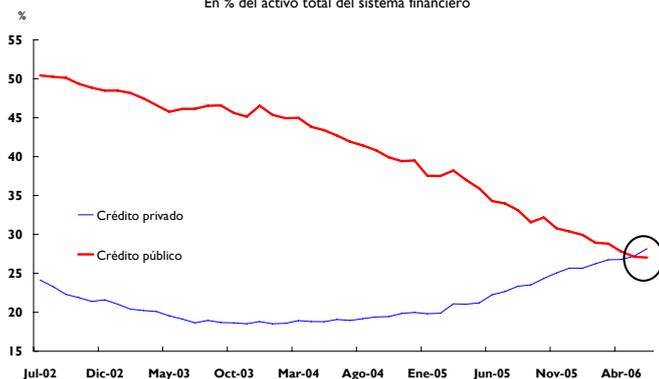
Contenido

Visión Institucional	7
I. Contexto Económico-Financiero.....	13
I.1. Coyuntura internacional	14
I.2. Coyuntura nacional	18
II. Mercado de Capitales	21
II.1. Renta fija del sector público	22
II.2. Otros instrumentos de renta fija	24
II.3. Renta variable	25
II.4. Mercados derivados	26
III. Deudores del Sistema Financiero.....	27
III.1. Cartera del sistema financiero	28
III.2. Sector público	28
III.3. Empresas	29
III.4. Familias	34
IV. Infraestructura Financiera	35
IV.1. Intermediarios financieros	36
IV.2. Intermediarios financieros no bancarios	36
IV.3. Entidades financieras.....	37
V. Administración de Riesgos	45
V.1. Riesgo de liquidez	46
V.2. Riesgo de crédito	48
V.3. Riesgo de tasa de interés.....	54
V.4. Riesgo de mercado.....	55
VI. Solvencia.....	59
VI.1. Rentabilidad	60
VI.2. Posición de capital.....	64
VII. Sistema de Pagos	67
VII.1. El Sistema Nacional de Pagos.....	68
VII.2. Modernización del sistema de pagos.....	69
Balance de Riesgos	73
Anexo Estadístico	75
Glosario de Abreviaturas y Siglas	79
Índice de Gráficos y Tablas.....	81
Apartado 1: El Mercado de <i>Credit Default Swaps</i> Soberanos...	16
Apartado 2: Diversificación de los Mecanismos de Financiamiento: El <i>Leasing</i>.....	40
Apartado 3: Se Consolida la Reducción en la Exposición al Sector Público.....	49



VISIÓN INSTITUCIONAL

Gráfico 1
Exposición al Sector Público y Privado
En % del activo total del sistema financiero



Fuente: BCRA

En el primer semestre de 2006 se consolidó la tendencia positiva de los mercados financieros locales. Las entidades financieras se destacaron en este proceso y están dejando atrás gran parte de las herencias de la crisis, a la vez que se abren paso hacia una nueva configuración del sector. En este período, a partir del nuevo marco normativo establecido por el BCRA, el sistema consolidó su buen desempeño en varias dimensiones: aumentó su independencia de las necesidades financieras del sector público, focalizó sus recursos en el sector privado, profundizó la normalización de sus activos y pasivos, robusteció su balance de riesgos, mejoró sus resultados y fortaleció sus niveles de solvencia. Esta dinámica favorable, sumada al crecimiento económico, al desplazamiento hacia el sector privado de los intermediarios financieros no bancarios (AFJP, Compañías de Seguros y FCI) y a la mayor liquidez en el mercado de capitales local, están configurando una renovada arquitectura financiera que acompaña a la economía hacia una senda de desarrollo sostenido en un contexto de estabilidad financiera.

Por primera vez, luego de la crisis, la participación del crédito del sistema financiero al sector privado superó a la exposición al sector público. En este sentido, desde la segunda mitad de 2002, cuando alcanzó un máximo de 50% del activo total, la exposición del sistema financiero al sector público se ha reducido rápidamente. Este proceso se aceleró durante 2005, observándose una contracción de la exposición al sector público de 12,5 p.p. en los últimos 18 meses, hasta alcanzar un valor de 27% del activo a junio de 2006.

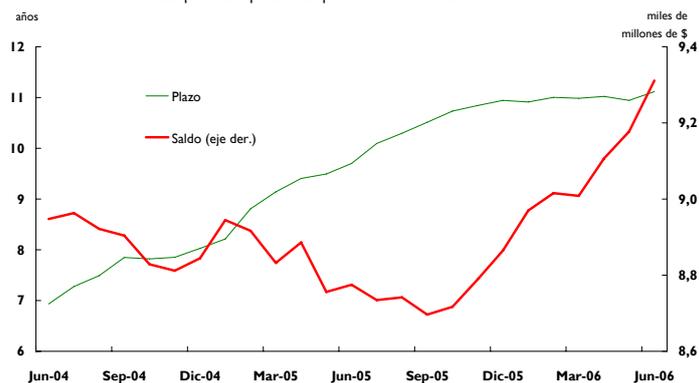
La estrategia actual focalizada en recomponer los activos del sector privado se desarrolla a partir de la política monetaria-financiera ejecutada por el BCRA. Durante 2006, la Institución profundizó los incentivos para reducir la tenencia de activos del Gobierno: se redujo de 40% a 35% el máximo global de la participación de los activos del sector público en el activo total, con vigencia a partir de julio de 2007. Esta medida se suma a los límites en función del capital y jurisdicción, a las pautas de valuación a precios de mercado y a la eliminación del sesgo pro sector público en las exigencias de capital. Con estas medidas el BCRA está construyendo las bases de un sistema monetario-financiero independiente de las necesidades financieras del sector público. Este elemento resulta de especial relevancia en países emergentes, a fin de consolidar la confianza de los agentes económicos en sus respectivos Bancos Centrales y sistemas financieros.

A su vez, la sostenida expansión del crédito a empresas y familias, a un ritmo que supera a los principales países de la región y en un entorno de bajo riesgo asociado, acentuó notablemente el proceso de *crowding-in* del sector privado. Con tasas de crecimiento que llegaron a 39% en 2005 y 40% anualizado (a.) a mediados de 2006, el sector privado está recuperando paulatinamente el nivel de ponderación en la cartera bancaria, llegando a representar actualmente cerca de 27,5% del activo. Los préstamos personales a las familias y el crédito comercial para las exportaciones fueron los conductores de este fenómeno, creciendo 31% y 49% en el primer semestre de 2006.



Gráfico 2

Préstamos Hipotecarios Otorgados a Familias
Plazo promedio ponderado por monto - Promedio móvil 3 meses



Fuente: BCRA

El BCRA destinó buena parte de su política financiera a configurar un marco que impulse la expansión prudente del crédito privado, en un contexto de expectativas positivas de crecimiento económico y de estrategias de las entidades financieras destinadas a financiar proyectos privados. Esta política pro-crédito se acentuó en los últimos dos años, focalizándose en: adecuar los efectos de la crisis al nuevo contexto macroeconómico favorable, promover el financiamiento a las PyME, ampliar el acceso al crédito tanto geográficamente como por estratos sociales y extender los plazos de la oferta crediticia para alentar los préstamos a la inversión productiva. En esta línea, los últimos desarrollos del BCRA en su política pro-crédito se centraron en: facilitar el acceso a préstamos hipotecarios, promover las operaciones de microcrédito y fomentar la expansión de la transparencia de información de costos de los servicios financieros.

El BCRA generó importantes avances normativos para impulsar el incipiente dinamismo del crédito hipotecario que en el período creció 10% a. En esta línea, se flexibilizó la exigencia de capital para préstamos hipotecarios (vivienda única, familiar y de ocupación permanente) de hasta \$200 mil, incentivando la financiación de 100% de su valor (de 90% en montos mayores a \$200 mil y de hasta \$300 mil). Asimismo, se alienta a incluir en la evaluación de la capacidad de pago de los deudores los recibos de pago de alquiler, pago de servicios públicos, entre otros, en línea con la recomendación de implementar sistemas de *screening* y modelos de *credit scoring* para evaluar el otorgamiento de los créditos.

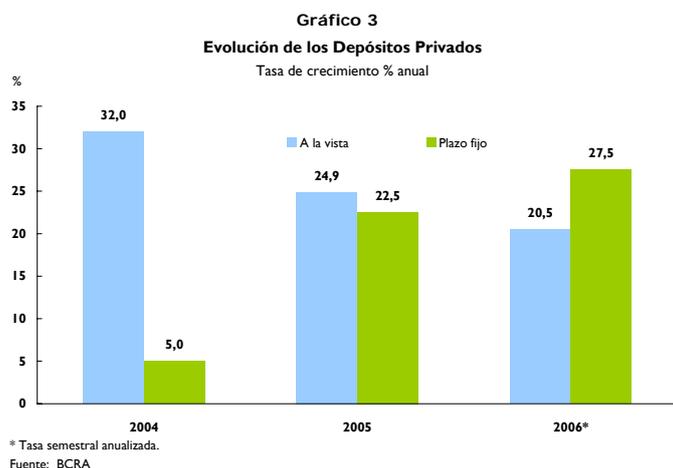
Confirmando la tendencia positiva de la actividad del sector financiero en su conjunto, los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) profundizaron su desplazamiento hacia el sector privado. La creciente disponibilidad de recursos, principalmente por el fortalecimiento del mercado laboral, sumado a la capacidad de ofrecer financiamiento a mediano y largo plazo, configuran una situación propicia para que los IFNB complementen el accionar del sistema financiero. Esto último se daría especialmente a través del financiamiento de obras de infraestructura y contribuyendo a volcar fondos hacia las líneas hipotecarias de mayor plazo, en complemento con el resto del mercado de capitales.

En simultáneo con la mejora en la calidad de los activos, el sistema financiero logró notables avances en la normalización de la estructura de sus pasivos. La expansión de los depósitos del sector privado, con una tasa de crecimiento cercana a 23% a., sumado a la acelerada cancelación de redescuentos dentro del esquema del *matching* están conduciendo este fenómeno. A la fecha de publicación de esta edición del BEF, sólo dos entidades financieras mantenían deudas con el BCRA dentro del *matching*, mientras que las cancelaciones hasta la actualidad representan alrededor de dos tercios del monto original de esta asistencia por iliquidez otorgado a raíz de la última crisis.

Por su parte, las entidades financieras están logrando incrementar gradualmente el plazo promedio de los depósitos privados: por primera vez, luego de la crisis, el crecimiento de los depósitos a plazo fijo supera a los de vista (caja de ahorro y



cuenta corriente). Este fenómeno fue impulsado por la política financiera instrumentada por el BCRA, la cual estuvo acompañada por las estrategias de los bancos (con tasas de interés por plazo fijo crecientes). Durante 2006 se acentuó esta orientación de la política financiera que, fortaleciendo la normativa prudencial, genera incentivos para la migración de fondos de cuentas a la vista hacia depósitos a plazo: se incrementó el encaje para depósitos a la vista en dos ocasiones (pasó de 15% a 17% y luego a 19%) y se redujo el de plazo fijo, se eliminó la remuneración de los encajes por depósitos a la vista, se estableció un encaje de 100% sobre los depósitos a la vista con remuneración superior a 35% (este límite originalmente fue de 75% y después de 50%) de la tasa BADLAR (bancos privados), se redujo de 2,55% a 0,5% la remuneración de los pasivos que los FCI de plazo fijo realizan en el BCRA y se habilitó la operación con depósitos a plazo con tasa de interés variable junto con una tasa de interés fija mínima asegurada (con plazo mínimo de 180 días).



A medida que el sistema financiero está logrando una normalización de los activos y de los pasivos afectados por la crisis, está mejorando su balance global de riesgos. La banca sigue fortaleciendo su posición frente a los principales riesgos inherentes a la actividad de intermediación financiera: riesgo de liquidez, de crédito al sector público y privado y de moneda. Si bien la expansión del crédito contrajo los indicadores de liquidez, los niveles registrados están en línea con el actual contexto de estabilidad financiera y con los requerimientos del BCRA, resultando comparables con los de otras economías de la región. La profundización de los mercados de liquidez interbancarios sumados a la facultad efectiva del BCRA de actuar como prestamista de última instancia, robustecen el marco frente a la administración del riesgo de liquidez.

Tanto por la caída en la exposición al sector público como por la solidez de las cuentas fiscales, el sistema financiero enfrenta un menor riesgo de repago del Gobierno. Por su parte, el favorable desempeño económico y financiero de las actividades productivas y la fortaleza de la capacidad de pago de las familias, en un contexto de aumento en la exposición al sector privado, son las bases de la robustez del sistema financiero frente al riesgo de crédito privado.

Asimismo, la banca observa una mejor posición frente al riesgo de moneda. Menor exposición (descalce entre activos y pasivos), reducción relativa de la volatilidad del tipo de cambio nominal y mayores posibilidades de cobertura son los pilares de este fenómeno. Los ejercicios de *stress-test* de moneda extranjera (ME), que consisten en poner a prueba al sistema financiero ante un evento negativo extremo, dan como resultado una elevada fortaleza de la banca frente al riesgo de ME. En los últimos años y dadas las lecciones de la crisis, se diseñó un marco regulatorio que impulsa una sana administración del riesgo de ME: la captación de depósitos en dólares sólo puede ser destinada a financiar líneas en dólares, las cuales deben otorgarse a empresas cuyos ingresos estén correlacionados con el dólar, se impusieron límites a las posiciones en ME, se establecieron requisitos de capital para cubrir descalces de ME, mientras se continúa promoviendo los mercados de instrumentos de cobertura de ME.



Estos favorables desarrollos del sistema financiero y las buenas perspectivas para el próximo año están íntimamente vinculados al notable desempeño macroeconómico local caracterizado por: sólido crecimiento, estabilidad financiera, política fiscal prudente y política monetaria consistente y transparente. A su vez, Argentina transita en un escenario de expansión de la economía global que, si bien encontró ciertas volatilidades en los mercados financieros internacionales, continúa registrando expectativas favorables de crecimiento. En particular, este marco resultó propicio para la sana expansión de los sistemas financieros tanto de economías desarrolladas como emergentes: crédito privado en crecimiento, menor irregularidad y mayor solvencia.

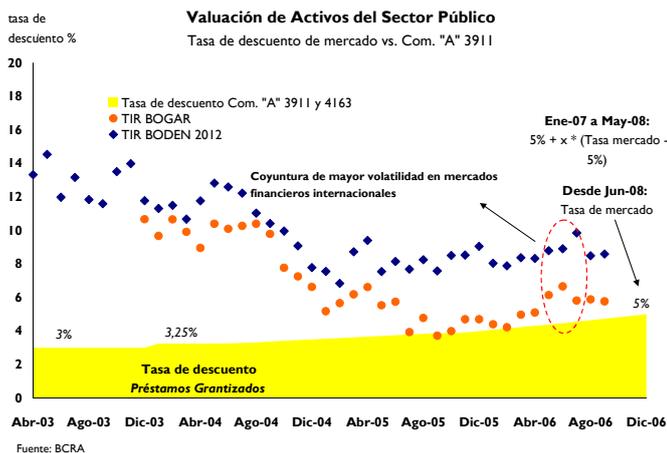
Por su parte, si bien inicialmente las volatilidades de los mercados financieros internacionales se hicieron notar en las economías latinoamericanas, observándose un acotado proceso de búsqueda de la calidad, los *fundamentals* de las economías emergentes están demostrando que la región está mejor preparada para enfrentar *shocks* negativos: superávit fiscal y de cuenta corriente, políticas de acumulación de reservas, baja inflación y regímenes de tipo de cambio flexibles son los principales determinantes. Aunque con cierta volatilidad por el contexto internacional, el mercado de capitales local (tanto mercados primarios como secundarios) mostró una intensa actividad durante la primer parte de 2006: los títulos públicos, las acciones, las ON de las empresas, los fideicomisos financieros y los derivados de moneda extranjera marcan el buen ritmo de crecimiento. La volatilidad en los mercados de renta fija y variable, sumada a la mayor proporción de títulos públicos contabilizados a valor de mercado por las entidades financieras, hizo aumentar, aunque aún en una magnitud poco significativa, el riesgo de mercado del sistema financiero. Actualmente, esta migración a valores de mercado de la cartera de bonos se está efectuando a un costo reducido, ya que el valor contable consistente con el esquema establecido por el BCRA con motivo de la crisis está cerca del precio de realización.

Esta combinación de sólida política financiera del BCRA, en un contexto macroeconómico positivo y de estrategias prudentes de administración de riesgos, está impulsando la normalización de los niveles de rentabilidad en un marco de competencia dentro del sistema financiero. En la primer parte de 2006 la banca contabilizó ganancias que superaron a las devengadas en todo el año 2005, alcanzando un registro de \$1.800 millones (1,7%a. del activo). Este crecimiento estuvo en gran medida conducido por fuentes de ingresos más genuinas que las relacionadas con los factores heredados de la crisis (ajustes CER o tipo de cambio en función de la posición resultante). La actividad de *trading*, la inversión en instrumentos financieros, los resultados por intereses y por servicios financieros fueron los principales conductores de la rentabilidad semestral. La recuperación de los márgenes sumado al continuo proceso de capitalizaciones (\$14 mil millones en el acumulado de post-crisis, monto equivalente a dos tercios del patrimonio neto antes de la crisis) sigue motorizando la solvencia del sistema financiero: el patrimonio neto aumentó 10% en el primer semestre de 2006 y 26% en los últimos 18 meses. De esta forma, la integración de capital representó 16,5% de los activos a riesgo, superando

Gráfico 4

Valuación de Activos del Sector Público

Tasa de descuento de mercado vs. Com. "A" 3911



Fuente: BCRA



holgadamente las exigencias de capital local y los mínimos recomendados por el Comité de Basilea.

En simultáneo con el proceso de normalización de los balances y de la actividad del sistema financiero, el BCRA fortaleció el esquema de supervisión orientado a riesgos. Este sistema caracterizó al nuevo ciclo de inspecciones *on site* durante el cronograma 2006-2007, en el cual se incluye la comunicación a las entidades financieras de las calificaciones CAMEL BIG asignadas por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC). El BCRA, a través de la SEFyC, lleva adelante este procedimiento en forma consistente con los lineamientos dispuestos en su Manual de Supervisión, que toman en cuenta los últimos estándares internacionales en la materia.

A pesar de la destacada dinámica del sistema financiero observada en post-crisis, aún quedan temas pendientes, algunos de los cuales son limitaciones históricas de la estructura de la banca local. La baja penetración del sistema financiero en la economía, incluyendo consideraciones respecto de los bajos niveles de bancarización (tanto regional como entre estratos de la población) así como de la intensidad de uso de los servicios financieros, el reducido horizonte temporal de los pasivos y de la oferta de crédito bancario, y la exposición al riesgo por tasa de interés podrían considerarse entre los principales desafíos de la banca local.

Si bien el financiamiento viene creciendo fuertemente, su participación en la actividad económica aún es reducida: los préstamos al sector privado representan un 10% del PIB a junio de 2006. Sin embargo, aún en pre-crisis la penetración de la banca resultaba baja en una comparación frente a economías de similar nivel de desarrollo. La política financiera del BCRA está configurando el marco propicio para una mayor penetración del crédito en la economía. Se estima que alcanzar los niveles de penetración históricos e internacionales será un proceso de mediano plazo. Asimismo, las buenas expectativas en la economía local están expandiendo lentamente el recortado horizonte temporal que dejó la crisis de 2001-2002. También en este punto la política financiera del BCRA está poniendo su foco, estableciendo incentivos para generar una migración de los depósitos de ahorro en cuentas a la vista hacia cuentas a plazo. El aumento de la liquidez en el mercado de capitales, continuamente alentado por el BCRA, será un factor determinante para el despegue definitivo del crédito a mediano y largo plazo. En particular, una mayor profundidad en los mercados de derivados contribuirá a obtener cobertura frente al riesgo de tasa de interés y de moneda.

Los bajos niveles de bancarización han venido siendo una de las características históricas del sistema financiero. Si bien las regiones con mayor producción económica del país muestran niveles relativamente adecuados de cobertura bancaria, en un marco de alto empleo no formal, se detecta una pobre distribución a nivel nacional. En el último año el BCRA autorizó la apertura de 137 nuevas bocas de atención al público. La instalación de nuevas sucursales en aquellas zonas geográficas con menor cobertura bancaria atiende a la nueva dimensión de la política financiera del BCRA, favoreciendo el acceso a servicios

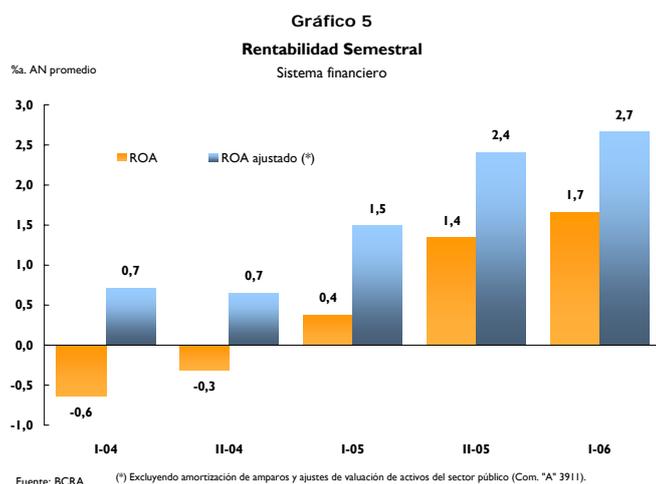
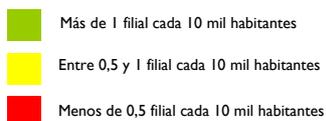


Gráfico 6
Bancarización Regional



Fuente: BCRA e INDEC

financieros a regiones aún no bancarizadas. A su vez, desde el BCRA se está trabajando para mejorar el acceso de los niveles socio-económicos más bajos de la población. Entre otras medidas, se amplió la periodicidad de la cuota de las financiaciones otorgadas para micro-emprendimientos (semanal, quincenal o mensual), se posibilita a los bancos a otorgar un período de gracia inicial en el pago de los servicios de capital, se elevó el límite máximo del importe de la cuota a pagar de \$200 a \$300 para abarcar una mayor franja poblacional, se extiende el plazo máximo de financiación de 24 a 36 meses y se amplió el monto de financiamiento disponible para obras de infraestructura domiciliaria de \$3.000 a \$6.000.

Consistente con el favorable contexto económico y financiero local y las adecuadas políticas financieras del BCRA, se espera que el sistema financiero profundice su proceso de normalización y acentúe su nivel de intermediación financiera tradicional en el período 2006-2007, en un escenario de riesgos acotados. A la vez, este desarrollo positivo contribuirá a ir dejando atrás paulatinamente algunas de las principales limitaciones históricas de la estructura de la banca. En este contexto de expansión del sector financiero, el BCRA consolidará los procesos de monitoreo micro y macrofinancieros con el fin de apuntalar el marco normativo propicio para el desarrollo de la actividad bancaria en un contexto de estabilidad financiera.

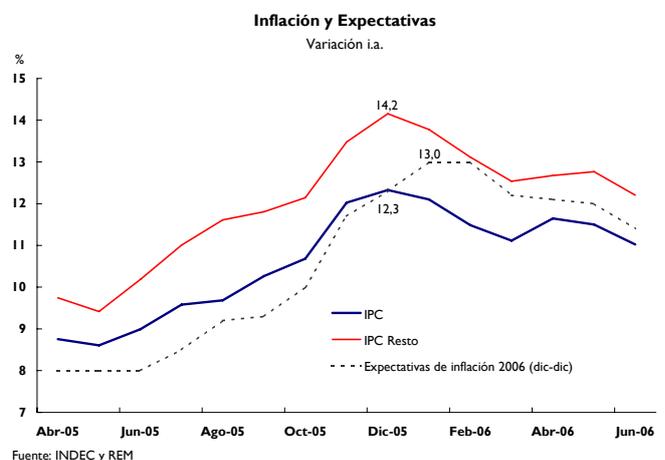
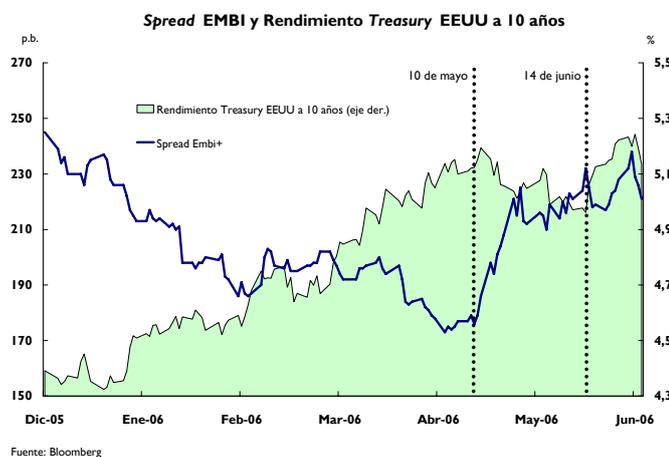
I. CONTEXTO ECONÓMICO-FINANCIERO

Síntesis

Pese a la mayor volatilidad en los mercados financieros y al debilitamiento del crecimiento de EEUU, las perspectivas de la economía mundial para 2006 continúan siendo alentadoras. En este escenario, si bien la coyuntura internacional presenta ciertos desafíos, existe un marco propicio para que tanto las economías desarrolladas como las emergentes sigan expandiéndose, configurando un marco favorable para el fortalecimiento de los sistemas financieros.

El primer semestre de 2006 estuvo signado por subas de las tasas de interés de referencia de EEUU y Europa y altos precios de las commodities en general, mientras que particularmente los principales productos primarios de exportación de las economías emergentes también mostraron una tendencia creciente. Aunque la mayor volatilidad de los mercados financieros globales impactó en el riesgo soberano, en los índices accionarios y en los tipos de cambio de los países de la región, estos efectos no fueron el reflejo de un deterioro en sus fundamentals. En efecto, las principales economías latinoamericanas continúan mostrando desempeños macroeconómicos relativamente sólidos, acordes con sus políticas anticíclicas (como la acumulación de reservas internacionales). Los fundamentals de la economía local determinaron la robustez de Argentina para mitigar los efectos del contexto internacional adverso y, posteriormente, permitieron una recuperación gradual. En este marco, los sistemas financieros siguen sosteniendo una evolución alentadora, dinamizando su flujo de financiamiento al sector privado, en un contexto de menor morosidad y crecientes niveles de solvencia.

Acorde con la evolución exhibida desde 2003, durante el primer semestre de 2006 la economía argentina creció 3,7% s.e., acumulando 17 trimestres consecutivos de expansión. El incremento semestral estuvo principalmente liderado por la inversión, mientras que los niveles de consumo se mantienen elevados. Para lo que resta del año se proyecta que la economía alcanzará una expansión entre 7,5% y 8% del PIB, con una tasa de inversión que alcanzaría aproximadamente 21,7% del producto (a precios constantes). Por su parte, los precios minoristas se desaceleraron en el período, reflejándose en las menores expectativas inflacionarias, en línea con el estricto cumplimiento del Programa Monetario 2006 y la favorable evolución en la inversión que, se estima, acompañará el crecimiento de la actividad productiva. Estos desarrollos macroeconómicos configuran un contexto propicio para fomentar una mayor profundidad de la actividad de intermediación financiera local.





I.1. Coyuntura internacional

La región resistió exitosamente las volatilidades de los mercados financieros internacionales

En el primer semestre de 2006 el crecimiento económico global se mostró sólido y más balanceado entre regiones que en períodos anteriores. Las buenas perspectivas de las economías del mundo permiten prever una expansión del PIB mundial en 2006 de 4,3%, crecimiento mayor al registrado en 2005, pese a la mayor volatilidad en los mercados financieros y el debilitamiento de la economía norteamericana. En EEUU, la actividad económica mostró una desaceleración en el segundo trimestre, mayor a la esperada, al crecer a una tasa anualizada de 2,5% (luego de expandirse 5,6% en los tres primeros meses del año), proyectándose que 2006 finalice con un alza del PIB de 3,4%. La zona Euro y Japón continúan mostrando un favorable desempeño, previéndose en 2006 un aumento de la actividad económica agregada de 2% y 2,6%, respectivamente (ver Gráfico I.1). Por su parte, Asia emergente se expandiría este año 7,3% y América Latina 4,2%, tasas superiores a las previstas a principios del presente año. Para 2007, el crecimiento mundial continuaría sólido y a tasas levemente inferiores que las registradas en 2006.

El comportamiento de los mercados financieros internacionales estuvo principalmente movilizado por dos factores: subas de tasas de interés de referencia ejecutadas por los Bancos Centrales de EEUU y Europa (ver Gráfico I.2) y altos precios de los *commodities* en general (y del petróleo en particular). Asimismo, en el semestre se marcan dos períodos diferentes, dónde el 10 de mayo funcionó como bisagra (ver Gráfico I.3). Después de esa fecha, luego que la *Fed* subiera su objetivo de tasa de interés por encima de 5% (con indicios de nuevas alzas), se desató un contexto de mayor volatilidad en los mercados de capitales.

El nivel general de inflación minorista de las principales economías continuó presionado por el encarecimiento energético, al tiempo que la inflación subyacente superó levemente los niveles deseados, particularmente en EEUU. En este contexto, la *Fed*, en sus cuatro reuniones correspondientes al primer semestre del año, elevó la tasa de los *Fed Funds* 0,25 p.p. en cada oportunidad, llevándola hasta 5,25% anual a fines de junio. Si bien el proceso alcista observado en EE.UU. no ha sido en un principio acompañado por las tasas de interés de largo plazo, a partir de principios de 2006 éstas han mostrado una tendencia al alza con una curva de rendimientos que se ha mantenido casi plana (ver Gráfico I.4). Por su parte, el BCE continuó con el proceso de endurecimiento gradual de su política monetaria iniciado en diciembre de 2005, e incrementó también 0,25 p.p. su tasa de referencia en dos de sus reuniones, ubicándola en 2,75% anual a fines de junio.

Si bien los precios de ciertos *commodities* también se vieron afectados por el contexto de mayor volatilidad, destacándose la desvalorización de los metales, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que considera los principales productos de exportación primarios argentinos, mostró una

Gráfico I.1

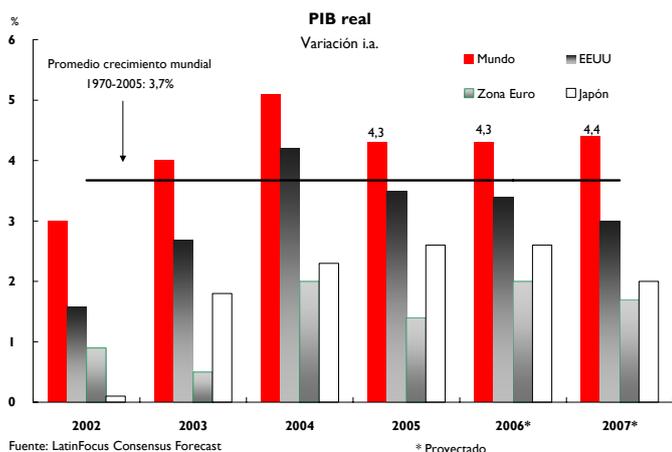


Gráfico I.2

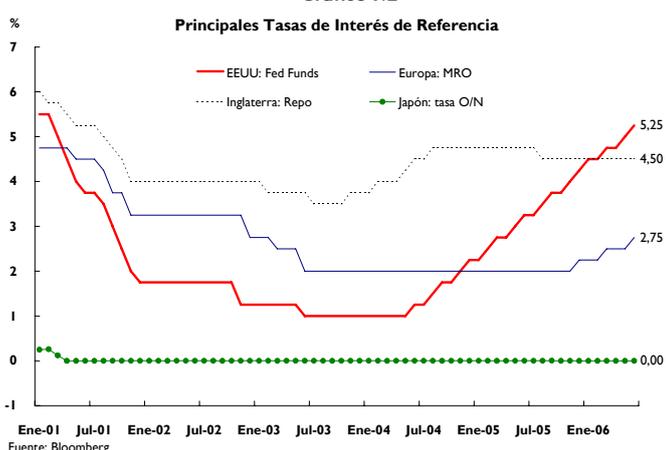


Gráfico I.3

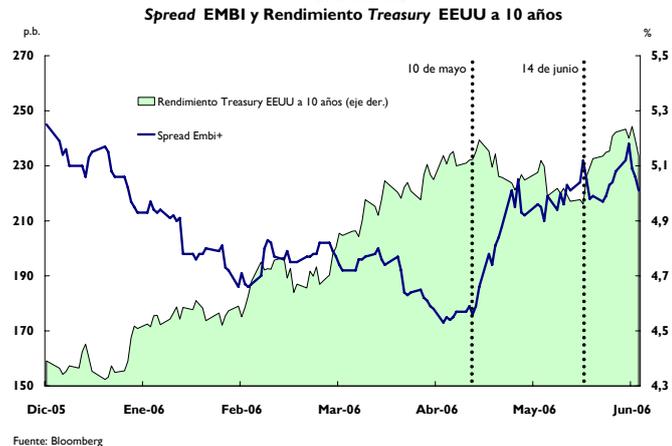
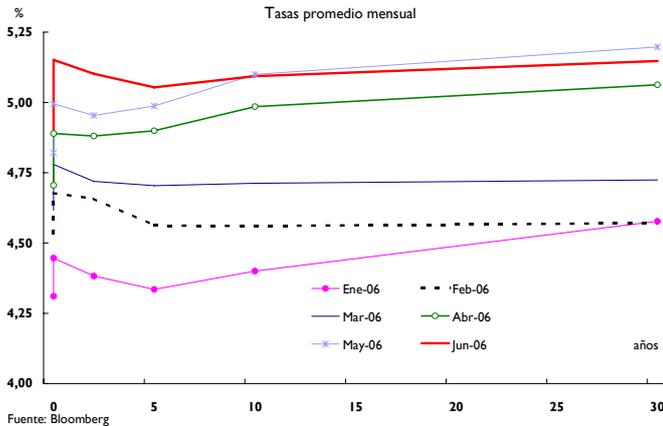




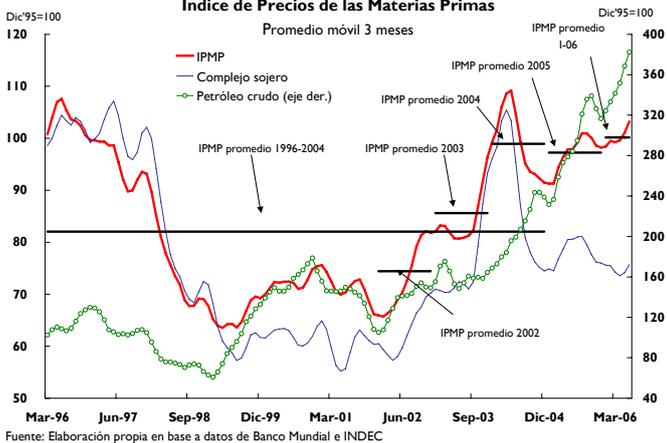
Gráfico I.4
EEUU. Curvas de Rendimiento
Tasas promedio mensual



tendencia creciente en el primer semestre y se ubicó en junio 6,9% por encima del promedio de 2005 (ver Gráfico I.5). En lo que respecta al precio del petróleo, en los primeros seis meses del año mostró un sesgo ascendente, con ciertos períodos de alta volatilidad, reflejando principalmente el contexto geopolítico, al tiempo que los *fundamentals* de este *commodity* no mostraron cambios. Así, en el primer trimestre su precio promedió US\$63,3 por barril, en el segundo US\$70,4, alcanzando un máximo de US\$74,6 por barril el 2 de mayo último.

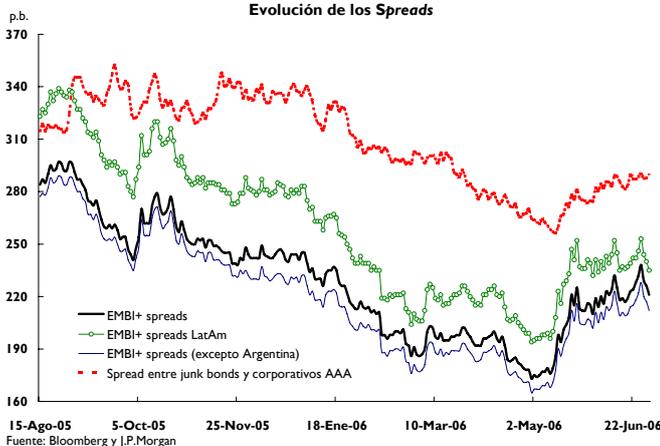
La mayor volatilidad de los mercados financieros globales tuvo efectos diferenciados según las distintas clases de activos (destacándose las bajas de los índices bursátiles) y de países (resultando particularmente más afectadas las economías con abultados déficit en cuenta corriente). En este marco, en América Latina el impacto se reflejó principalmente en el riesgo soberano de los países de la región, los índices accionarios y los tipos de cambio. Respecto de la primer variable, desde fines de 2005 había mostrado una tendencia decreciente, alcanzando un mínimo de 194 puntos básicos (p.b.) los primeros días de mayo y exhibiendo una mejora superior a la del *spread* entre los *junk bonds* y los corporativos AAA de EEUU. Si bien en el período de mayor volatilidad ambos *spread* se vieron afectados, desde fines de junio nuevamente se observa una mejora del *spread* soberano de la región, al tiempo que el *spread* corporativo continúa mostrando una tendencia creciente (ver Gráfico I.6). Un comportamiento similar mostraron los *spreads* de los *Credit Default Swaps* (CDS), una medida alternativa del riesgo crediticio soberano (ver Apartado 1). Los precios de estos instrumentos cayeron hasta fines de marzo, cuando comenzaron a registrar una mayor volatilidad que se acentuaría hacia mayo para luego recuperar el sendero bajista a fines de junio

Gráfico I.5
Índice de Precios de las Materias Primas
Promedio móvil 3 meses



La caída en los valores de los activos financieros que se observó a nivel global no respondió en la región a un deterioro de sus *fundamentals*. Por el contrario, durante el primer semestre del año las economías de América Latina continuaron mostrando progresos en variables macroeconómicas claves y realizando políticas anticíclicas como la acumulación de reservas internacionales, el mejoramiento de las condiciones financieras de sus pasivos, entre otras. Esto contribuye a que estén mejor preparadas para afrontar *shocks* externos. En efecto, si bien se observó cierta disminución de fondos hacia las economías emergentes fundamentalmente en mayo y principios de junio, esa tendencia se estaría revirtiendo. En este sentido, a partir de mediados de junio, los precios de los activos financieros internacionales comenzaron a cambiar la tendencia descendente evidenciada desde principios de mayo.

Gráfico I.6
Evolución de los Spreads



Los sistemas financieros latinoamericanos continuaron fortaleciéndose

En la primera parte de 2006 los sistemas financieros de las economías desarrolladas y emergentes sostuvieron una evolución favorable, en un marco de creciente flujo de financiamiento a familias y empresas (ver Gráfico I.7). Asimismo, continuó la dinámica decreciente en la morosidad de cartera de las diferentes regiones emergentes, si bien aún existe



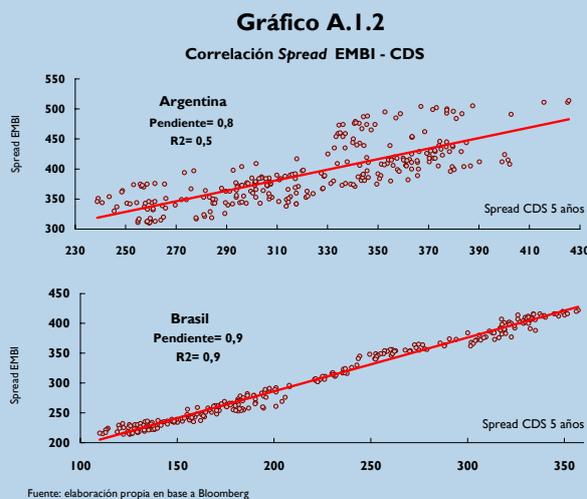
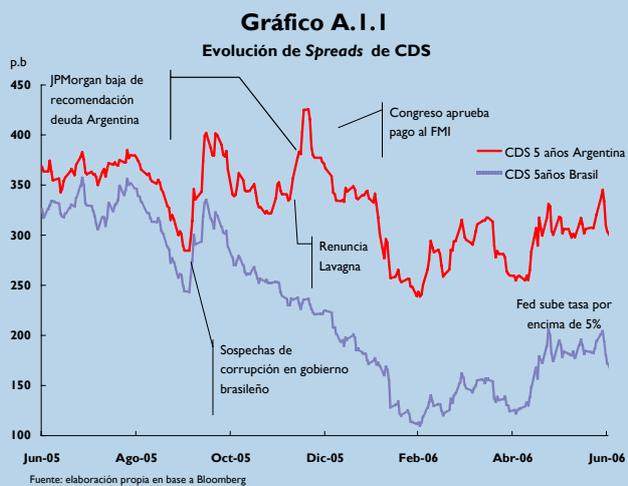
APARTADO 1: EL MERCADO DE *CREDIT DEFAULT SWAPS* SOBERANOS

Los CDS constituyen una herramienta de cobertura e inversión flexible y de mercado crecimiento, que facilita la transferencia del riesgo crediticio. Sus precios funcionan como medida alternativa de riesgo de crédito, complementando la información disponible en la curva de rendimientos

Los derivados de crédito son contratos financieros cuyos flujos se encuentran vinculados de manera explícita al riesgo crediticio de una o más entidades de referencia (gobierno o empresa). Estos instrumentos amplían la gama de alternativas disponibles en el mercado para la administración de riesgos, al permitir la transferencia de una parte o de todo el riesgo crediticio de un activo sin tener que traspasar el subyacente. Los *Credit Default Swaps* (CDS) se destacan por ser los instrumentos más representativos y con mayor dinamismo entre estos derivados en los últimos años. El volumen negociado de CDS muestra un comportamiento exponencial, con montos de contratos que en 2005 representaron casi 20 veces lo observado en 2001¹. Su *trading* se concentra en las plazas financieras de Londres y Nueva York. Si bien a nivel global la mayor parte de los CDS tiene a empresas como entidad de referencia, los CDS soberanos son el producto más relevante entre aquellos vinculados a economías emergentes.

Los CDS son contratos privados entre partes (negociados *over the counter*²). En el marco de un CDS soberano estándar un “comprador de protección” acuerda realizar pagos periódicos (el precio se expresa como un *spread* sobre un monto nominal) por un plazo determinado. Si durante el período acordado se produce un “evento crediticio” (*default*, reestructuración, etc.) en relación al gobierno de referencia, el comprador de protección entrega activos elegibles³ emitidos por este gobierno y recibe su valor par⁴. La pérdida efectiva para el vendedor será igual al valor par del activo menos su valor de recupero una vez producido el evento crediticio.

Además de servir como instrumento de cobertura, los CDS constituyen una alternativa de inversión, asimilable a una posición sintética en riesgo de crédito del subyacente. También permiten la implementación de estrategias de *trading* direccionales o de valor relativo, además de servir como base para el desarrollo de nuevos productos. Finalmente, se destaca el contenido informativo de los precios de los CDS, que son utilizados cada vez más como un indicador de la percepción de riesgo de crédito asociado a un emisor específico.



En efecto, el precio de un CDS soberano es muy sensible a los cambios en las perspectivas de riesgo asociadas a un país (Gráfico A.1.1) y se encuentra muy correlacionado con indicadores de uso difundido, como el *spread* del EMBI (Gráfico A.1.2). Pero a diferencia de este último (que mide el riesgo de una canasta de títulos con vencimientos dispares), los CDS ofrecen una aproximación del riesgo esperado para distintos plazos. Dado que además los CDS tienen cotización en segmentos de la curva de rendimientos para los cuales puede no existir títulos negociados, proveen de información valiosa al momento de realizar el *pricing* de una nueva emisión de deuda. Adicionalmente,

¹ *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA).

² Aunque esto implica que los contratos pueden hacerse siguiendo características específicas, en la práctica se sigue las especificaciones sugeridas por la ISDA.

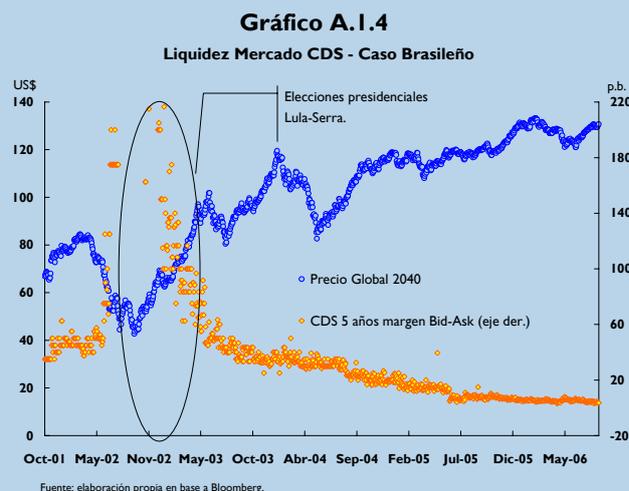
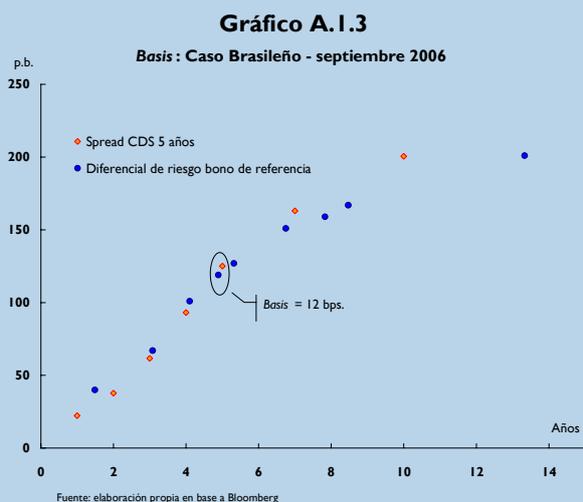
³ Para economías emergentes, deuda con legislación internacional en moneda distinta a la local. En el caso argentino, deuda emitida luego de 2005 (con excepción de los bonos emitidos en el marco del canje soberano de deuda)

⁴ Se entregan títulos con un valor nominal total equivalente al nominal del contrato. La mecánica descrita se conoce como “liquidación física”. La alternativa es que, luego del evento crediticio, el vendedor de protección realice un pago en efectivo por la diferencia entre el valor par y el valor de recupero (*cash settlement*).



los *spreads* de CDS podrían reaccionar más rápidamente ante cambios en las expectativas en comparación con los márgenes observados en el mercado de renta fija⁵.

En función de la naturaleza del contrato, el precio de un CDS debe guardar relación con el riesgo de crédito implícito en los títulos entregables (a mayor probabilidad de *default*, mayor *spread* de CDS). Por su parte, el riesgo de crédito implícito en el bono estaría reflejado en el margen entre su rendimiento y una tasa de interés libre de riesgo. En principio ambos conceptos (precio del CDS y margen del bono) deberían ser similares para plazos comparables; en caso contrario podrían implementarse estrategias para explotar dichas diferencias. El diferencial entre el *spread* del CDS y el margen del rendimiento del bono es conocido como *basis* y en la práctica suele ser positivo (Gráfico A.1.3). Parte de este *basis* se explica por *fundamentals* y factores técnicos⁶. Si aun ajustando por estos factores resulta positivo, puede capturarse implementando estrategias de *trading*⁷.



El uso de CDS ha ido cobrando dinamismo en función de diversos factores: los avances en materia de estandarización de los contratos (la definición del riesgo crediticio generó inicialmente importantes controversias), su actuación frente a diversos hechos crediticios de resonancia (Argentina, Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) y la creación de índices de CDS. Si bien los mercados muestran una liquidez creciente, en momentos críticos esta tiende a contraerse bruscamente (Gráfico A.1.4), dado que la mayor parte de los agentes económicos pasa a demandar protección. Esto podría aliviarse en la medida en que el mercado siga creciendo y la base de usuarios se diversifique aun más. Actualmente los bancos concentran la mayor participación del mercado, actuando como compradores netos de protección. Otros participantes de envergadura son las compañías de seguros (vendedoras netas de protección), los *hedge funds*, los fondos mutuos y las grandes empresas.

Si bien existe una amplia gama de gobiernos con cotización, la mayor parte de las operaciones se concentra en ciertos países de referencia con mayor liquidez en el mercado de títulos públicos (Brasil, México, Rusia y Turquía, entre otros). Algo similar ocurre con los plazos: aunque se listan plazos entre 1 y 10 años, los contratos por 5 años son los más representativos.

El efecto del uso cada vez más extendido de los CDS sobre la estabilidad financiera forma parte del debate actual. Su acción positiva estaría dada por una mejor administración de riesgos a nivel micro y una eventual mayor diversificación de riesgos a nivel macro. Sin embargo, esto último traería beneficios siempre y cuando el riesgo crediticio se termine transfiriendo relativamente hacia aquellos agentes con mayor capacidad para administrarlo. En la práctica esto es difícil de comprobar, dado que se cuenta con información heterogénea y muy agregada, que no permite tener una idea concreta del destino del riesgo transferido. A nivel micro el principal riesgo implicado es la posibilidad de que generen problemas de incentivos: los compradores de protección pueden tender a realizar menores esfuerzos de monitoreo sobre la entidad de referencia, teniendo incluso su impacto sobre la generación y disponibilidad de información y análisis sobre estos deudores.

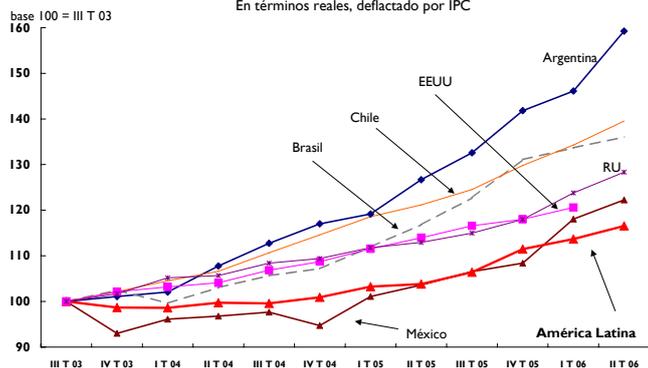
⁵ Debido a la mayor liquidez y a la inexistencia de restricciones para realizar ventas en corto en el mercado de CDS. Ver "An empirical analysis of the dynamic relation between investment-grade bonds and credit default swaps" (Bianco y Brennan, Journal of Finance, Vol 60, Issue 5, 2004). El análisis se centra en CDS corporativos.

⁶ Por ejemplo, la existencia de inversores muy solventes con acceso a fondeo relativamente más barato (mercado de *repos*), la posibilidad de entregar el activo más barato (opción "*cheapest to deliver*") y la cotización de bonos por debajo de su valor par, hacen que se incremente el *basis*.

⁷ El *basis* positivo podría capturarse vendiendo cobertura en el mercado de CDS (posición "larga" en riesgo) en forma conjunta con una venta en corto del activo subyacente a través del mercado de repo (posición "corta" en riesgo).

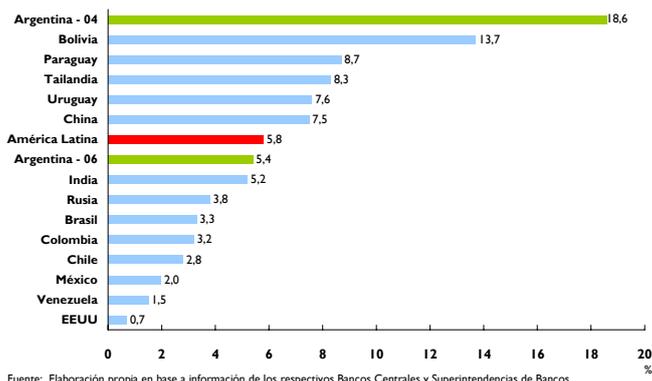


Gráfico I.7
Crédito al Sector Privado
En términos reales, deflactado por IPC



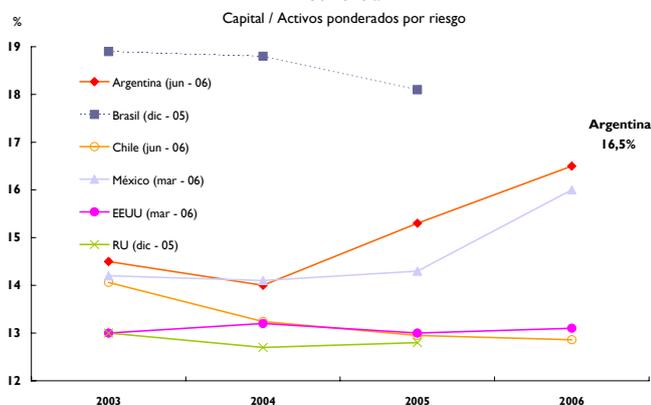
Nota: Los datos del segundo trimestre de 2006 corresponden a junio para Argentina. Para los restantes países se semestraliza el crecimiento de enero-abril de 2006.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

Gráfico I.8
Irregularidad de la Cartera Privada
Cartera irregular / Financiaciones - 2005



Fuente: Elaboración propia en base a información de los respectivos Bancos Centrales y Superintendencias de Bancos

Gráfico I.9
Solvencia



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

una brecha por cerrar respecto a los niveles que presentan los países desarrollados (ver Gráfico I.8). Por otro lado, la sostenida rentabilidad originada en la actividad bancaria continúa impulsando una mejora en los niveles de solvencia de las entidades financieras (ver Gráfico I.9), permitiéndoles disponer de una base sólida para enfrentar escenarios internacionales potencialmente adversos.

Para el caso particular de América Latina, tanto la sostenida mejora en el nivel de actividad económica, los mayores niveles de ingresos de los trabajadores como la disponibilidad de nuevos productos bancarios (especialmente destinados a las familias) inducen mayores utilidades para los bancos. Esta situación se refleja en una profundización de la solvencia bancaria, lo cual aumenta la resistencia para enfrentar *shocks* negativos.

Si bien en muchos casos partiendo desde niveles iniciales bajos, el crédito a las familias (personales e hipotecarios) continúa presentando un robusto crecimiento en las economías emergentes (especialmente en América Latina), por encima de los recursos canalizados a empresas. Esta expansión contribuye a una mayor diversificación de riesgos de las entidades financieras. Si bien no constituye una amenaza en el corto plazo, el crecimiento de estas líneas crediticias en los últimos años se dio en un escenario de bajas tasas de interés, situación que presenta señales de una gradual reversión.

Si bien no se descarta la presencia de nuevos períodos de volatilidad, se espera que el panorama internacional continúe favorable

Las perspectivas para la segunda mitad de 2006 son positivas: una vez superado el período de corrección de precios para los activos emergentes y dadas las menores presiones para que la Fed continúe su proceso de suba de tasas de interés, se espera que los mercados emergentes puedan terminar de recuperarse de los efectos de la turbulencia pasada. En tal sentido, la solidez de las variables macroeconómicas en la región permiten cierta cuota de optimismo.

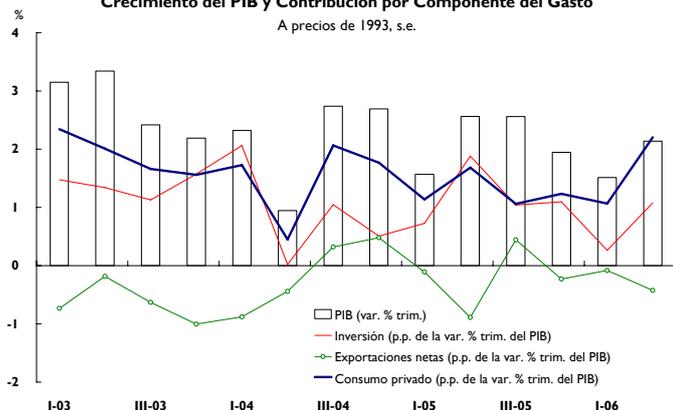
Sin embargo, no se descarta la presencia de nuevos períodos de volatilidad derivados de algunos riesgos latentes: corrección abrupta de los “desbalances globales”, profundización de los conflictos geopolíticos, subas en el precio del petróleo (y de otros *commodities*), brusca corrección de los precios de los activos (principalmente inmobiliarios de EEUU). Con todo, y pese a la reducción de la liquidez internacional y una posible continuidad de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, el contexto internacional resulta aún favorable para Argentina, que a su vez hoy se encuentra mejor preparada que en el pasado para afrontar cambios adversos en el contexto externo.

I.2. Coyuntura nacional

Se espera que el escenario macroeconómico continúe siendo propicio para la profundización de las condiciones de estabilidad financiera



Gráfico I.10
Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto
A precios de 1993, s.e.

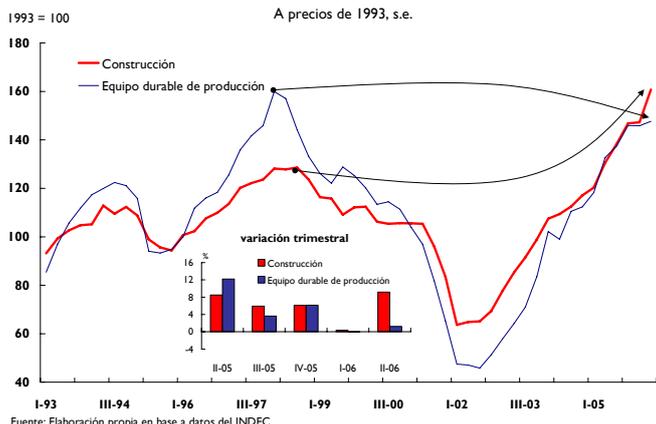


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Siguiendo la tendencia exhibida desde 2003, durante 2006 la economía continúa creciendo a un ritmo elevado, acumulándose diecisiete trimestres consecutivos de expansión. Actualmente los niveles de actividad resultan 11,9% superiores al máximo de pre-crisis (segundo trimestre de 1998). En el primer semestre de 2006 el PIB aumentó 3,7% s.e. (8,3% i.a.). Sin embargo, esta suba no fue homogénea: se registró un incremento mayor en el segundo trimestre (2,1% s.e., similar al crecimiento promedio desde mediados de 2002), luego de la leve desaceleración transitoria observada en el primer trimestre (1,5% s.e.). El aumento del PIB en el semestre fue liderado por el importante incremento que exhibió la inversión, en tanto que los niveles de consumo privado también se mantuvieron elevados (ver Gráfico I.10).

La inversión fue impulsada en gran medida por la construcción, luego de las dificultades coyunturales registradas en los primeros tres meses de 2006. Este crecimiento está acompañado por la evolución del gasto en equipo durable de producción, que mostró una expansión de 16,8% i.a. en el primer semestre del año, y terminaría 2006 en niveles similares a los registrados en 1998 (medido a precios constantes). Así, la tasa de inversión volvería a aumentar y se ubicaría en 21,7% del PIB (a precios constantes) en 2006, permitiendo un incremento del stock de capital de 4,5%, el mayor desde la salida de la crisis (ver Gráfico I.11).

Gráfico I.11
Inversión Bruta Interna Fija. Evolución por Componente
A precios de 1993, s.e.

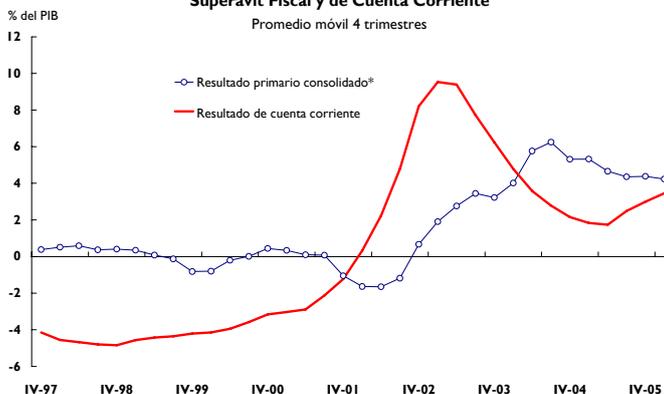


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Teniendo en cuenta el arrastre estadístico que deja el segundo trimestre (superior a 6% s.e.) y el impulso previsto en los niveles de consumo e inversión durante la segunda mitad del año, se proyecta un incremento del PIB entre 7,5% y 8% i.a. durante 2006, dejando un arrastre mayor a 2 p.p. para 2007.

El excedente en Cuenta Corriente continúa evolucionando en línea con lo esperado, motorizado por el superávit comercial de bienes, la mejora del saldo por servicios reales y el menor devengamiento de intereses de la deuda pública. El superávit comercial en 2006 continuaría en niveles históricamente altos, superando US\$10 mil millones a fin de año. Este resultado es consistente con un nivel de exportaciones cercano a US\$44,3 mil millones, al tiempo que las importaciones alcanzarían US\$33,5 mil millones. De esta forma, en 2006 el saldo en Cuenta Corriente ascendería a 2,9% del PIB (ver Gráfico I.12).

Gráfico I.12
Superávit Fiscal y de Cuenta Corriente
Promedio móvil 4 trimestres



* Nación y Provincias

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Secretaría de Hacienda

El Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló un superávit de \$12.590 millones en el primer semestre de 2006, mostrando un aumento de \$1.000 millones (8,6% i.a.). En el segundo trimestre del año, el incremento del gasto primario nacional se desaceleró con respecto al primero, creciendo 22% i.a.. En parte, lo anterior estuvo impulsado por la reducción en el ritmo de crecimiento de los ingresos tributarios, dando lugar a un menor incremento de las transferencias automáticas a provincias. Se prevé que en 2006 la recaudación se ubique en torno a 22,5% del PIB, permitiendo que el resultado primario anual del SPNF alcance la pauta de 3,3% del PIB incluida en el Presupuesto Nacional 2006. Paralelamente, el Gobierno Nacional continuó realizando colocaciones de títulos en dólares que sumaron aproximadamente \$9.100 millones en valor nominal durante el primer semestre, en un escenario donde las necesidades



financieras para el resto del año estarían cubiertas.

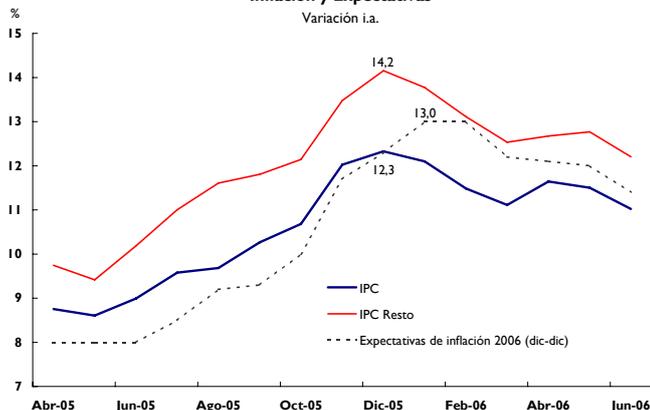
Las expectativas de inflación se están reduciendo, principalmente por la efectividad de la política monetaria y el resurgimiento de la inversión

Los precios minoristas continuaron con la desaceleración observada a comienzos de año, reflejándose en una caída de las expectativas inflacionarias (ver Gráfico I.13). El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló subas de 1,9% en el segundo trimestre y de 4,9% en el primer semestre de 2006, valores inferiores a los esperados por el mercado y a los registrados en 2005 (2% en el segundo trimestre y 6,1% en el primer semestre). La desaceleración del ritmo de variación del nivel general de los precios minoristas fue alentada por el comportamiento de la inflación subyacente, que acumuló un aumento de 5,4% en el primer semestre frente al 7,2% de igual período del año pasado. Se espera que la inflación finalice el año dentro del rango estipulado (8%-11%) en el Programa Monetario 2006 (PM 2006).

En lo que va del año, se mantuvo un estricto control sobre el crecimiento de los agregados monetarios, que se reflejó en el holgado cumplimiento de las metas establecidas por el PM 2006 para los dos primeros trimestres (ver Gráfico I.14). El nivel promedio del M2 se ubicó en \$106.164 millones en marzo, muy cerca de la banda inferior prevista por el PM 2006 para el primer trimestre, y en \$109.769 millones en junio, también muy cercana al límite inferior (apenas 1,8% por encima del mismo y 5,1% por debajo del límite superior). De esta manera, el BCRA completó doce trimestres consecutivos de cumplimiento de sus programas monetarios.

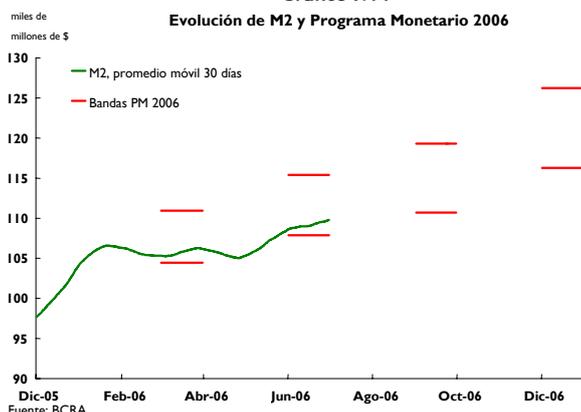
Durante el primer semestre de 2006, el BCRA continuó sosteniendo una estrategia prudencial de acumulación de reservas internacionales como mecanismo anticíclico de reaseguro, para ayudar a proteger a la economía de shocks externos y reducir la volatilidad cambiaria. Al cierre del primer semestre del año, el stock de reservas totalizaba casi los US\$25.500 millones, alcanzando un incremento de US\$6.910 millones desde que se dispusiera la cancelación total de la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional (FMI) el 3 de enero de este año. Esta estrategia de acumulación prudencial de reservas fue acompañada por una política de esterilización profunda y de calidad, de modo de hacerla compatible con el objetivo de preservar el equilibrio monetario. En el primer semestre de 2006, se esterilizaron alrededor de \$13.000 millones de las compras de divisas: 65% de esa esterilización fue realizada mediante cancelaciones anticipadas de redescuentos y a través de las operaciones del sector público.

Gráfico I.13
Inflación y Expectativas
Variación i.a.



Fuente: INDEC y REM

Gráfico I.14
Evolución de M2 y Programa Monetario 2006



Fuente: BCRA

II. MERCADO DE CAPITALES

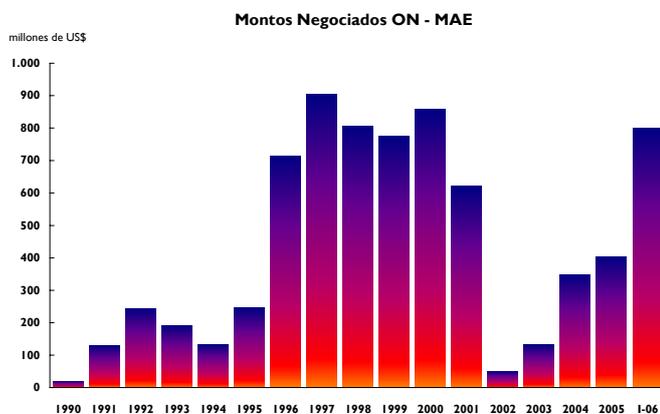
Síntesis

En los primeros meses del año, la fortaleza de los fundamentals de la economía argentina combinada con el contexto global positivo para los mercados emergentes, estimularon un buen desempeño del mercado de capital local. El mismo estuvo caracterizado por el crecimiento de los precios, los volúmenes negociados y los montos emitidos de nueva deuda. Con el posterior deterioro de la situación financiera internacional, los fundamentals determinaron la robustez de la economía local para amortiguar el impacto del ambiente adverso y, posteriormente, permitieron una recuperación gradual.

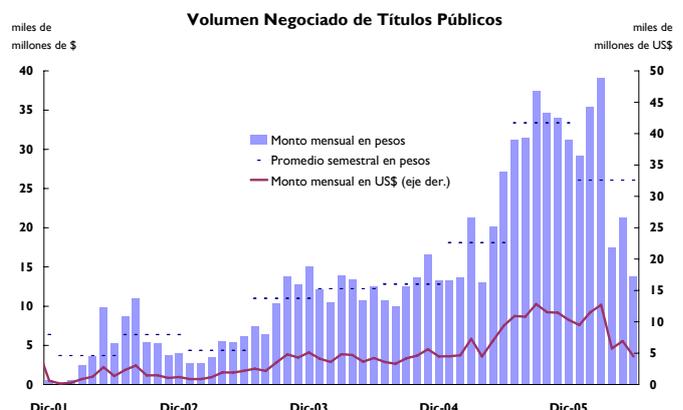
Los títulos públicos registraron una intensa actividad durante los primeros meses del semestre. Los incrementos de precios para los bonos en general, implicaron mínimos históricos en los spreads para los bonos denominados en dólares. Estas tendencias que se revirtieron en mayo de 2006 comenzarían a retornar paulatinamente al finalizar el semestre. En el mercado primario, el Gobierno efectuó colocaciones privadas de BODEN 2012 y licitaciones de mercado de BONAR V, mientras que el BCRA, en línea con el Programa Monetario 2006, continuó con las licitaciones de LEBAC y NOBAC.

La deuda del sector privado también participó de este dinamismo. Las emisiones de obligaciones negociables genuinas prosiguieron, consolidándose el proceso de reactivación de estos instrumentos como fuente de financiamiento. Al mismo tiempo, continuaron las operaciones de canje de deuda con el objetivo de normalizar los pasivos en cesación de pagos de las firmas, alcanzando cerca de 80% del total de empresas con pasivos en reestructuración post-crisis. Esta intensa actividad en el mercado primario estuvo acompañado por crecientes magnitudes de montos negociados. Por otro lado, los montos emitidos de fideicomisos financieros siguieron registrando los niveles elevados de 2005, mientras que la negociación de cheques de pagos diferidos continúa creciendo como alternativa de financiamiento para las PyME, aunque los valores negociados todavía permanecen en niveles bajos.

Asimismo, el índice Merval alcanzó un nuevo récord histórico, registrándose volúmenes promedios similares a los del año anterior, si bien con un descenso en los montos negociaciones al final del semestre. Por otro lado, el mercado de derivados continúa creciendo, fundamentalmente el de tipo de cambio, aunque todavía el desarrollo de otros instrumentos de relevancia de este mercado, como los futuros de CER y de BADLAR, es incipiente.



Nota: dato del primer semestre del 2006 es anualizado
Fuente: MAE



Fuente: Elaboración propia en base a BCBA y MAE



II.1. Renta fija del sector público

Reflejando las tendencias globales, los activos financieros locales mostraron un excelente desempeño hasta mayo de 2006

Los instrumentos de renta fija y variable de Argentina, empezaron el año registrando subas en sus precios y en los volúmenes negociados. Dado el mayor retraso observado en los precios de los activos argentinos a inicios de año, durante los primeros meses de 2006 se observó un mejor desempeño relativo de los activos de renta fija argentinos en comparación con los de otros países de la región. El diferencial entre el bono *Discount* de Argentina nominado en dólares y el bono global brasilero con vencimiento en 2034 disminuyó de un máximo de 250 p.b. (alcanzado en los últimos días de 2005), a mínimos de 75 p.b. en abril de 2006 (ver Gráfico II.1). Esa tendencia comenzó a revertirse a mediados de junio. Por otro lado, las unidades ligadas al PBI, que comenzaron a negociarse en forma separada desde fines de 2005, registraron considerables subas en sus cotizaciones. Adicionalmente, el aumento de la calificación crediticia otorgada por Standard & Poor's el 23 de marzo⁸ colaboró para dar sostén al contexto positivo.

En línea con los desarrollos observados a nivel internacional (ver Página 14), a partir del 10 de mayo se evidenció un fuerte incremento en la volatilidad del mercado de capitales, en un marco signado por la corrección de precios y venta masiva de activos de mercados emergentes. Sin embargo, el impacto de este entorno negativo fue en parte amortiguado por la solidez de las variables macroeconómicas del país. Se observó un empinamiento de la curva de rendimientos en pesos ajustados por CER (ver Gráfico II.2): los inversores habrían migrado hacia bonos de menor plazo, dado su menor riesgo. Adicionalmente se reflejó un interés creciente en activos que devengan tasa BADLAR (básicamente, instrumentos del BCRA, NOBAC con cupón variable), dadas las expectativas sobre niveles de inflación decrecientes en relación a las tasas de interés locales. La curva de rendimientos en dólares continuó mostrándose bastante aplanada, aunque con un leve aumento en su pendiente (ver Gráfico II.3).

El entorno de mayores rendimientos requeridos no tuvo un impacto considerable sobre la colocación de deuda del sector público. Al igual que la mayor parte del resto de las economías emergentes, al momento de incrementarse la volatilidad de los mercados Argentina ya tenía prácticamente cubiertas sus necesidades de financiamiento para el año. Esta situación fue posibilitada por el nuevo perfil de vencimientos de la deuda (como producto de la reestructuración de 2005), el pago anticipado al FMI y una serie de colocaciones efectuadas por el Tesoro Nacional.

Al igual que en 2005 los procesos de licitación de deuda se concentraron en el mercado local⁹. Durante la primer mitad de 2006 el Gobierno colocó deuda tanto a través de procesos de

Gráfico II.1
Rendimientos *Discount* en US\$ y Global Brasil 2034

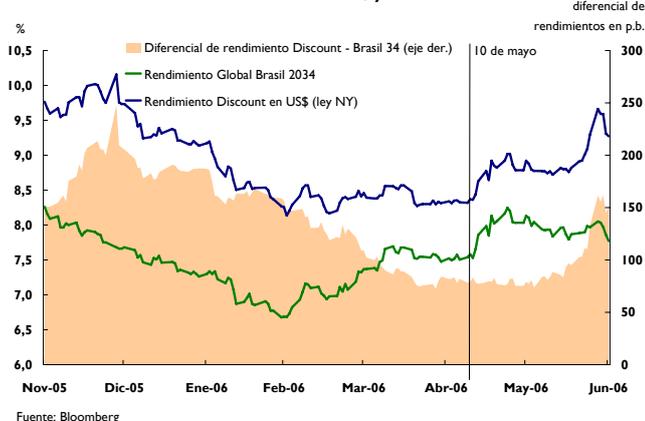


Gráfico II.2
Curva de Rendimientos - Títulos en Pesos + CER

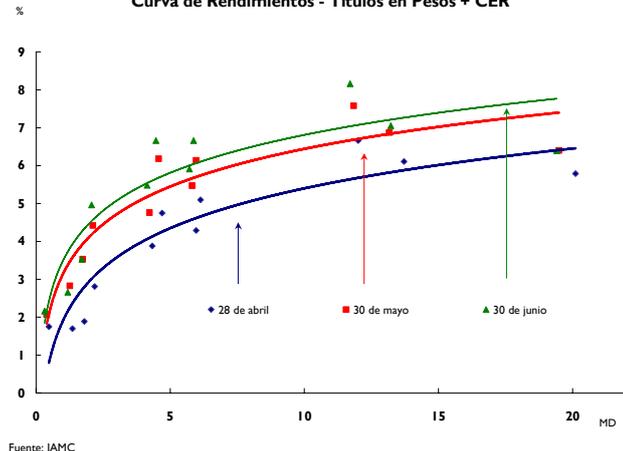
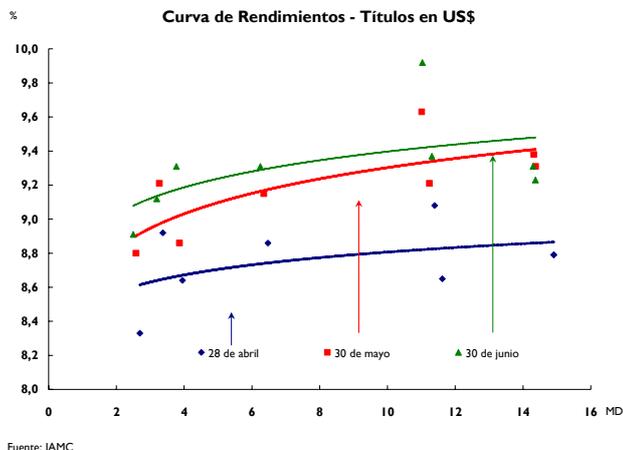


Gráfico II.3
Curva de Rendimientos - Títulos en US\$

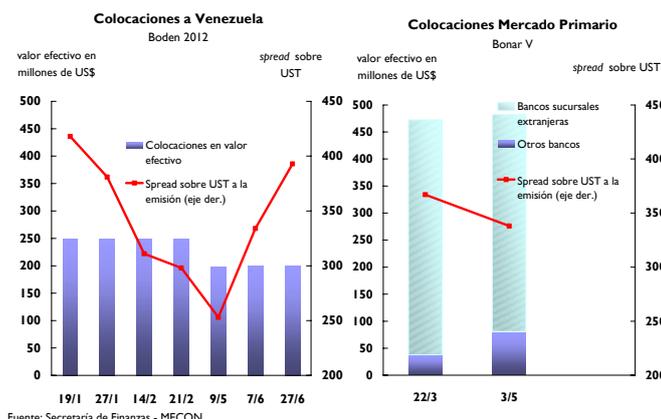


⁸ Para la deuda de largo plazo nominada en moneda extranjera la calificación ascendió desde B- a B.

⁹ Efectuar una colocación en el mercado externo requeriría conformar una estructura financiera capaz de blindar los fondos contra el posible accionar de los *holdouts*.



Gráfico II.4
Colocaciones Primer Semestre 2006

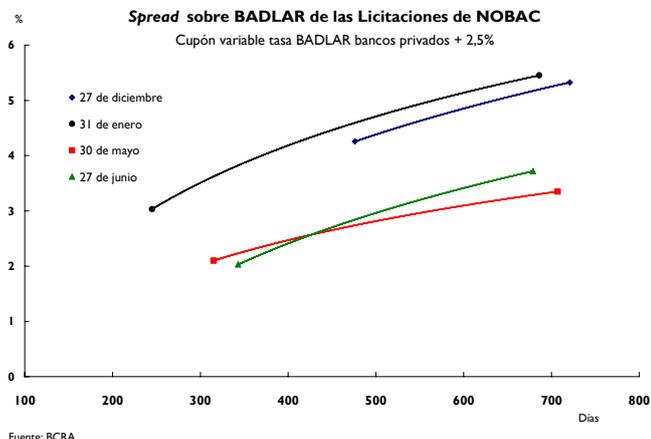


licitación como por colocaciones privadas (Gobierno de Venezuela). Dada la decisión de suspender las emisiones de especies indexadas a mediados de 2005, en 2006 sólo se emitieron bonos en dólares (ver Gráfico II.4). El total emitido alcanzaba al mes de junio un valor efectivo de US\$2.551 millones¹⁰.

El 62% de ese monto corresponde a colocaciones privadas al Gobierno de Venezuela (BODEN 2012), mientras que el resto se descompone en dos emisiones de BONAR V (con vencimiento 2011) por un valor nominal de US\$500 millones cada una. En las licitaciones se observó una importante participación de bancos extranjeros: los montos adjudicados a estos bancos representaron cerca de 80% del monto total emitido¹¹. A su vez, los ratios volumen ofertado / volumen licitado mostraron una tendencia positiva, reflejando el interés por estos instrumentos de deuda.

Gráfico II.5

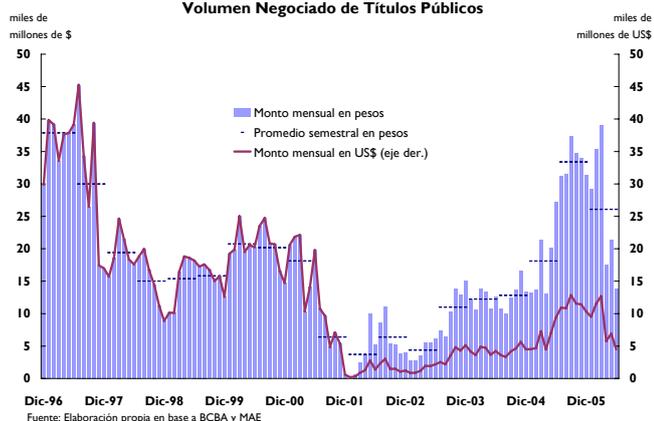
Spread sobre BADLAR de las Licitaciones de NOBAC
Cupón variable tasa BADLAR bancos privados + 2.5%



Aún con volatilidad, la profundidad de los mercados secundarios crece paulatinamente

A su vez, el BCRA siguió licitando regularmente LEBAC y NOBAC, en línea con el Programa Monetario vigente. A junio de 2006 el *stock* en circulación total de activos emitidos por la autoridad monetaria ascendía a cerca de \$32.300 millones, con un crecimiento de \$5.900 millones en 2006. En el transcurso de 2006 se dio un notable cambio en la composición del monto en circulación de este tipo de activos, con fuerte crecimiento de las NOBAC con cupón variable (*spread* sobre tasa BADLAR), que pasaron de representar 12% del total a fines de 2005 a 56% en junio de este año. Este movimiento se dio en detrimento de los activos ajustables por CER y de aquellos a tasa fija, cuyas ponderaciones se recortaron a la mitad. En materia de rendimientos, las tasas de corte en las sucesivas emisiones muestran en 2006 una leve tendencia alcista que no fue acompañada por el *spread* sobre la tasa BADLAR asociada, que en las sucesivas colocaciones marcaban una tendencia descendente (ver Gráfico II.5) a excepción de lo observado en el contexto volátil a partir de mayo. Estos instrumentos cuentan con una alta aceptación de las entidades financieras locales, ya que la incorporación a sus carteras les otorga cierta cobertura frente a eventuales incrementos en las tasas de interés pagadas a los depositantes. Por su parte, entre puntas del semestre se evidenció un crecimiento de la vida promedio de la cartera de letras y notas del BCRA, que aumentó casi 100 días acercándose al año de duración.

Gráfico II.6
Volumen Negociado de Títulos Públicos



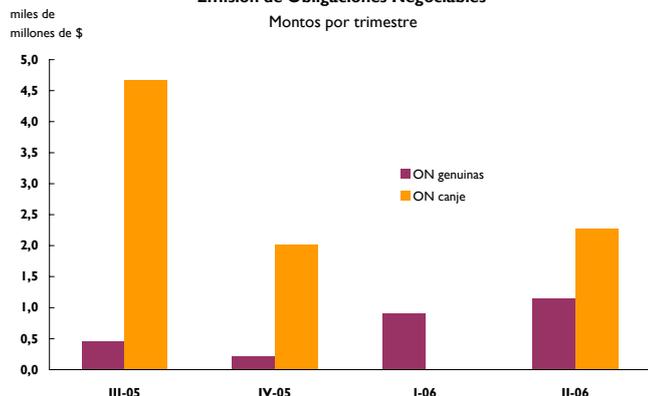
Si bien los volúmenes operados de activos de renta fija en la plaza local siguen mostrando una importante volatilidad, en perspectiva se observa que acompañaron al comportamiento registrado por los precios. Se verificó una primer etapa de crecimiento a lo largo del primer trimestre, observándose que el volumen operado de títulos (tanto del Gobierno como del

¹⁰ Estas colocaciones explican las variaciones positivas del saldo de deuda pública nacional en lo que va de 2006, que al inicio del período ascendía a US\$128.600 millones. Este saldo excluye los *holdouts* con obligaciones por aproximadamente US\$23.500, pero sí tiene en cuenta la deuda con el Club de París y otros bilaterales (deuda vencida y a vencer) que ascendía a US\$6.446 millones. Esas obligaciones están pendientes de renegociarse. Por último, del saldo de deuda, US\$73.600 millones correspondían al total de títulos públicos y deuda garantizada provincial (BOGAR).

¹¹ Al tratarse de colocaciones en el mercado primario mediante oferta pública de instrumentos que cotizan en mercados autorregulados, estas colocaciones no están obligadas al depósito no remunerado dispuesto para los movimientos de capitales.

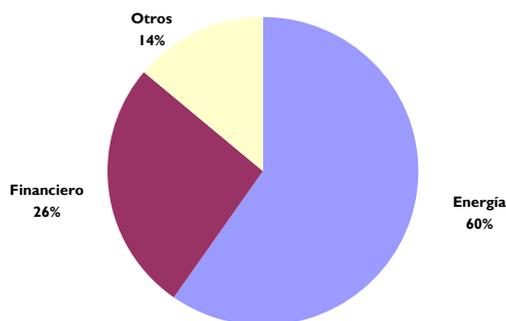


Gráfico II.7
Emisión de Obligaciones Negociables
Montos por trimestre



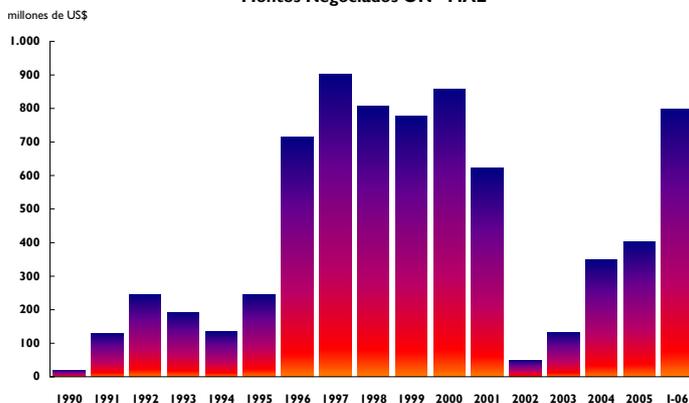
Fuente: elaboración propia en base a Bolsar, MAE y Fundación Capital

Gráfico II.8
Emisión de Obligaciones Negociables por Sector
Primer semestre 2006



Fuente: elaboración propia en base a Bolsar, MAE y Fundación Capital

Gráfico II.9
Montos Negociados ON - MAE



Nota: dato del primer semestre del 2006 es anualizado

Fuente: MAE

BCRA) pasó de un promedio cercano a \$1.500 millones diarios a fines de 2005 (BCBA y MAE) a cerca de \$1.650 millones en el período enero-marzo, para luego caer hasta \$1.000 millones (ver Gráfico II.6).

II.2. Otros instrumentos de renta fija

Las emisiones de ON genuinas se están reactivando, mientras continúa el fuerte dinamismo en el mercado de fideicomisos financieros

La emisión de obligaciones negociables (ON) constituyó una importante fuente de recursos para el sector productivo en los años previos a la crisis de 2001-2002, reflejando luego una fuerte desaceleración en función de los *defaults* observados en empresas del sector privado. Sin embargo, en los últimos años las emisiones están mostrando una reactivación (ver Gráfico II.7), aunque aún se mantienen por debajo tanto de los niveles observados durante la década pasada en la plaza local como de las emisiones en otras economías de la región.

El crecimiento de este mercado resulta de particular importancia para el sistema financiero doméstico, en la medida en que representa una fuente de financiamiento de mediano y largo plazo para las empresas de mayor relevancia sistémica, que permite complementar el financiamiento otorgado por el sector bancario. Asimismo, los precios de las ON brindan información valiosa. Por un lado, permiten una aproximación a la percepción vigente en los mercados sobre el riesgo de crédito de las empresas emisoras (incluyendo bancos) y los sectores asociados. Adicionalmente, las curvas de rendimiento en los mercados secundarios sirven como parámetro o *benchmark* para la colocación de crédito bancario comercial a mayor plazo. Finalmente, en el caso específico de los bancos, colabora con la obtención de un tipo de fondeo que permite mejorar la oferta crediticia de mayor plazo.

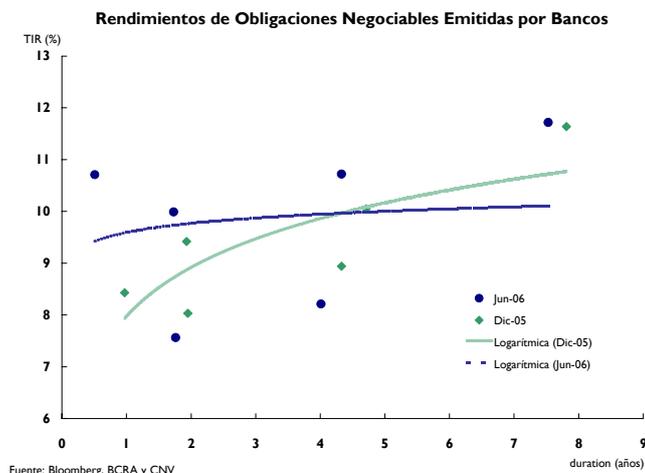
En el primer semestre de 2006 se realizaron colocaciones por un monto total aproximado de \$4.300 millones, incluyendo tanto emisiones genuinas como aquellas que se desprenden de procesos de reestructuración de pasivos. La emisión genuina en lo que va del año alcanza \$1.900 millones, lo que refleja un fuerte crecimiento en comparación con los \$1.200 millones emitidos en todo 2005¹². Aproximadamente 90% de las colocaciones observadas en 2006 fueron denominadas en dólares, mientras que el resto se efectuaron en euros y en pesos.

Las emisiones de integrantes del propio sistema bancario representaron una fracción importante de las realizadas en el semestre, siguiendo en importancia cuantitativa a aquellas llevadas a cabo por el sector energético (ver Gráfico II.8), donde se concentraron las colocaciones vinculadas a reestructuración de pasivos. De hecho, la emisión genuina de ON en dólares de mayor magnitud fue realizada por una entidad financiera, por US\$250 millones y vencimiento en 2016, dentro de un Programa Global de Emisión por un máximo autorizado de US\$1.200

¹² \$8.400 millones en total para ese año, teniendo en cuenta la emisión de deuda vinculada a procesos de reestructuración de pasivos.



Gráfico II.10

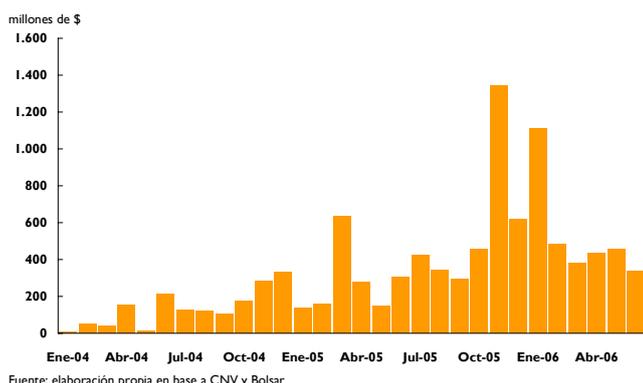


millones. La colocación (realizada en abril) implicó un rendimiento de 9,89%.

En lo que se refiere a las transacciones observadas en el mercado secundario, mientras los montos operados registraron un incremento (ver Gráfico II.9), las curvas de rendimientos se desplazaron siguiendo el comportamiento generalizado de los distintos tipos de activos. En el caso específico del sector bancario se observó entre puntas del semestre un aplanamiento de la curva, aunque los rendimientos de instrumentos individuales mostraron una importante dispersión (ver Gráfico II.10).

El mercado dinamismo de los fideicomisos financieros se mantuvo en la primer mitad de 2006, siendo uno de los instrumentos de mayor crecimiento el año pasado, con emisiones por más de \$5.000 millones (ver Gráfico II.11). En este período se emitieron 82 fideicomisos por un monto total aproximado de \$3.200 millones. Esto representa un crecimiento del 90% en relación a los \$1.700 millones emitidos durante igual período del año pasado.

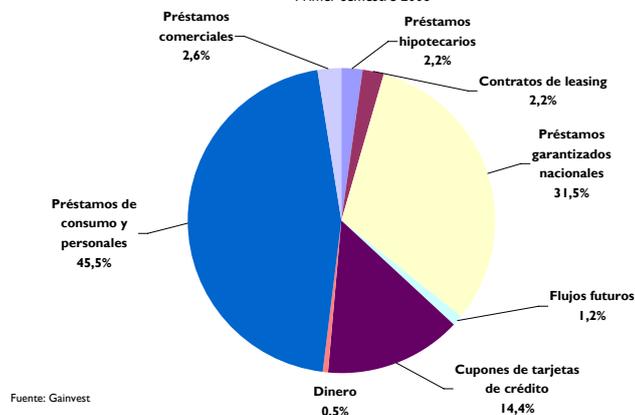
Gráfico II.11
Emisión de Fideicomisos Financieros



Este crecimiento está asociado en gran parte a la actividad de las entidades financieras, en tanto la titulización de financiamientos al consumo (cupones de tarjetas de crédito y préstamos personales) representó más de 60% del total de emisiones del semestre (ver Gráfico II.12). En los casos en que estas financiamientos fueron originalmente otorgadas por bancos, la constitución del fideicomiso libera capacidad prestable para las entidades financieras en cuestión. Los Préstamos Garantizados representaron otro de los principales activos subyacentes del período (32% de los títulos emitidos). Adicionalmente, se fortalecen otros tipos de fideicomisos como los vinculados con las hipotecas, permitiendo al sistema financiero mejorar su oferta en este segmento.

Por último, la negociación de cheques de pago diferido en la Bolsa (financiamiento vinculado al segmento PyME) sigue mostrando uno de los mayores crecimientos (ver Gráfico II.13). Sin embargo, en términos comparativos los montos emitidos son relativamente bajos (\$185 millones en el primer semestre de 2006).

Gráfico II.12
Securitización por Activo Subyacente
Primer semestre 2006



II.3. Renta variable

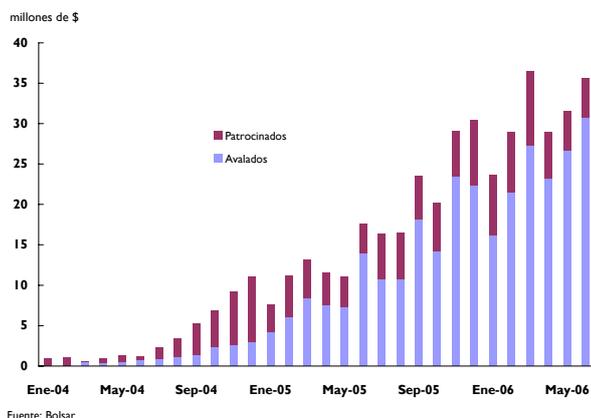
El Merval alcanzó un nuevo récord, mientras que el volumen operado del primer semestre permaneció estable

El índice de acciones líderes (Merval) medido en pesos alcanzó a fines de abril un máximo histórico de 1.943 puntos, para descender notoriamente durante mayo y junio (ver Gráfico II.14), hasta niveles cercanos a los 1.500 puntos. Posteriormente se recuperó, registrando un movimiento lateralizado entre 1.600 y 1.750. De esta manera, entre puntas del semestre, terminó registrando un aumento de 9% en dólares, pero por debajo de aquel de Brasil (que marcó un 19%, en buena parte explicado por la apreciación del real). El comportamiento del Merval estuvo fuertemente explicado por la evolución de la cotización de la acción de TENARIS (con una ponderación es cercana a un



Gráfico II.13

Negociación de Cheques de Pago Diferido



tercio del índice), que está altamente correlacionada con la evolución del precio del petróleo.

En términos de montos operados de acciones, mientras en el período enero-mayo se mantuvo un promedio diario similar al del segundo semestre del año anterior (cerca de \$78 millones por día) en junio se observó una disminución (\$54 millones diarios). El volumen negociado del primer semestre de 2006 estuvo en niveles similares a los del año anterior.

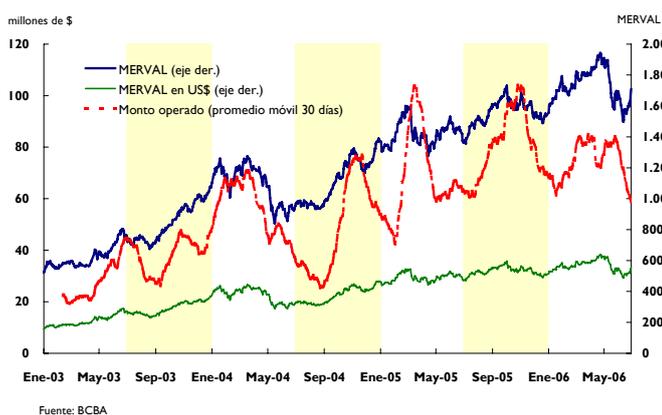
II.4. Mercados derivados

El mercado de derivados de moneda refleja un mayor dinamismo, queda pendiente el desarrollo de otros instrumentos derivados

El mercado de derivados de tipo de cambio (básicamente, futuros sobre dólar) ha mostrado un incremento sostenido en sus volúmenes operados en los últimos años, acompañando el crecimiento del sector exportador (ver Gráfico II.15). La expansión de este mercado resulta de particular utilidad para las entidades financieras, dado que permite acceder a cierta cobertura de sus posiciones en moneda extranjera.

Gráfico II.14

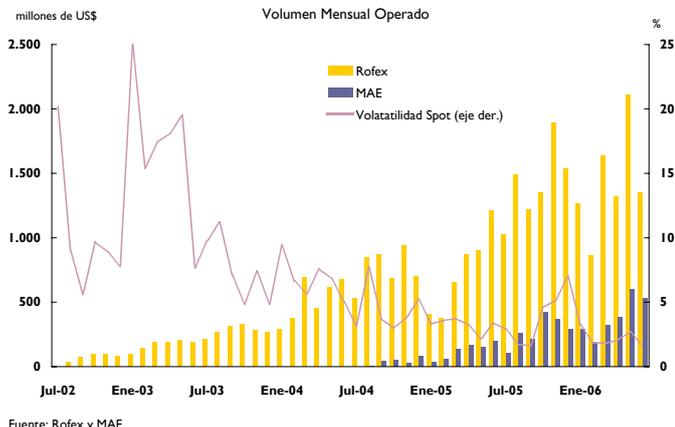
Evolución del Mercado Doméstico de Acciones



La mayor operatoria del período se observó hacia mayo, en un contexto de aumento generalizado en la incertidumbre, que se tradujo en una mayor volatilidad mensual del tipo de cambio *spot*. La alta correlación observada entre MAE y Rofex (con meses de operatoria máximo y mínimo coincidentes), evidencia el arbitraje realizado por los agentes entre ambos mercados.

En los mercados locales existen instrumentos derivados adicionales, como los futuros de CER y BADLAR, que en principio podrían ser utilizados por las entidades financieras para realizar una mejor administración de riesgos, permitiendo cubrirse ante eventuales variaciones en la tasa de interés nominal y real. Sin embargo, la operatoria de estos instrumentos está en una etapa incipiente. El mercado a futuro de tasa BADLAR sólo registró algunas operaciones en el MAE a comienzos de año. Una situación similar se verificó para los futuros de CER, que únicamente registró operaciones en los primeros meses del año, por montos poco significativos.

Gráfico II.15
Derivados de Moneda
Volumen Mensual Operado



III. DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

Síntesis

Durante la primer parte de 2006 se consolidó una tendencia que venía acelerándose en los dos últimos años: la exposición al sector privado superó a la del sector público y se ubicó como el principal deudor del sistema financiero. Esta dinámica de normalización de la actividad de intermediación financiera está movilizándolo el foco de la evaluación del riesgo de crédito bancario desde el sector público hacia las empresas y familias.

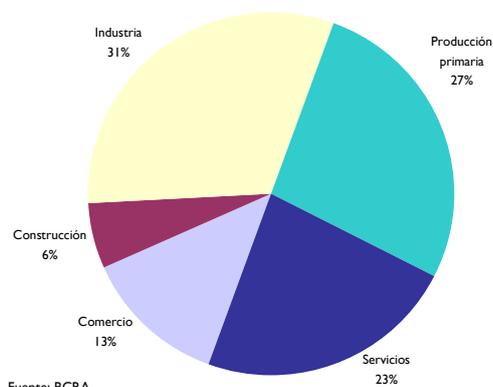
La persistencia de las condiciones favorables de desarrollo económico, los crecientes niveles de ingresos de los agentes económicos y el bajo nivel relativo de endeudamiento configuran un marco de adecuada solidez económica y financiera de los principales deudores del sistema financiero, influyendo positivamente en la determinación del riesgo de contraparte. En particular, el ahorro del Sector Público Nacional se mantuvo elevado durante el período, a lo cual se agrega la plena cobertura de las necesidades de financiamiento para 2006, la reducción en los niveles de deuda y la expansión del horizonte de vencimiento de los pasivos a raíz de la cancelación total de la deuda con el FMI.

El sector productivo continúa creciendo a buen ritmo, alcanzando niveles de utilización de los factores que impulsan necesidades de inversión. Actualmente, la ampliación de la capacidad productiva de las firmas se está llevando a cabo sin un deterioro de la posición financiera empresarial. La baja intensidad de uso de líneas del sistema financiero y la amplia expansión de la actividad productiva de los distintos sectores apoyan el argumento anterior. La industria, los servicios y, a pesar de un deterioro coyuntural, la producción primaria, concentran el financiamiento a las firmas, mientras que el comercio muestra una sólida posición para la toma de crédito. La construcción, uno de los motores de la expansión económica, se desarrolla con un bajo nivel de financiamiento de la banca local.

El desempeño económico y financiero de las familias se ve robustecido especialmente por la reducción en los niveles de desempleo, el crecimiento del empleo formal, el aumento del salario real y el relativamente bajo grado de endeudamiento. Si bien durante los últimos años las líneas al consumo se expandieron rápidamente, este aumento estuvo en línea con el de los ingresos de los asalariados, manteniendo relativamente constante la posición financiera agregada. En función de estos desarrollos, se espera que en los próximos años el sector familias seguirá siendo un activo sector tomador de crédito bancario.

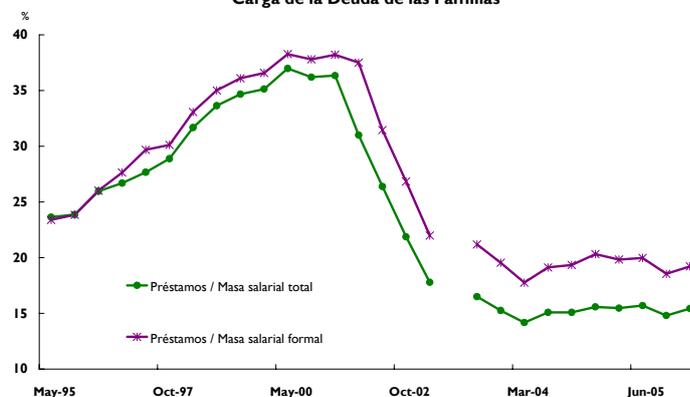
Cartera de Financiaciones a Empresas

Junio de 2006



Fuente: BCRA

Carga de la Deuda de las Familias



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

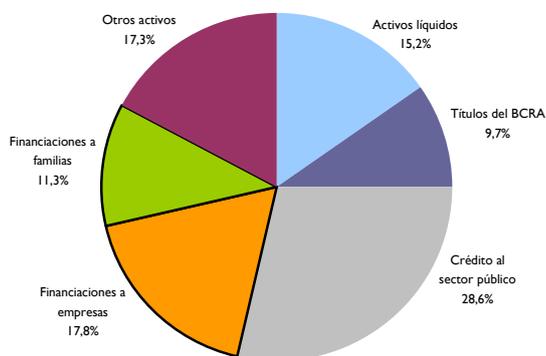
Fuente: INDEC y BCRA



Gráfico III.1

Cartera Activa del Sistema Financiero

En % del activo neteado - Junio de 2006



Fuente: BCRA

III.1. Cartera del sistema financiero

La ponderación de la exposición al riesgo de crédito privado superó a la del Gobierno

En junio de 2006, por primera vez después la crisis de 2001-2002, la exposición del sistema financiero al sector privado (empresas y familias) superó a la del sector público. Si bien con una profunda tendencia decreciente, la banca continúa fuertemente expuesta a la capacidad de pago del Gobierno Nacional. Esta dinámica actual de *crowding-in* del sector privado está llevando a acentuar la necesidad de seguimiento detallado del desempeño económico y financiero de las empresas en primer lugar y de las familias en segundo (ver Gráfico III.1).

III.2. Sector público

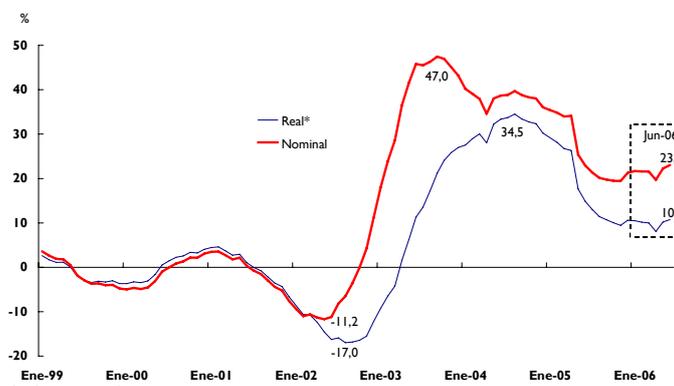
En el primer semestre de 2006 las finanzas públicas nacionales evolucionaron positivamente

Luego de haber alcanzado un superávit primario de 3,7% del PIB en 2005, el ahorro del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se mantuvo elevado en el primer semestre de 2006 y totalizó casi \$12.600 millones, mostrando un alza interanual (i.a.) de \$1.000 millones (9%), aunque se habría reducido en aproximadamente 0,5 p.p. del PIB en términos anualizados. El incremento nominal del superávit respondió al buen desempeño de la recaudación tributaria, que creció entre promedios semestrales 21,6% i.a. (ver Gráfico III.2). El gasto primario mostró cierta aceleración en el primer semestre del año, aumentando 25,1% i.a.. De esta forma y dada la fuerte reducción en el pago de intereses, el superávit financiero aumentó 38,1% i.a. a junio de 2006 (más de \$8.000 millones), permitiendo que el SPNF continúe reduciendo sus pasivos.

Gráfico III.2

Recaudación Tributaria Nacional

Variación i.a. de promedio móvil 12 meses



*Deflactado por IPC

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda e INDEC

Tabla III.1
Emisiones de Bonos en 2005 y 2006

Bono	Fecha de Emisión	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread vs. Treasury ³
En pesos					
Boden 2014*	04-May-05	1.000	78,7	6,4	-
Boden 2014*	07-Jul-05	1.000	85,5	5,4	-
Boden 2014*	11-Jul-05	1.000	87,3	5,1	-
Total 2005		3.000			
En dólares					
Boden 2012**	06-May-05	117	85,6	9,5	565
Boden 2012**	13-Jun-05	221	90,5	7,8	400
Boden 2012	18-Jul-05	442	91,3	7,8	389
Boden 2012**	26-Jul-05	219	91,2	8,0	399
Boden 2012	03-Ago-05	350	78,2	7,8	389
Boden 2012**	26-Sep-05	189	79,5	7,7	359
Boden 2012**	26-Sep-05	50	79,5	7,7	359
Boden 2015	26-Oct-05	632	89,1	8,8	417
Boden 2012**	13-Dic-05	496	78,7	8,8	440
Boden 2012**	16-Dic-05	270	77,7	9,2	487
Total 2005		2.986			
Boden 2012**	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
Boden 2012**	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
Boden 2012**	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
Boden 2012**	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
Bonar V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
Bonar V	3-May-06	500	96,4	8,1	338
Boden 2012**	9-May-06	239	83,7	7,5	253
Boden 2012**	7-Jun-06	243	82,5	8,3	334
Boden 2012**	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
Total 2006		2.963			

(1) Valor Nominal, en millones; (2) En % (3) En puntos básicos

(*) Ajustable por CER; (**) Adjudicaciones privadas

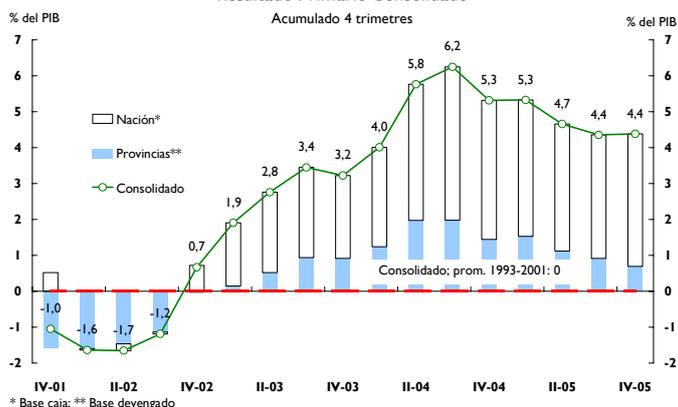
Fuente: Secretaría de Finanzas

Adicionalmente, en el marco del Programa de Emisión de Deuda 2006, el Gobierno emitió en el primer semestre del año deuda en dólares por casi US\$3.000 millones en valor nominal (VN), de los cuales cerca de US\$2.000 millones correspondieron a suscripciones directas por parte de Venezuela (ver Tabla III.1). A pesar de la mayor volatilidad externa, el rendimiento promedio de las colocaciones fue similar al del segundo semestre de 2005 y el spread promedio en relación con el bono del Tesoro de EEUU se redujo 60 puntos básicos (p.b.), ubicándose por debajo de 350 p.b. en el primer semestre de 2006. De esta forma, las nuevas emisiones de deuda junto con el elevado superávit financiero y el uso de cuentas de efectivo permitió a la Tesorería General de la Nación (TGN) afrontar las amortizaciones de los pasivos públicos, además de cancelar en términos netos \$2.400 millones en concepto de adelantos transitorios con el BCRA. En este contexto, el Gobierno prácticamente logró la cobertura total de sus necesidades de financiamiento para 2006.

Por su parte, las Provincias sumaron en 2005 un superávit primario de 0,7% del PIB y un resultado financiero de 0,3% del PIB, exhibiendo caídas en relación con los saldos de 2004 (1,4% y 1,1% del PIB, respectivamente). Así, el resultado primario del



Gráfico III.3
Resultado Primario Consolidado
Acumulado 4 trimestres



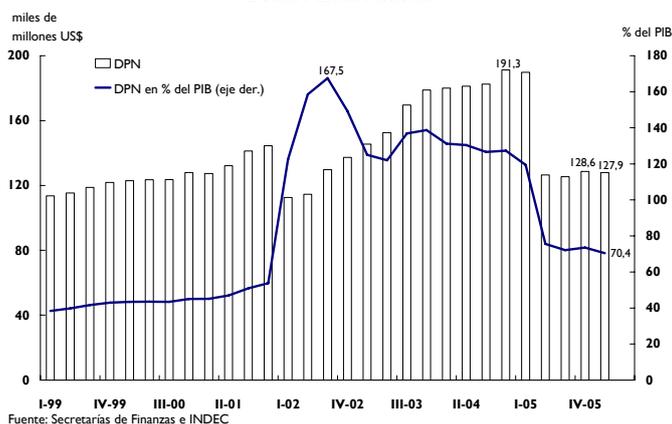
* Base caja; ** Base devengado
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

sector público consolidado (Nación y Provincias) totalizó 4,4% del PIB el año pasado, luego de haber sumado 5,3% del PIB en 2004. En un contexto de incremento del gasto, se prevé que los resultados fiscales consolidados continuarán reduciéndose este año y el superávit primario sería inferior a 4% del PIB. Sin embargo, el resultado primario continúa siendo muy elevado en términos históricos, situándose claramente por encima del promedio de la década pasada (ver Gráfico III.3).

La dinámica favorable de la situación fiscal y la reducción de la deuda pública mejoraron la capacidad de pago del Gobierno

En línea con la evolución observada en la última parte de 2005, durante el primer trimestre de 2006 el stock de la Deuda Pública Nacional (DPN) no mostró variaciones importantes y el dato más relevante fue la cancelación total del pasivo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En particular, a fin de marzo de este año el saldo de la DPN alcanzó US\$127.938 millones (70,4% del PIB), exhibiendo un descenso de US\$700 millones en relación a diciembre de 2005, mientras que en términos del PIB la caída fue de 3,1 p.p. dado el fuerte crecimiento del nivel de actividad (ver Gráfico III.4).

Gráfico III.4
Deuda Pública Nacional



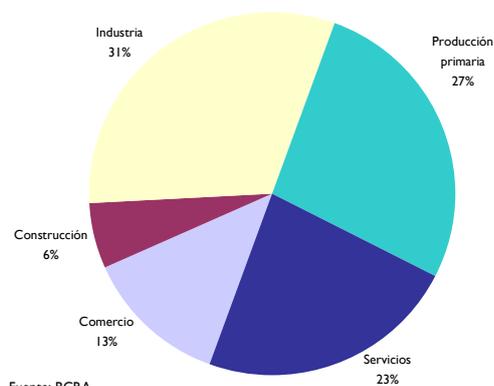
Fuente: Secretarías de Finanzas e INDEC

Como el pago al FMI se efectivizó con reservas internacionales del BCRA, por las cuales la TGN entregó al BCRA una Letra con vencimiento en 2016, la cancelación de la deuda con el FMI tuvo su contraparte en un aumento de títulos públicos en moneda extranjera. Sin embargo, esta operación amplió el horizonte de los pasivos del Gobierno, reduciendo las necesidades financieras hasta 2009 y mejorando la capacidad de pago del sector público. Observando la composición de la deuda por moneda, se notó un incremento de los pasivos denominados en dólares (pasó de 36,4% a fin de 2005 a 40,7% en el primer trimestre de 2006), mayormente en detrimento de la deuda denominada en pesos y en yenes. Mientras tanto, la tasa de interés promedio ponderada por instrumento del total de la DPN se mantuvo estable durante los primeros tres meses del año.

III.3. Empresas

Las firmas siguen logrando obtener una combinación de crecimiento con inversión y de bajo endeudamiento: aún poca penetración del sistema financiero

Gráfico III.5
Cartera de Financiaciones a Empresas
Junio de 2006



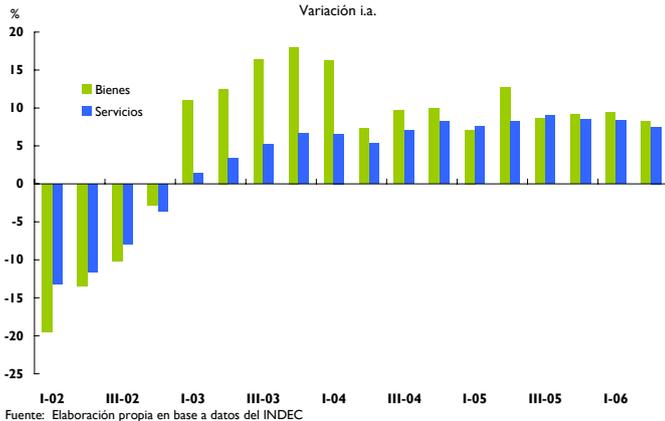
Fuente: BCRA

Mientras la exposición del sistema financiero a los sectores productivos se incrementó en el primer semestre de 2006, su composición permaneció similar a lo observado a fines de 2005. La industria y la producción primaria continúan siendo los principales sectores económicos deudores de la banca local (ver Gráfico III.5).

La oferta local de bienes y servicios reales continuó en expansión en el primer semestre del año, destacándose la favorable evolución de la construcción, los servicios relacionados con las comunicaciones y la industria (ver Gráfico III.6). Esta última creció a un ritmo similar al exhibido el año pasado, a partir de la maduración de inversiones productivas en diversos sectores y la fuerte contribución de la rama automotriz y la productora de insumos para la construcción. Por el



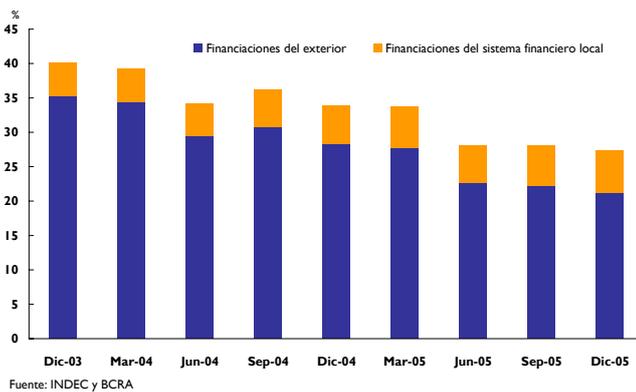
Gráfico III.6
PIB. Bienes y Servicios
Variación i.a.



contrario, el sector agropecuario exhibió una retracción en sus niveles de actividad, fruto del menor volumen de la cosecha de cereales y la menor faena de animales.

En parte producto del crecimiento de la actividad productiva y en parte a la sostenida reducción del endeudamiento con el exterior, las firmas están logrando mejorar su solidez financiera (ver Gráfico III.7). El nivel de deuda sobre PIB de las empresas apenas supera 27%, mientras estos valores en pre-crisis se situaban cerca de 34%. Esta consolidación en la posición de las firmas en los últimos años está mostrando, por un lado, un proceso de inversión que se materializa en la expansión de la producción y, por otro lado, una baja utilización del fondeo de terceros por parte de las empresas. En este sentido, quedó configurado un marco propicio para futuras inversiones que impliquen un mayor endeudamiento de las firmas tanto con el sistema financiero como en el mercado de capitales.

Gráfico III.7
Deuda de las Empresas
En % del PIB



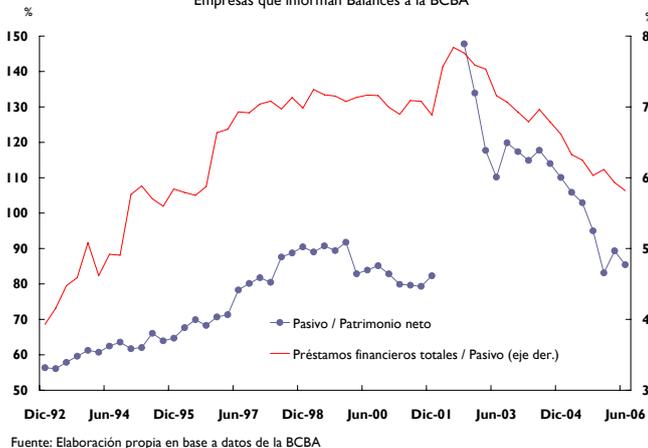
Las firmas con acceso al mercado de capitales local son una muestra de la consolidación de la posición financiera ocurrida en el sector productivo. Si bien durante el primer trimestre de 2006 se dio un leve incremento del apalancamiento de este grupo de empresas, en el segundo trimestre este fenómeno fue compensado casi en su totalidad, dejando vigente la dinámica de mayor solvencia y capacidad de obtener nuevos fondos por parte de las empresas listadas en la BCBA (ver Gráfico III.8). A su vez, estas firmas profundizaron el patrón descendente de la ponderación de los préstamos financieros, revelando una mayor preferencia relativa hacia otro tipo de pasivos.

III.3.1. Industria

El desempeño económico y financiero del sector industrial continúa fortaleciéndose

La actividad manufacturera sigue transitando la senda de crecimiento que se inició a mediados de 2002. En el primer semestre la producción industrial se incrementó 7,4% i.a. (ver Gráfico III.9). Al impulso proveniente del mercado interno, se sumó el aumento de las ventas externas, destacándose los mayores despachos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) vinculados al material de transporte.

Gráfico III.8
Carga de la Deuda del Sector Empresas
Empresas que informan Balances a la BCBA



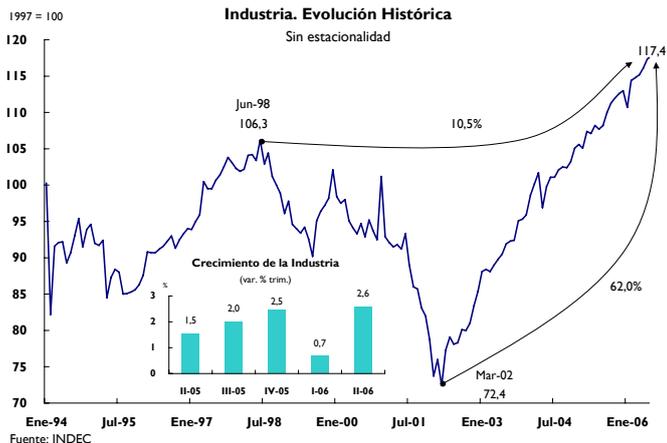
La fuerte suba de la producción manufacturera sigue siendo generalizada entre los distintos sectores de la industria. Los rubros que más aportaron al crecimiento de la actividad durante el semestre fueron: la elaboración de productos minerales no metálicos y la fabricación de vehículos automotores, dos de los principales impulsores de la expansión industrial de los últimos dos años.

En la industria se están realizando inversiones para incrementar la capacidad instalada, que en 2005 se expandió aproximadamente 7,5% con respecto a 2004. En efecto, el crecimiento de la actividad industrial se está dando con una Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) que se mantiene relativamente constante en el tiempo, dando cuenta de la maduración de inversiones productivas realizadas por algunas empresas, y/o de incrementos en la productividad de los



Gráfico III.9

Industria. Evolución Histórica
Sin estacionalidad



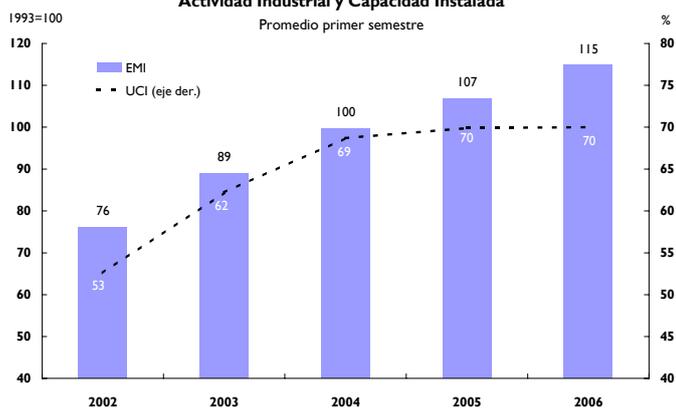
trabajadores. Particularmente, el nivel promedio de la UCI en el primer semestre del año fue similar al observado en el mismo lapso de 2004 y 2005, en tanto que la producción continúa creciendo a un ritmo superior a 7% i.a. (ver Gráfico III.10).

En este contexto, la variación del margen de ganancias de la industria, medido como la diferencia entre el incremento de los precios mayoristas del sector y los costes industriales, se redujo levemente en el primer semestre del año. El avance de los costos de los salarios y de algunos servicios impulsaron principalmente el recorte de los márgenes. A pesar de ello, los niveles se mantienen históricamente altos.

Esta combinación de crecimiento sostenido de la actividad industrial, márgenes elevados y la necesidad de realizar inversiones por parte del principal sector económico deudor del sistema financiero, configura un notable marco favorable para la expansión de la demanda de crédito. Adicionalmente, no obstante la industria muestra el mayor endeudamiento entre los sectores productivos y niveles positivos de inversión, la expansión de su actividad está mejorando gradualmente sus indicadores de solvencia, localizándose actualmente en una mejor posición que en el período de pre-crisis (ver Gráfico III.11).

Gráfico III.10

Actividad Industrial y Capacidad Instalada
Promedio primer semestre



En lo que resta del año se espera que el ritmo de crecimiento de la producción industrial se mantenga elevado, teniendo en cuenta que el flujo de inversiones en distintos sectores industriales está permitiendo expandir la capacidad productiva, acompañando la tendencia ascendente de la demanda interna y externa.

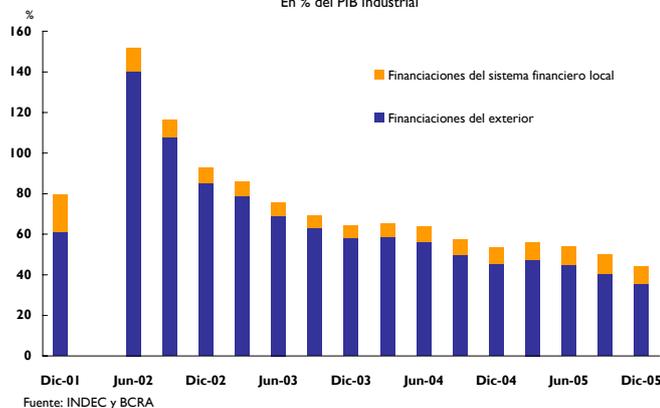
III.3.2. Sector Primario

El sector agropecuario se estancó en la primera mitad de 2006, aunque su solvencia permanece en niveles adecuados

A pesar de haberse alcanzado una nueva cosecha récord de soja, el menor volumen obtenido de cereales y las desfavorables condiciones climáticas para la siembra de los granos finos registradas el año pasado impactaron negativamente en el sector agrícola. En particular, la campaña agrícola 2005/06 alcanzó una producción algo mayor a 75 millones de toneladas, situándose 11% por debajo del registro de la cosecha previa (ver Tabla III.2). Ese valor se basó en la cosecha récord de oleaginosas, particularmente soja, que sólo compensó parcialmente la caída observada en la recolección de cereales. En relación a la campaña 2006/07, las dificultades climáticas habrían afectado el cultivo de trigo, determinando que la superficie sembrada se mantenga en niveles reducidos en comparación con los registros históricos. En el caso del maíz y la soja, que recién comienzan a sembrarse a partir de octubre, se espera un incremento en la superficie sembrada a partir de las buenas perspectivas de precios, sostenidas por la mayor demanda mundial de este producto como sustituto de los combustibles fósiles.

Gráfico III.11

Deuda de la Industria
En % del PIB industrial



Dentro del sector pecuario, en el primer semestre de 2006 se verificó una caída en la oferta de carne, como consecuencia de la reducción de la demanda interna y los menores envíos al exterior (ver Gráfico III.12). Este comportamiento habría sido



Tabla III.2
Producción de Cereales y Oleaginosas

	2003-04		2004-05		2005-06 (est.)		Var % 2005-06 / 2004-05	Dif. tns 2004-05 / 2003-04
	miles tns	%	miles tns	%	miles tns	%		
Cereales	34.142	49	41.858	49	30.014	41	-28	-11.845
Maiz	14.951	21	20.483	24	13.800	19	-33	-6.683
Trigo	14.563	21	15.970	19	12.098	16	-24	-3.872
Sorgo granifero	2.165	3	2.894	3	2.000	3	-31	-894
Arroz	1.060	2	956	1	1.040	1	9	84
Cebada cervecera	1.002	1	886	1	796	1	-10	-90
Avena	332	0	536	1	219	0	-59	-317
Centeno	37	0	92	0	29	0	-68	-63
Otros	33	0	41	0	31	0	-25	-10
Oleaginosas	35.098	50	42.658	50	43.647	59	2	989
Soja	31.577	45	38.300	45	39.500	53	3	1.200
Girasol	3.161	5	3.800	4	3.800	5	0	0
Maní	293	0	445	1	274	0	-38	-171
Otros	68	0	113	0	73	0	-36	-40
Algodón	350	1	448	1	315	0	-30	-133
Total	69.590	100	84.964	100	73.975	100	-13	-10.989

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

compensado parcialmente por la trayectoria ascendente exhibida por los sectores avícola y lácteo. El sector avícola aumentó su oferta 17% en el primer semestre del año, alentado por el menor precio relativo frente a productos sustitutos y la mayor demanda externa. La producción de leche cruda se expandió 11,2% i.a. en el semestre, situación que redujo la presión sobre los precios internos, por la mayor oferta disponible de la materia prima a partir de las mejoras en la productividad de los tambos.

A pesar de la caída en la producción agrícola y de carne vacuna por motivos coyunturales, la solvencia del sector de productos primarios se mantiene en una posición más ventajosa que en el período de pre-crisis, donde el nivel de endeudamiento del sector primario era más del doble que el actual. Adicionalmente, en período de post-crisis este sector fue reduciendo la ponderación de sus pasivos con el exterior y aumentando gradualmente la participación de la deuda con el sistema financiero local (ver Gráfico III.13).

III.3.3. Servicios

Menores niveles relativos de endeudamiento dejan margen para financiar inversiones a bajo riesgo de crédito

En el primer semestre de 2006 los sectores productores de servicios continuaron contribuyendo positivamente a la expansión de la economía. Las actividades relacionadas con la construcción (inmobiliarias y de alquiler) y las comunicaciones siguieron evolucionando favorablemente.

Los servicios crecieron 12,9% i.a. en los primeros seis meses de 2006, en línea con la expansión del año previo (20,6% i.a.), alentada por la positiva evolución de la demanda de servicios telefónicos, que creció 19,8% i.a.. También presentó un comportamiento favorable el uso de peajes, que aumentó 8,5% i.a.. Por su parte, el consumo de servicios energéticos y de transporte sólo mostró una ligera mejora en el primer semestre, inferior a 3% i.a. (ver Gráfico III.14).

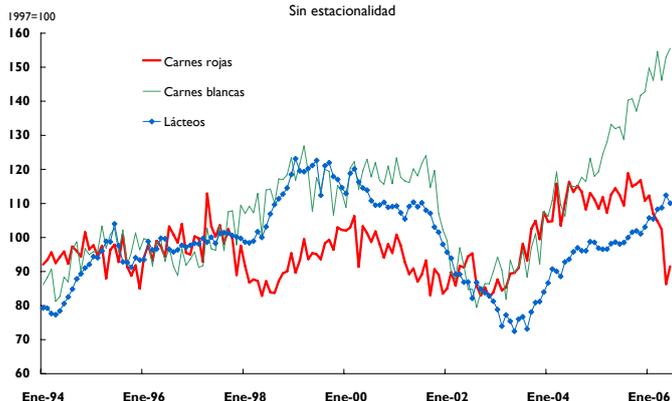
Si bien la expansión de las firmas proveedoras de servicios está siendo impulsada por la telefonía, el sector en su conjunto muestra reducidos niveles de endeudamiento, llegando a representar sólo 22% del PIB sectorial. Esta sólida posición financiera deja un margen para la obtención de nuevo financiamiento para inversión, en un marco de crecimiento de la actividad y buena capacidad de pago.

III.3.4. Comercio

La favorable posición financiera despejaría el camino para la expansión de la actividad comercial

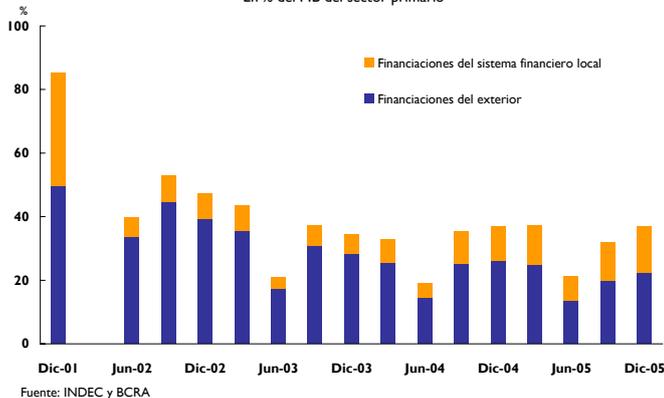
En la primera mitad de 2006 las ventas minoristas continuaron en expansión, en línea con la marcada tendencia ascendente del consumo privado. Las ventas en supermercados se expandieron 6,8% i.a., levemente por encima del ritmo promedio de los últimos dos años, mientras que las ventas en centros de compra se desaceleraron suavemente en el primer semestre, luego de crecer 13,2% i.a. en 2005 (ver Gráfico III.15).

Gráfico III.12
Producción Industrial Pecuaria
Sin estacionalidad



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

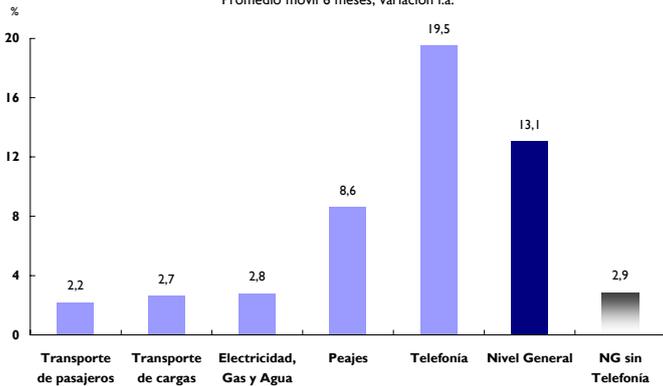
Gráfico III.13
Deuda del Sector Primario
En % del PIB del sector primario



Fuente: INDEC y BCRA



Gráfico III.14
ISSP. Crecimiento por Componente
Promedio móvil 6 meses, variación i.a.

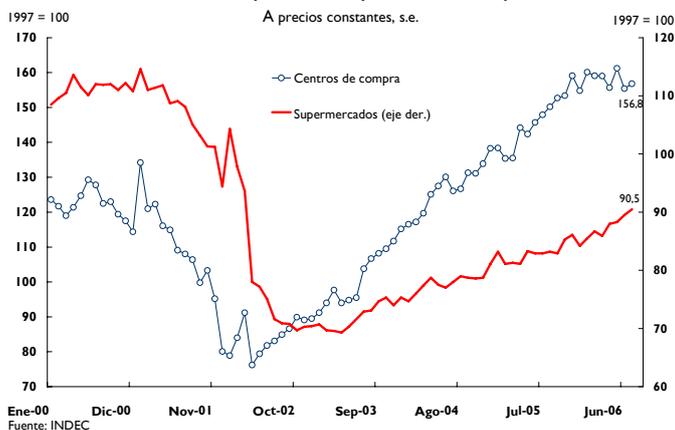


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En ambos casos, parte del impulso se dio por el importante incremento del consumo bienes durables, en particular de artículos para el hogar y automóviles, a partir de las importantes promociones realizadas por las cadenas de ventas y el incremento del financiamiento.

A partir de la recuperación del consumo, se han activado proyectos de expansión por parte de las cadenas de supermercados a lo largo del país, enfocados principalmente en ciudades del interior. Asimismo, lentamente también están comenzando a observarse inversiones para ampliar la oferta locativa de otra clase de comercios. En esta línea y con mayor intensidad de uso del sistema financiero local que el resto de los sectores productivos, el comercio muestra un margen de endeudamiento similar al del sector servicios, con lo cual se espera que dichas necesidades de inversión no encuentren barreras para su financiamiento en términos de la capacidad de pago del sector.

Gráfico III.15
Ventas en Supermercados y Centros de Compra
A precios constantes, s.e.



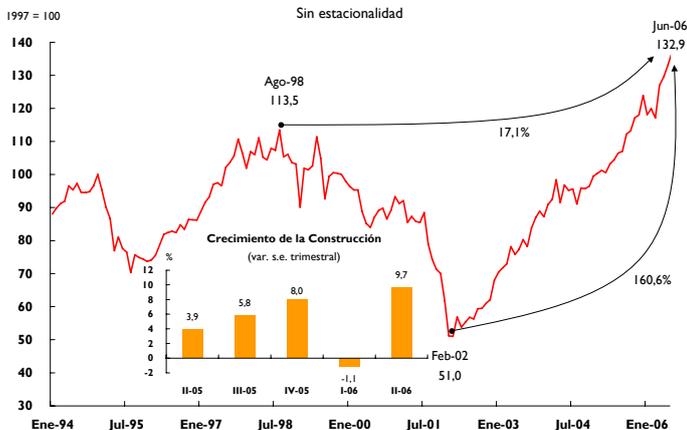
Fuente: INDEC

III.3.5. Construcción

Mientras la construcción es uno de los motores de la expansión económica actual, actúa en forma casi independiente del sistema financiero

Uno de los pilares del crecimiento económico ha sido el flujo de inversión que se ha destinado a la construcción, el cual en la primera mitad de 2006 se mantuvo firme. En dicho período, la actividad de la construcción presentó un aumento de 21,2% i.a., avanzando a una de las tasas más altas de los últimos años y ubicándose cerca de 14% s.e. por encima del máximo de pre-crisis (ver Gráfico III.16).

Gráfico III.16
Construcción. Evolución Histórica
Sin estacionalidad



Fuente: INDEC

El aumento en los niveles de construcción fue producto de una mejora en todos los tipos de obras involucradas, destacándose la construcción de viviendas y de obras de infraestructura. En éste último caso, se destaca el mayor aporte que está realizando el Gobierno en obras públicas, en especial en lo referido a obras viales y energéticas. La escasez de oferta de unidades comerciales y productivas disponibles, junto con la importante expansión en construcción de hoteles, dio lugar a un avance de emprendimientos destinados al comercio, la industria y el turismo.

Las perspectivas de la construcción continúan siendo favorables con lo cual la actividad sectorial mantendría la tendencia alcista de los últimos años. Sin embargo, las empresas constructoras tienen una baja intensidad de uso de financiamiento para realizar sus emprendimientos. Mecanismos como la venta “desde el pozo” (antes de la conclusión de la obra) o la constitución de fideicomisos son ampliamente utilizados en el sector de la construcción como sistemas de auto-financiación, dejando para algunas empresas de infraestructura el endeudamiento bancario o en el mercado de capitales.



III.4. Familias

La expansión de los ingresos sumado a sus bajos niveles de endeudamiento motorizan un reducido riesgo de crédito asociado a las familias

Los niveles de consumo privado siguieron incrementándose por encima del promedio de la economía en la primera mitad del año (en torno a 8,3% i.a.), a partir del aumento de la masa salarial (tanto por el crecimiento del empleo como de los salarios reales) y de la expansión del crédito al consumo de las familias (ver Gráfico III.17).

En línea con el crecimiento de la economía, los indicadores laborales siguen mejorando (ver Gráfico III.18). La tasa de desocupación registró una nueva reducción en el segundo trimestre alcanzando 10,4% de la Población Económicamente Activa (PEA), lo que representó una disminución i.a. de 1,7 p.p.. Esta dinámica fue impulsada por un nuevo e importante aumento del empleo, concentrado en el sector registrado, que marca un avance de la formalización del mercado de trabajo. La demanda laboral seguiría siendo creciente en el segundo semestre del año, por lo que se espera que la tasa de desempleo termine 2006 en un nivel inferior a 10%. El avance del empleo y la mayor formalidad del mismo inducen a su vez una mejora en los principales indicadores sociales, de distribución del ingreso y de posición financiera de las familias. Por otro lado, principalmente como resultado de numerosas negociaciones colectivas, en los últimos meses se observó una suba de los salarios reales de los sectores privado formal y público y el índice general acumuló un avance de 3,1% en el primer semestre de 2006.

No obstante la expansión de los préstamos al consumo, estos favorables desarrollos del mercado laboral están impulsando el mantenimiento de la capacidad de pago de las familias. Actualmente, los niveles de endeudamiento del sector familias están muy por debajo de lo registrado en pre-crisis, implicando una expectativa positiva sobre la expansión del financiamiento al consumo con bajo riesgo de crédito asociado (ver Gráfico III.19).

En la segunda mitad del año la dinámica del consumo privado seguiría siendo ascendente, teniendo en cuenta que aún resta que se implemente parte de las subas escalonadas en los salarios privados y públicos, el aumento de las jubilaciones y el reciente incremento del salario mínimo, vital y móvil. Así, se estima que los niveles de consumo per cápita alcanzarían un nuevo récord en 2006.

Gráfico III.17
Consumo Privado y Masa Salarial Real
A precios constantes

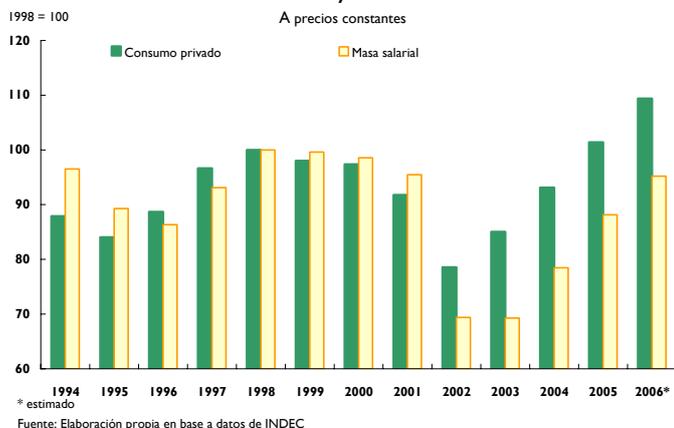


Gráfico III.18
Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación

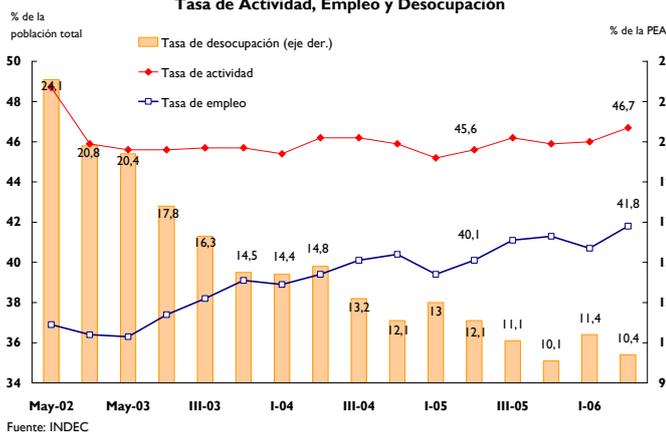
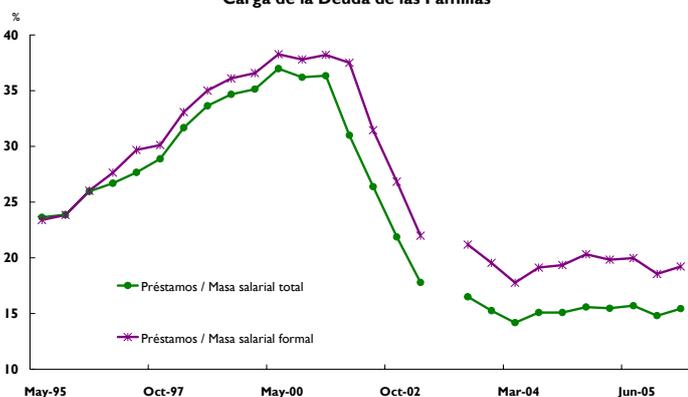


Gráfico III.19
Carga de la Deuda de las Familias



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

Fuente: INDEC y BCRA

IV. INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

Síntesis

En la primera parte de 2006 se sostuvo el sendero de crecimiento de todos los intermediarios financieros locales. En particular, los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) registraron un marcado dinamismo, con una cartera de inversiones que continúa incrementando su financiamiento al sector privado. El aumento tanto de la cantidad de aportantes como del ingreso promedio imponible lideró la expansión de los fondos de jubilaciones y pensiones, mientras que, las perspectivas positivas de mediano plazo alientan la profundización de los mercados de seguros y de fondos comunes de inversión.

Las entidades financieras lograron, por primera vez desde la crisis de 2001-2002, que el crédito al sector privado superara la exposición al sector público. Esta tendencia estuvo particularmente influenciada por las normativas implementadas por el BCRA, en un contexto macroeconómico alentador. Las líneas crediticias que impulsaron la dinámica del semestre fueron aquellas destinadas a las exportaciones, los créditos prendarios y personales. Asimismo, el crecimiento del saldo de los préstamos hipotecarios se aceleró en la primera parte de 2006, tanto por mayores volúmenes otorgados como por el gradual alargamiento de sus plazos de madurez. Por su parte, la incorporación de una nueva entidad financiera (extranjera) al mercado local brinda una señal de las perspectivas favorables que predominan sobre el sector.

Impulsado por las medidas implementados por el BCRA, el sistema financiero normaliza aceleradamente la estructura de su pasivo. En este sentido, se destacó el incremento de las imposiciones privadas a plazo en el semestre, superando las colocaciones a la vista. Asimismo, dentro del esquema del "matching" continúan reduciéndose las obligaciones de las entidades financieras con el BCRA, existiendo a septiembre de 2006 solamente 2 bancos de los 24 originalmente endeudados. El fenómeno anterior se enmarca dentro de las pautas establecidas en el Programa Monetario 2006, convirtiéndose en un factor sistemático de contracción monetaria.

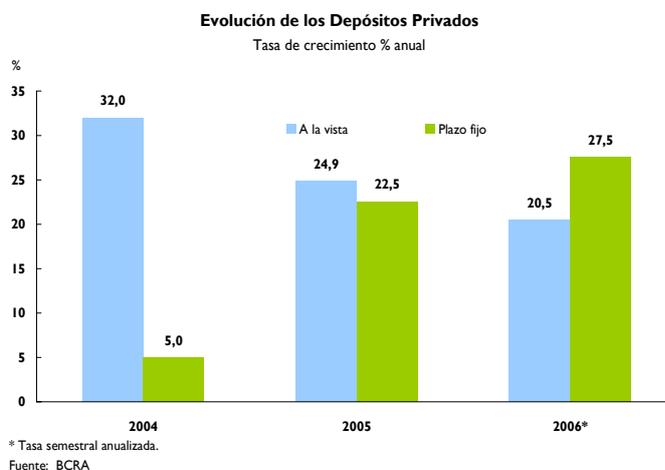
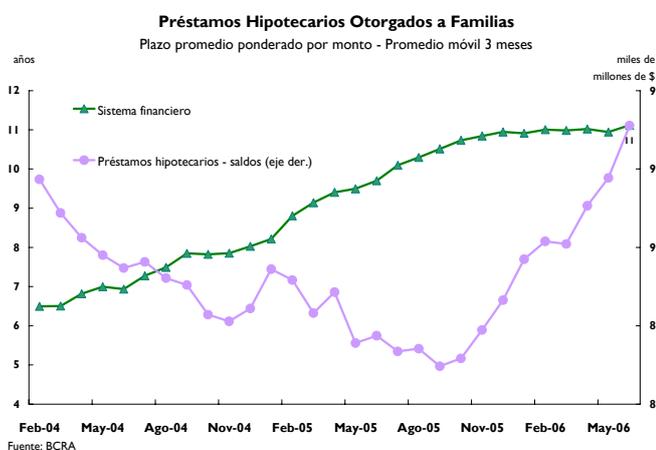
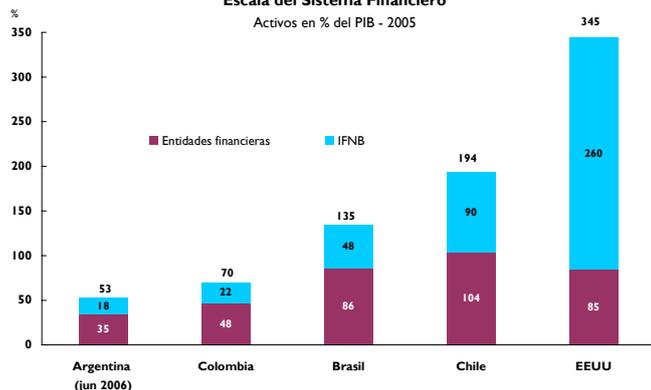


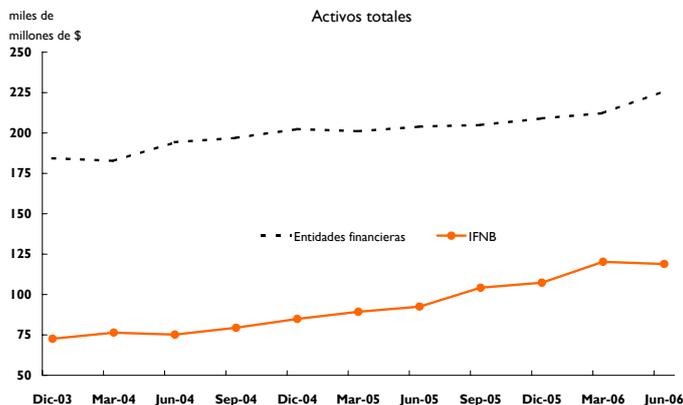


Gráfico IV.1
Escala del Sistema Financiero
Activos en % del PIB - 2005



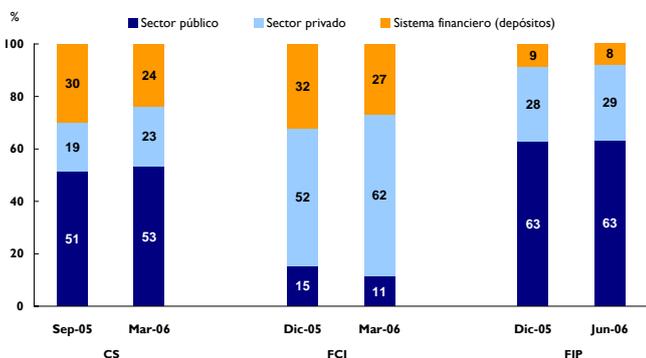
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Superintencias, Bancos Centrales y FMI

Gráfico IV.2
Tamaño de los Intermediarios Financieros
Activos totales



Nota: La última información disponible sobre las CS es de marzo de 2006
Fuente: BCRA

Gráfico IV.3
Exposición de Cartera de los IFNB
En % del total de inversiones



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

IV.1. Intermediarios financieros

Sostenida expansión de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios

Durante la primera parte de 2006 se evidenció un robusto crecimiento cercano a 9% (19%a.) del activo de los intermediarios financieros locales. El dinamismo de la actividad económica local permite sentar las bases para la profundización del sector bancario y de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB). En este sentido, a mediados de año los intermediarios financieros locales representaban poco más de la mitad del PIB (ver Gráfico IV.1). Si bien cabe destacarse que esta magnitud es reducida tanto en términos de otras economías de la región como de los países desarrollados, su baja profundidad se encuentra particularmente influenciada por la crisis de 2001-2002. En este marco, el sector de servicios financieros local aún presenta un alto potencial de crecimiento.

IV.2. Intermediarios financieros no bancarios

A pesar de la significativa participación de los activos públicos, los IFNB profundizan su financiamiento privado

Para mediados de 2006 los activos de los IFNB totalizaron aproximadamente \$119.000 millones (11% más que a fines del año anterior) (ver Gráfico IV.2), especialmente dinamizados por los fondos de pensión. De esta manera, los IFNB alcanzan a representar 18% del PIB, cerca de la mitad de los activos de los bancos.

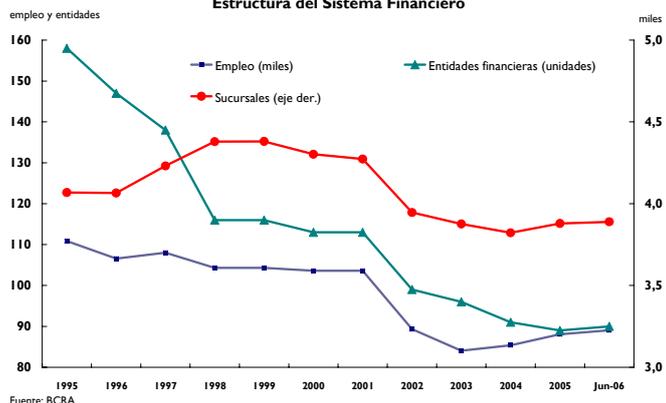
La cartera de inversiones de los fondos de jubilaciones y pensiones (FJP) aumentó 10% en el primer semestre del año, hasta alcanzar \$74.900 millones. Este movimiento estuvo liderado tanto por la mayor cantidad de trabajadores aportantes, por el crecimiento del ingreso promedio imponible como por las utilidades obtenidas en las inversiones. Durante la primera parte de 2006 los FJP verificaron un leve incremento en su financiamiento al sector privado (hasta casi 29% del total de inversiones) (ver Gráfico IV.3), mientras que la participación en valores de Gobierno¹³ en cartera (63% del total de inversiones) sólo registró un crecimiento menor. Los FJP aumentaron su tenencia de títulos públicos y valores negociables vinculados al PIB en el período. Asimismo, adquirieron fideicomisos financieros, principalmente aquellos que tienen como subyacente Préstamos Garantizados del sector público. Por su parte, entre las inversiones privadas se destacó la inversión en fondos comunes de inversión (FCI), mientras que las participaciones accionarias también crecieron. Por otro lado, las colocaciones de los FJP en el sistema financiero registraron una caída en el semestre, con un traslado desde imposiciones ajustables por CER hacia depósitos a plazo fijo sin ajustes.

A fines de marzo de 2006 los activos de las compañías de seguros (CS) alcanzaron \$30.300 millones, observando un

¹³ Se incluye la participación en fideicomisos financieros que tienen valores públicos como subyacentes y los valores negociables vinculados al PIB de la deuda soberana.



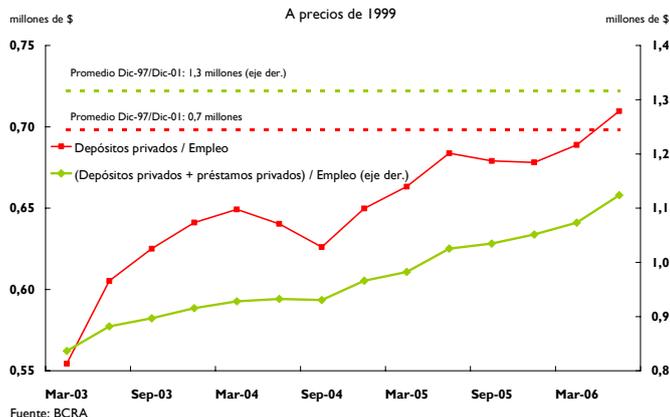
Gráfico IV.4
Estructura del Sistema Financiero



progreso de 9% respecto a septiembre del año anterior. Así, el mercado asegurador continuó creciendo, siendo particularmente impulsado por las ramas de retiro y seguros generales. En el período aumentó tanto la cartera de inversiones de las CS destinadas al sector privado como al sector público, mientras que los depósitos de las CS en la banca verificaron una significativa reducción.

El patrimonio de los fondos comunes de inversión (FCI) creció 26% en la primera parte del año hasta totalizar \$13.900 millones. De forma similar al segundo semestre de 2005, la expansión estuvo liderada por los fondos de renta variable, alcanzando a representar 47% del patrimonio total del sector. En el primer trimestre de 2006 los FCI incrementaron significativamente su tenencia accionaria, en línea con la positiva evolución del Merval en ese período¹⁴. De esta manera, el financiamiento privado verificó un incremento de casi 10 p.p. en el trimestre hasta casi 62% del total de la cartera de inversiones, al tiempo que la exposición al Gobierno registró una caída.

Gráfico IV.5
Productividad del Factor Trabajo
A precios de 1999

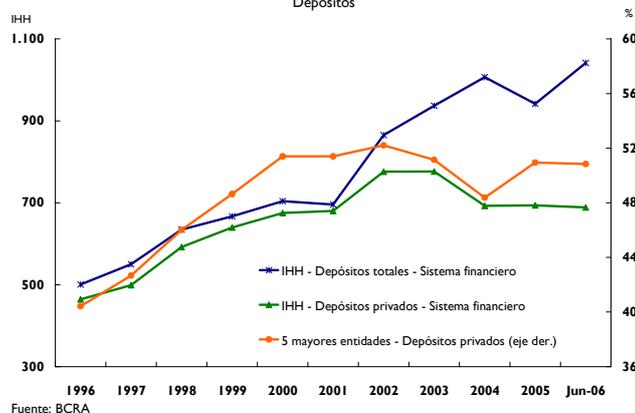


IV.3. Entidades financieras

El sistema financiero continúa ampliando su dotación de personal, a la vez de mejorar sus indicadores de productividad

En el primer semestre de 2006 la estructura del sistema financiero continuó las tendencias iniciadas a fines de 2004, con dotaciones de personal y de sucursales en recomposición. El nivel de empleo se incrementó en 1,1% en el período, mientras que la cantidad de sucursales exhibió un aumento de 0,2% (ver Gráfico IV.4). Si bien la estructura del sistema financiero sostuvo un proceso de redimensionamiento luego de la crisis de 2001-2002, en mayo de este año una nueva entidad financiera (extranjera) se incorporó al mercado local, señal de las alentadoras perspectivas para el sector.

Gráfico IV.6
Concentración del Sistema Financiero
Depósitos



El creciente volumen de intermediación financiera observado en la primera parte de 2006 impulsó el incremento de la productividad del factor trabajo (ver Gráfico IV.5). En efecto, la relación entre los depósitos privados y nivel empleo superó el valor alcanzado en los años previos a la crisis. Por su parte, si se considera el saldo de depósitos y préstamos privados administrados, aún se mantiene una significativa brecha de eficiencia respecto al promedio de pre-crisis (ver Página 62).

La concentración del sistema financiero se mantiene en valores similares a los últimos años

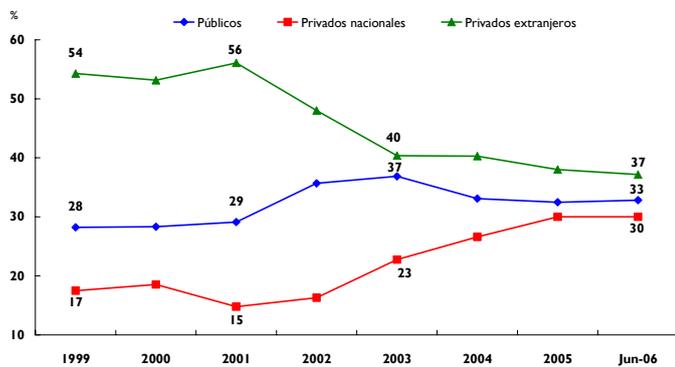
En la primera parte de 2006 el grado de concentración del sistema financiero permaneció estable (ver Gráfico IV.6). La concentración, medida en términos de los depósitos privados, se mantuvo en valores similares a los últimos años, por debajo de los niveles observados en 2002 y 2003. Dada la canalización de los fondos públicos a la banca oficial, se verificó un leve crecimiento de la concentración de los depósitos totales en el sistema financiero. La banca evidencia un patrón de consolidación de mediano plazo, proceso que probablemente continúe en los próximos años, en línea con el aprovechamiento

¹⁴ Este índice reflejó una reversión en el segundo trimestre del año, ver Capítulo II "Mercado de Capitales".



Gráfico IV.7

Participación por Tipo de Banco
Total de depósitos del sector privado no financiero



Fuente: BCRA

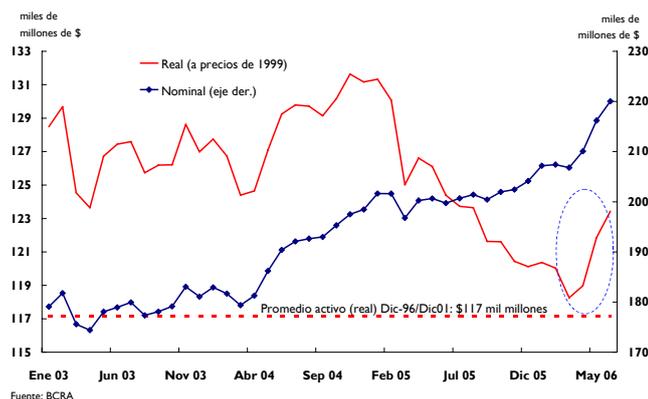
de economías de escala y las tendencias evidenciadas internacionalmente (ver Gráfico IV.4).

Si bien en la primera parte de 2006 los distintos grupos de bancos no registraron cambios significativos en sus participaciones de mercado (ver Gráfico IV.7), en los últimos cuatro años se puede observar una gradual convergencia hacia una distribución más pareja del mercado por grupos homogéneos de bancos. En post-crisis, las entidades financieras privadas nacionales ganaron participación sobre el total de depósitos privados en detrimento de los bancos extranjeros. Sin embargo, estos últimos aún constituyen el grupo con mayor ponderación de mercado.

Especialmente por el accionar de la banca privada, el crédito al sector privado superó, por primera vez desde la crisis, la exposición al sector público

Gráfico IV.8

Activo Neteado del Sistema Financiero



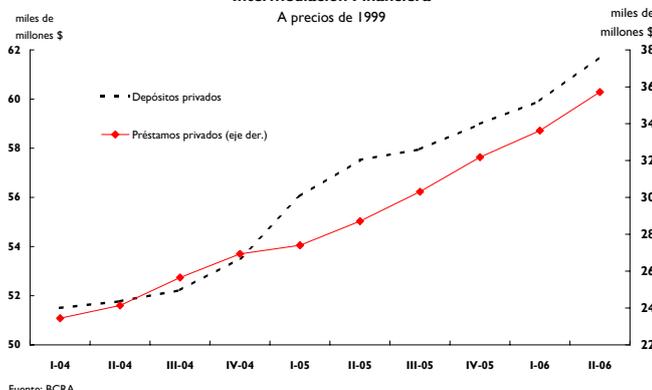
Fuente: BCRA

El activo¹⁵ del sistema financiero creció 7,8% (16%a.) en el primer semestre de 2006, muy por encima del aumento de 2,2% registrado en la segunda parte del año anterior. En términos reales, el crecimiento del activo alcanzó 2,8% (5,6%a.), mientras que en el semestre anterior había reflejado una merma (ver Gráfico IV.8). La consolidación del proceso de reintermediación financiera tradicional quedó reflejado en el sostenido aumento tanto de los depósitos como de los préstamos privados (ver Gráfico IV.9).

El incremento en el activo del sistema financiero estuvo acompañado por una creciente normalización de sus principales componentes. De esta manera, en el primer semestre de 2006, y por primera vez desde la crisis de 2001-2002, los préstamos al sector privado (29,1% del activo neteado, 27,5% del activo total) superaron a la exposición al sector público (28,6% del activo neteado, 27% del activo total) (ver Tabla IV.1). Esto se debió tanto a un significativo incremento en los primeros como a un sostenido descenso en los segundos.

Gráfico IV.9

Intermediación Financiera
A precios de 1999



Fuente: BCRA

La reducción en la exposición de la banca al Gobierno estuvo impulsada por las diversas estrategias seguidas por las entidades para adecuar sus activos, resultando particularmente impulsadas por la normativa implementada por el BCRA. En efecto, las principales medidas tomadas fueron: la gradual convergencia a precios de mercado de los títulos públicos, la entrada en vigencia, a partir de enero de 2006, de un tope máximo de 40% del activo a su exposición individual, pasando a 35% desde julio de 2007 y la homogeneización del requerimiento de capital sobre activos del sector público y del sector privado (ver Apartado 3).

La significativa expansión en los préstamos al sector privado de 18% (40%a.) lideró el incremento del activo del sistema financiero en el semestre. Sin embargo, los bancos privados y públicos han evidenciado un comportamiento dispar. Por un lado, mientras que las entidades financieras privadas aumentaron su saldo de créditos privados en una magnitud superior al incremento de los depósitos privados (con recursos provenientes de la menor exposición al sector público), en los bancos públicos esta aplicación representó menos de la mitad de los nuevos

¹⁵ Activo neteado de las duplicaciones contables generadas por las operaciones de pase, de ventas a término y al contado a liquidar.



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

	Jun-05	Dic-05	Jun-06	Var. saldo 1-06 (%)
Activo	100	100	100	8,1
Activos líquidos	15,3	13,3	15,2	24,0
Títulos del BCRA	9,1	10,1	9,7	4,2
Préstamos al sector privado	23,1	26,7	29,1	17,8
Crédito al sector público	36,6	32,4	28,6	-4,3
Otros Activos	15,8	17,6	17,3	6,4
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100	8,1
Depósitos del sector público	15,5	16,5	17,9	17,8
Depósitos del sector privado	46,2	48,6	49,9	11,1
Obligaciones con el BCRA	11,1	8,1	5,1	-32,8
ON, OS y Líneas del exterior	6,6	6,0	5,5	-1,2
Otros pasivos	8,2	7,8	8,3	14,7
Patrimonio neto	12,3	13,0	13,3	10,5

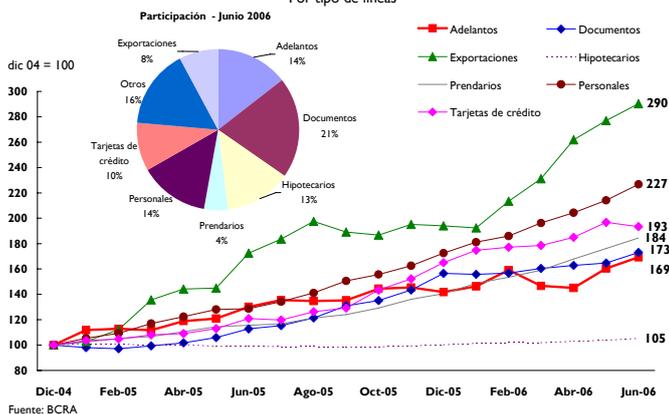
Fuente: BCRA

depósitos privados. La banca oficial canalizó gran parte de sus fondos a la constitución de activos líquidos.

Significativa ampliación de los préstamos a las exportaciones, prendarios y personales

En la primera mitad de 2006 se observó un incremento generalizado en todas las líneas crediticias (ver Gráfico IV.10), en un contexto donde las tasas de interés activas presentaron un comportamiento dispar. Dentro de las líneas crediticias asociadas a las actividades comerciales, se destacó el crecimiento de 49% (\$1.800 millones) de los préstamos para la financiación y pre-financiación de exportaciones (denominados en dólares). Estos créditos están siendo fondeados por las mayores colocaciones en moneda extranjera (ver Gráfico IV.11). Por su parte, los documentos y los adelantos también se incrementaron en el semestre: 19% (\$1.400 millones) y 10% (\$1.600 millones), respectivamente.

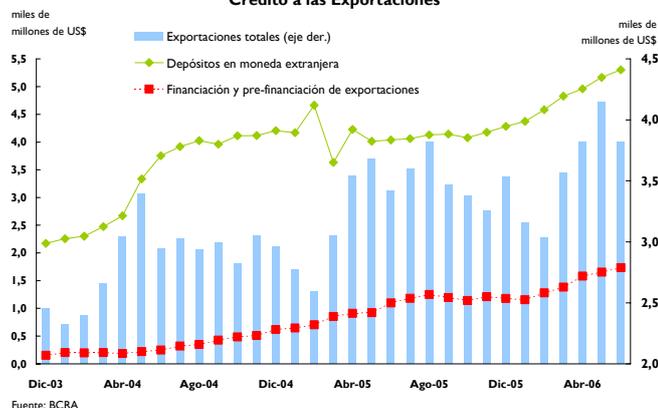
Gráfico IV.10
Préstamos al Sector Privado
Por tipo de líneas



Impulsados por un contexto económico favorable para un mayor endeudamiento de las familias, incluyendo menores tasas de interés activas, los préstamos personales registraron un notorio crecimiento de 31% (\$2.300 millones) en la primera parte de 2006, mientras que el financiamiento mediante tarjetas de crédito aumentó 17% (\$1.000 millones).

Los crecientes niveles de ventas para las firmas y de empleo en la economía, sumados a las favorables expectativas, incentivan a los agentes económicos a incrementar gradualmente su horizonte temporal de planificación. De esta manera, en un escenario de menores tasas de interés, los préstamos prendarios exhibieron un crecimiento de 31% (\$750 millones) en el primer semestre de 2006. Asimismo, se registró un mayor saldo de préstamos hipotecarios, aumentando 5% (\$450 millones), acompañado de un paulatino alargamiento en su plazo de duración (ver Gráfico IV.12). Cabe destacarse que la evolución del crédito hipotecario con posterioridad a la crisis de 2001-2002 resulta alentadora, máxime sí se compara con los desempeños verificados en otras economías que sufrieron situaciones financieras adversas (ver Gráfico IV.13). De cara a los próximos períodos, se espera que continúe profundizándose el crecimiento de los préstamos hipotecarios destinados a las familias, en el marco de una activa y prudente política pro-crédito del BCRA.

Gráfico IV.11
Crédito a las Exportaciones



Activo rol del BCRA para mejorar la profundidad (mayor acceso e intensidad de uso) del sistema financiero, en un contexto de adecuada administración de riesgos

En la primera parte de 2006 el BCRA implementó un conjunto de medidas con el objetivo de incrementar el financiamiento de mediano y largo plazo. Por un lado, a partir de febrero de 2006 los depósitos a la vista en pesos con retribución superior a 75% de la tasa BADLAR, quedaron sujetos a una exigencia de efectivo mínimo de 100%. Asimismo, se incrementó en 2 p.p. el encaje de los depósitos a la vista (de 15% a 17%) y se eliminó su remuneración. Estas medidas favorecen la migración del ahorro constituido en cuentas a la vista hacia depósitos a plazo.



APARTADO 2: DIVERSIFICACIÓN DE LOS MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO: EL *LEASING*

A partir de la consolidación del crecimiento de los préstamos a fines de 2004, se dinamizaron instrumentos crediticios alternativos como el leasing. Este presenta un conjunto de ventajas tanto para las empresas como para los bancos, contribuyendo a la actividad productiva y a mejorar la administración del riesgo de crédito

A nivel internacional el *leasing* financiero constituye un instrumento de financiamiento de considerable desarrollo, especialmente canalizado hacia las PyME¹⁶. Mediante el contrato de *leasing*, el “dador” (principalmente un banco) transfiere la tenencia de determinado bien al “tomador” (una empresa o familia) para su uso económico por un tiempo preestablecido, como contrapartida del pago de un canon de frecuencia periódica, brindándole una opción de compra ante la finalización del contrato. Los bancos, compañías de *leasing*, empresas productoras de equipos y/o proveedores, constituyen las principales instituciones que brindan este tipo de financiamiento. Así, el dador adquiere el bien específico (de acuerdo a las necesidades del tomador), siendo generalmente bienes muebles (autos, maquinarias, computadoras, etc), inmuebles, marcas, patentes y/o *software*.

El desarrollo del mecanismo de *leasing* está ligado a una serie de ventajas para las empresas, especialmente para el segmento PyME:

- se hace foco en el flujo de ingresos generado por el uso del activo y no en la historia crediticia del deudor ni en su disposición de colaterales (en ambos casos, reducidos o inexistentes para las PyME);
- los plazos de financiamiento son prolongados, al estar relacionados con la vida útil del bien;
- permite incorporar bienes que la empresa necesita, sin inmovilizar capital de trabajo;
- presenta menores tasas de interés que los préstamos sin garantía, dado que en caso de no pago del tomador, el dador puede reclamar judicialmente su bien;
- los pagos del canon amortizan parte del valor del activo, existiendo un valor residual finalizado el contrato de *leasing*, por el cual el tomador tiene la posibilidad de adquirir el bien¹⁷;
- permite renovar los equipos de producción de las firmas, posibilitando la utilización de tecnología que mejore su productividad;
- suaviza su flujo de ingresos, contribuyendo a asemejar temporalmente los pagos del canon con los ingresos obtenidos por la utilización del bien;
- se financia la totalidad del valor del bien, incluyendo el pago del Impuesto al Valor Agregado;
- al no contabilizarse como deuda, mejora los índices de endeudamiento de las firmas, sin afectar sus límites crediticios en el sistema financiero;
- beneficios en términos del Impuesto a las Ganancias y no se tributa el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.

Por su parte, las principales ventajas para las instituciones dadoras de estos créditos son:

- separación de la propiedad legal del activo y su uso económico;
- los riesgos existentes sobre el bien (de accidentes o daños) son transferidos al tomador, siendo este último el que debe enfrentar erogaciones por seguros sobre el bien;
- permite un mayor monitoreo sobre la inversión en la cual son destinados los recursos;
- diversificación de las líneas de financiamiento de los bancos.

Con referencia a la separación de la propiedad y el uso del bien, existe evidencia (generalmente en economías con bajos niveles de protección a los acreedores) que los sistemas judiciales tienden a reconocer de forma más rápida la propiedad legal en los contratos de *leasing*. De esta manera, se reduce la pérdida dado el *default* en el caso del *leasing* respecto a una línea de préstamo con garantía, achicando la exposición patrimonial al riesgo crédito para los dadores. Para el caso particular de Argentina, el marco normativo establece específicamente los procedimientos para el desalojo del inmueble¹⁸ o la reintegración del bien, en caso de incumplimiento del pago del canon por parte del tomador. Por su parte, dado que el dador adquiere un bien con un conjunto de especificidades determinadas (compatibles con las necesidades de la empresa tomadora), en caso de terminación del contrato pueden generarse dificultades para la venta posterior del bien o la celebración de un nuevo contrato con el mismo.

El mercado de *leasing* a empresas en Argentina se encuentra principalmente canalizado a través de operaciones directas de los bancos (casi 80% del total), mientras que casi todo el resto está concentrado en dos entidades de *leasing* (propiedad de bancos). Complementariamente, existen otras compañías especializadas en *leasing* de

¹⁶ En Argentina, el *leasing* está profundizándose bajo el marco establecido por la Ley 25.248 de 2000.

¹⁷ Alternativamente, puede dar por concluido el contrato y optar por un nuevo *leasing* de un bien productivo más moderno.

¹⁸ Se establecen procedimientos temporalmente distintos de acuerdo al monto pagado del canon total convenido.



menor tamaño en el mercado. De esta manera, a nivel local el *leasing* bancario casi se triplicó en los últimos dos años, hasta alcanzar aproximadamente un saldo de \$1.800 millones (ver Gráfico A.2.1) (casi \$2.200 millones si se consolida con los dos conglomerados financieros mencionados).

Gráfico A.2.1
Leasing a Empresas

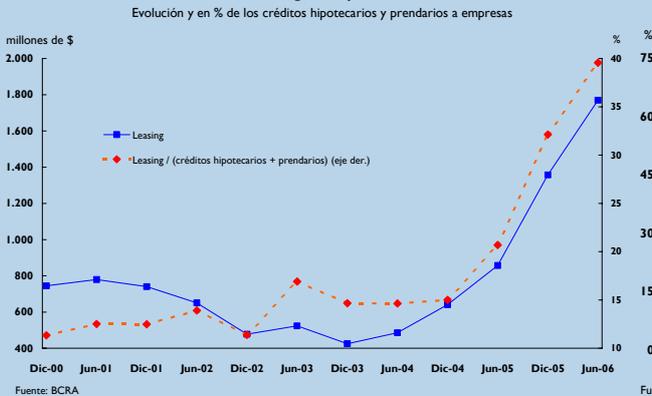
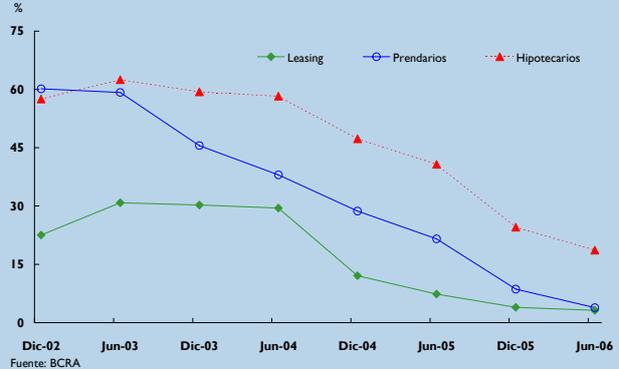


Gráfico A.2.2

Irregularidad
Cartera irregular en % de las financiamientos - Crédito a empresas



En este marco, el *leasing* bancario adquiere una creciente participación en términos de las restantes líneas crediticias a empresas que presentan garantías (hipotecarias y prendarias) hasta alcanzar un monto equivalente a casi 40%, verificando un menor riesgo de cartera ante un escenario de *stress* financiero (ver Gráfico A.2.2). Las principales ramas de la actividad tomadoras de *leasing* son: servicios, producción primaria e industria (ver Gráfico A.2.3), estimándose que más del 80% del saldo total se estaría canalizando a financiamientos PyME (menores de \$2,5 millones) (ver Gráfico A.2.4).

Gráfico A.2.3
Leasing a Empresas por Actividad

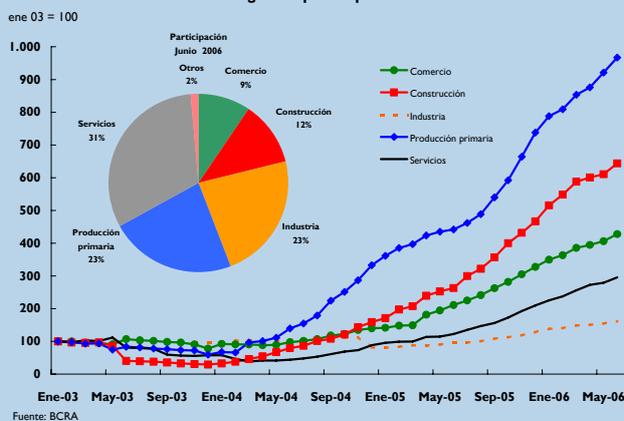


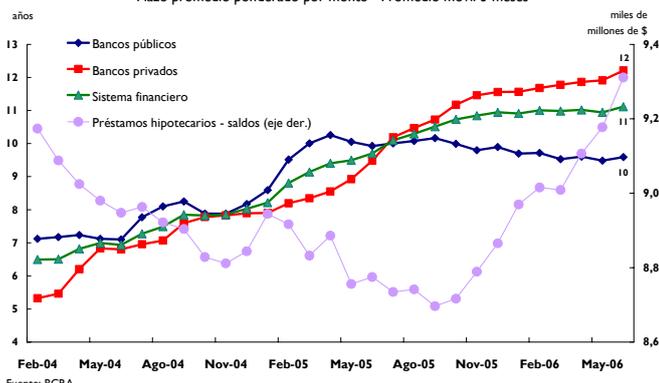
Gráfico A.2.4
Leasing a Empresas por Montos
Junio 2006



La mayor demanda de financiamiento privado local, especialmente de PyME, fomenta el desarrollo y profundización de aquellos instrumentos crediticios alternativos al préstamo bancario, entre los cuales se encuentra el *leasing*. El sostenimiento de un marco normativo adecuado y estable, combinado con un contexto económico en expansión, permitirá continuar fortaleciendo las fuentes de financiamiento empresarial de mediano y largo plazo, diversificando los riesgos bancarios.



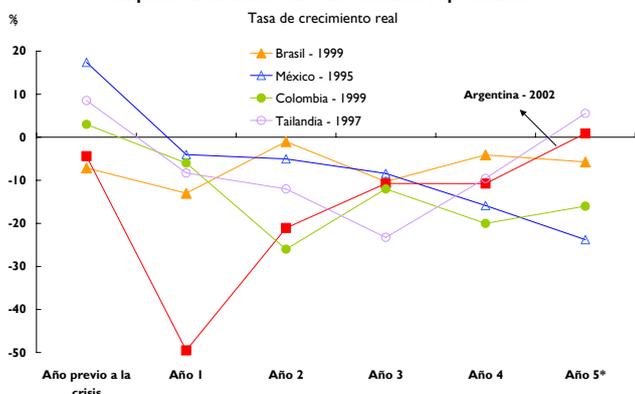
Gráfico IV.12
Préstamos Hipotecarios Otorgados a Familias
Plazo promedio ponderado por monto - Promedio móvil 3 meses



Adicionalmente, se incorporó una nueva modalidad de colocaciones a plazo fijo a tasa de interés variable a 180 días, con un piso de tasa de interés fija.

Las medidas adoptadas por el BCRA durante 2006 también tuvieron como objetivo fomentar el otorgamiento de microcréditos y préstamos hipotecarios. Respecto a los primeros, y contemplando las particularidades que presentan los principales sectores económicos, se amplió la periodicidad de las cuotas de las financiaciones (semanal, quincenal o mensual) permitiendo a los bancos otorgar un período de gracia inicial en el pago de los servicios de capital. Además, se elevó el límite máximo del importe de la cuota a pagar (de \$200 a \$300) con el fin de abarcar una mayor franja poblacional, extendiendo el plazo máximo de financiación (de 24 a 36 meses) y ampliando el monto de financiamiento disponible para obras de infraestructura domiciliaria (de \$3.000 a \$6.000).

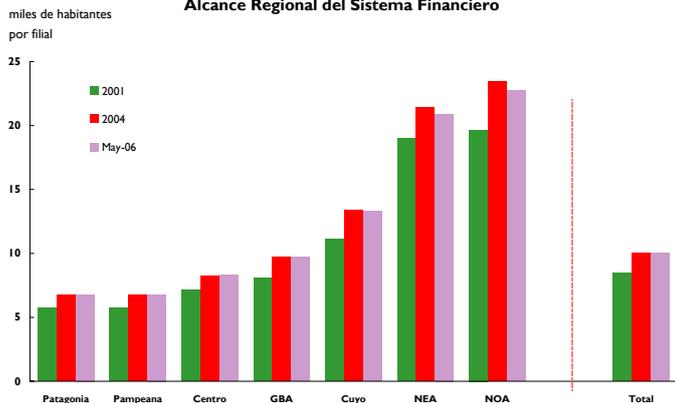
Gráfico IV.13
Impacto de la Crisis sobre los Créditos Hipotecarios
Tasa de crecimiento real



Respecto a los créditos hipotecarios, se destaca la reducción en la exigencia de capital de los bancos para préstamos hipotecarios de hasta \$200.000, pudiéndose financiar 100% de su valor (90% cuando el monto esté entre \$200.000 y \$300.000). Por su parte, la normativa implementada por el BCRA también alienta a los bancos a incorporar en la evaluación de la capacidad de pago de los deudores los recibos de pago de alquiler, los pagos de servicios públicos, entre otros, en línea con la recomendación de implementar sistemas de "screening" y modelos de "credit scoring" para evaluar el otorgamiento de los créditos.

Si bien siempre fue un tema pendiente para el sistema financiero, luego de la crisis 2001-2002 se evidenció una reducción de su alcance regional, tendencia que comenzó a revertirse levemente desde fines de 2004 (ver Gráfico IV.14). En este sentido, las regiones¹⁹ NEA y NOA presentan la menor cobertura por parte del sistema financiero local, con más de 20.000 habitantes por cada sucursal bancaria. Por su parte, las regiones Patagónica y Pampeana presentan el mayor grado de bancarización: en la primera, esta situación se encuentra en parte explicada por la alta concentración poblacional, mientras que en la segunda se debe principalmente el peso de un banco público de magnitud. En este marco, el BCRA viene implementado medidas que tienden a morigerar estas diferencias geográficas (ver Página 63, BEF II-05). Por su parte, tanto las entidades financieras públicas como aquellas privadas tienden a concentrar su accionar en el Gran Buenos Aires y en las regiones Centro y Pampeana (ver Gráfico IV.15), sin embargo las primeras llegan a 917 localidades del país, un 28% más que los bancos privados.

Gráfico IV.14
Alcance Regional del Sistema Financiero



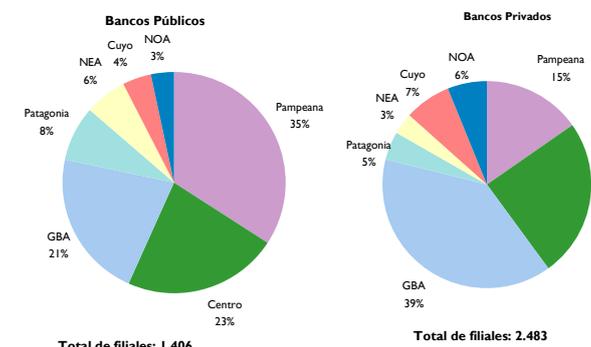
A medida que el pasivo se normaliza, los depósitos a plazo crecen a un ritmo mayor que las colocaciones a la vista

En el primer semestre de 2006 las entidades financieras verificaron una marcada normalización de sus pasivos. En este sentido, los depósitos del sector privado alcanzaron a representar la mitad del pasivo del sistema financiero, creciendo 11%

¹⁹ El criterio utilizado para dividir el territorio argentino en distintas regiones geográficas ha sido el siguiente: Región NOA (Catamarca, Tucumán, Jujuy, Salta y Santiago del Estero), Región NEA (Corrientes, Formosa, Chaco y Misiones), Región Cuyo (Mendoza, San Juan, La Rioja y San Luis), Región Pampeana (Buenos Aires y La Pampa), Región del Centro (Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos) y Región Patagónica (Santa Cruz, Chubut, Río Negro, Neuquen y Tierra del Fuego). La región GBA está conformada por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y los 24 partidos del Gran Buenos Aires.

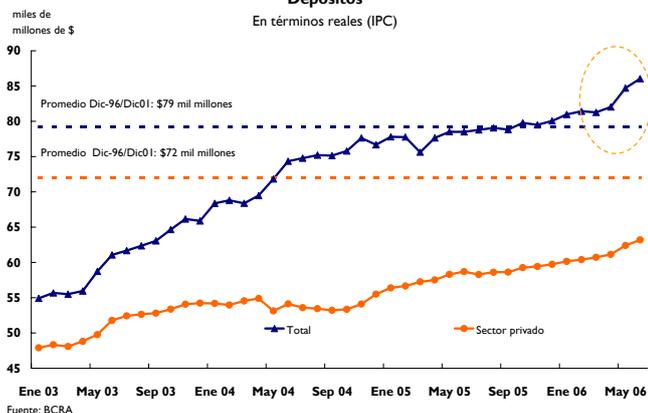


Gráfico IV.15
Cobertura Geográfica por Grupo de Bancos
En % de la cantidad de filiales - Mayo 2006



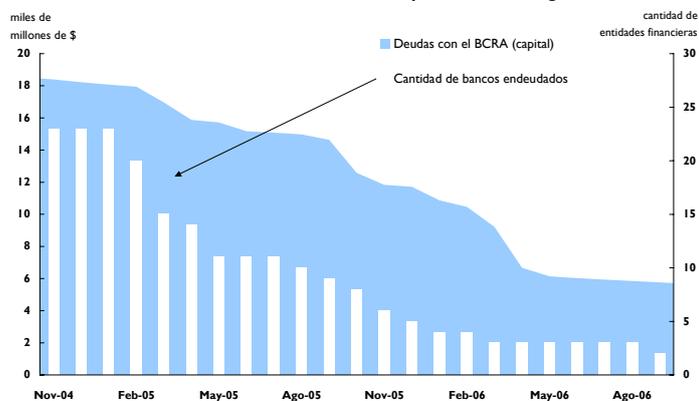
Fuente: BCRA

Gráfico IV.16
Depósitos
En términos reales (IPC)



Fuente: BCRA

Gráfico IV.17
Endeudamiento con el BCRA - Esquema de Matching



Nota: Se considera que aquellos bancos que adelantaron el 100% no solicitarán devolución de esos fondos.
Fuente: BCRA

(23%a.) en el período, acercándose al valor promedio de pre-crisis medido en términos reales (ver Gráfico IV.16). Si se considera a los depósitos totales, se observa que el nivel actual a precios constantes ha superado, por impulso de los depósitos públicos, el promedio registrado en los años previos a la crisis.

En la primera parte de 2006 el aumento de los depósitos a plazo fue de 12,9% (\$5.550 millones), superando al ritmo de expansión de las imposiciones a la vista de 9,9% (\$5.150 millones). Este mayor dinamismo de las colocaciones a plazo estuvo explicado tanto por la normativa impulsada por el BCRA, las favorables perspectivas de la economía como por las mayores tasas de interés ofrecidas. Por otro lado, la disminución en las expectativas de inflación para este año, junto a la existencia de mayores alternativas de inversión, llevaron a que en el semestre descendieran 12% las colocaciones a plazo fijo ajustables por CER.

Si bien el aumento en la madurez del fondeo por depósitos es un elemento relevante para lograr un alargamiento en el plazo de los préstamos, existen otros factores que contribuirían al despegue definitivo del crédito de mediano y largo plazo. En la primera parte de 2006 los instrumentos de financiamiento de largo plazo utilizados por los bancos (ON, OS y líneas comerciales del exterior) sólo presentaron un ligero descenso, mientras que cabe destacarse que en el período una entidad financiera de magnitud realizó una significativa colocación de ON de largo plazo en el exterior. El desarrollo del mercado de capitales será clave para el crecimiento de la madurez de la oferta de crédito (ver Página 24).

Durante 2006 el sistema financiero aceleró su proceso de normalización de pasivos con el BCRA. En efecto, en el marco del esquema comúnmente denominado *matching*, las entidades financieras realizaron erogaciones al BCRA por casi \$6.400 millones entre enero y septiembre, de las cuales 80% correspondió a la pre-cancelación voluntaria de deudas (ver Gráfico IV.17). En este escenario, se remarca que la deuda de las entidades financieras con el BCRA representa sólo 5% del fondeo total de la banca. Complementariamente, de las 24 entidades financieras originalmente endeudadas con el BCRA, sólo dos permanecían con deudas a septiembre de 2006²⁰.

En un contexto de continuidad de las actuales condiciones económicas para los próximos períodos, se espera que el volumen de intermediación financiera siga expandiéndose a un ritmo significativo, incrementado así el nivel de profundidad de la banca. En este sentido, se espera que el crédito destinado al sector privado crezca en forma generalizada, aunque sería la banca privada la principal protagonista de este fenómeno. Por su parte, se proyectan nuevas contracciones en la exposición al sector público de la banca, en línea con los incentivos establecidos por el BCRA. Se prevé que continuará el proceso de normalización del pasivo, con una mayor relevancia de las colocaciones privadas. En este marco, ante el esperado crecimiento de la demanda de financiamiento a mediano y largo plazo, particularmente del sector productivo, la fortaleza de la banca para los próximos períodos estará en gran medida

²⁰ En este análisis, aquellas entidades financieras que adelantaron el 100% de las cuotas se considera como no endeudadas.



relacionada a su capacidad de incrementar la madurez de sus pasivos. En este contexto, el sistema financiero podrá contribuir al logro de un crecimiento económico sustentable en un marco de estabilidad financiera.

V. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

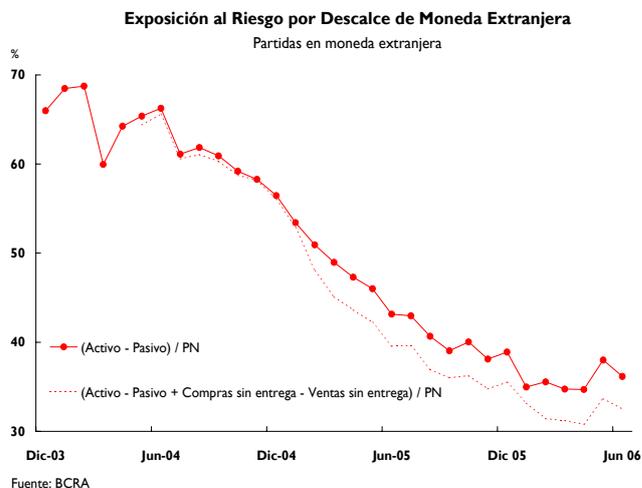
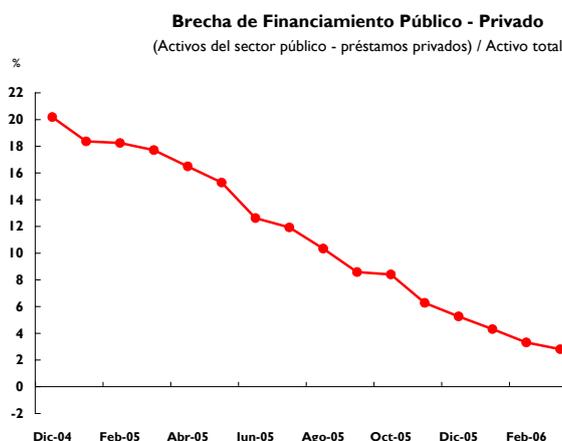
Síntesis

Las entidades financieras continúan fortaleciendo su posición frente a los riesgos vinculados con los efectos de la crisis 2001-2002, manteniendo, en líneas generales, una administración prudente de los nuevos riesgos inherentes a la creciente actividad de intermediación. En efecto, la banca continúa normalizando sus niveles de liquidez, proceso en línea con su creciente flujo de financiamiento al sector privado. Paralelamente, los mercados interfinancieros y de pasivos contra el BCRA continúan profundizándose, brindando alternativas de cobertura frente a la exposición de los bancos a este tipo de riesgo. Para los próximos períodos se espera una mayor profundidad y eficiencia en la operación de estos mercados, a partir de la creciente proporción de depósitos que están siendo canalizados a créditos privados.

A lo largo del primer semestre de 2006 se evidenció una significativa reducción de la exposición patrimonial al riesgo crediticio enfrentado por las entidades financieras. En particular, la exposición de la banca al sector público cayó 3,4 p.p. en el período, hasta 27% del activo total, al tiempo que la solidez de las cuentas fiscales reducen el riesgo de contraparte del Gobierno. La morosidad de la cartera crediticia privada se redujo 2,2 p.p. en el semestre, alcanzando un nivel de 5,4%, mientras que las provisiones superan ampliamente la cartera en mora.

Si bien el sistema financiero mantuvo constante su posición activa en moneda extranjera (la diferencia entre activos y pasivos en dólares alcanza a US\$3.500 millones), la expansión de su capital originó una reducción en su exposición patrimonial al riesgo de moneda (hasta 36%). Esto, combinado con la menor volatilidad del tipo de cambio peso-dólar, refuerza la solidez del sistema financiero frente a este riesgo.

La mayor proporción de tenencia de títulos públicos a precios de mercado y el contexto de mayor volatilidad en la primera parte de 2006, explicaron el aumento observado en el riesgo por activos con cotización de la banca. Dada la metodología de cálculo (según valor a riesgo), estos fenómenos llevaron a un aumento de la exigencia de capital por este tipo de riesgo. Por otro lado, se mantiene el riesgo de tasa de interés real, principalmente por la acelerada cancelación de redescuentos dentro del esquema de matching.





V.1. Riesgo de liquidez

La banca continúa fortaleciendo su cobertura frente al riesgo de liquidez, no obstante a que la expansión del crédito privado reduce el nivel de los indicadores de liquidez puntuales

Los depósitos privados se consolidaron como la principal fuente de fondos del sistema financiero. En el primer semestre de 2006 aumentaron \$11.000 millones (11%), superando, en términos anualizados, a lo registrado durante 2005 (ver Gráfico V.1). En simultáneo a este crecimiento, los bancos están aplicando una proporción de fondos aún mayor al otorgamiento de préstamos privados, provocando la reducción de los activos líquidos. Este proceso, que se acentuó durante los últimos 12 meses (junio 2005-2006), motoriza la tendencia hacia la normalización de los niveles de liquidez bancaria²¹, y configura un elemento necesario para consolidar la actividad tradicional de intermediación y la solvencia de la banca.

A mediados de 2006, los activos líquidos del sistema financiero (efectivo, cuentas corrientes en el BCRA y pases en efectivo contra el BCRA) se ubicaron en 22,4% de los depósitos del sector no financiero (ver Gráfico V.2). El proceso de normalización de la actividad bancaria implicó una reducción interanual de 2,4 p.p. del indicador. Asimismo, al incorporar la tenencia de títulos del BCRA dentro de los activos líquidos, el ratio verifica una contracción de 2,8 p.p. en igual período, finalizando en un nivel de 36,7%.

En línea con la normalización de los indicadores de liquidez y sin descuidar el mantenimiento de un adecuado nivel de cobertura, el sistema financiero está logrando mejoras de eficiencia en sus políticas de administración de la liquidez. A la vez que se verificó un seguimiento sistemático de las exigencias de liquidez en pesos establecidas por el BCRA (ver Gráfico V.3), la banca fue reduciendo gradualmente el margen precautorio entre integración y exigencia de liquidez en pesos y fue disminuyendo sus colocaciones de pases con el BCRA (especialmente las entidades financieras privadas). Lo anterior significó la contracara de la mejora de los niveles de intermediación en un marco de riesgo de liquidez acotado.

El crecimiento del financiamiento en dólares, impulsado por el auge del comercio exterior y las medidas del BCRA que promueven un marco de desarrollo prudente para este mercado, está motorizando la normalización de los indicadores de liquidez en moneda extranjera. Hacia fines de 2004, el sistema financiero constituía activos líquidos en dólares por casi la mitad de los depósitos en dólares (ver Gráfico V.4). Este exceso de dólares se fue reduciendo hasta llegar, hacia mediados de 2006, a 20% de los depósitos en la misma moneda.

Los mercados interfinancieros continúan profundizándose, promoviendo una mayor eficiencia en la administración de la liquidez bancaria

En la primer parte de 2006, las entidades bancarias acentuaron la utilización de los mercados de liquidez interfinanciera. Las

Gráfico V.1
Ingreso y Aplicación de Fondos por Depósitos y Préstamos
Depósitos y préstamos al sector privado

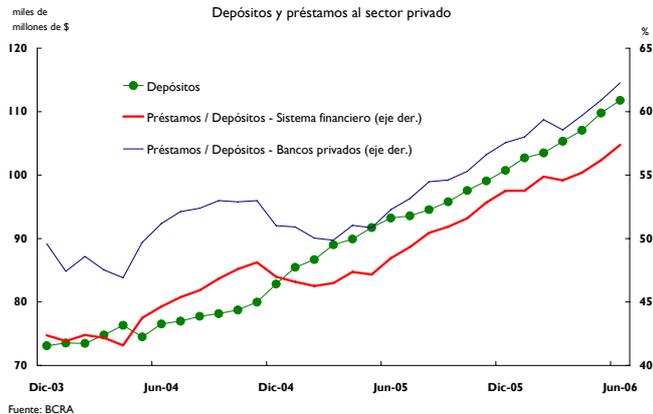


Gráfico V.2
Cobertura al Riesgo de Liquidez
Activos líquidos en % de los depósitos del sector no financiero

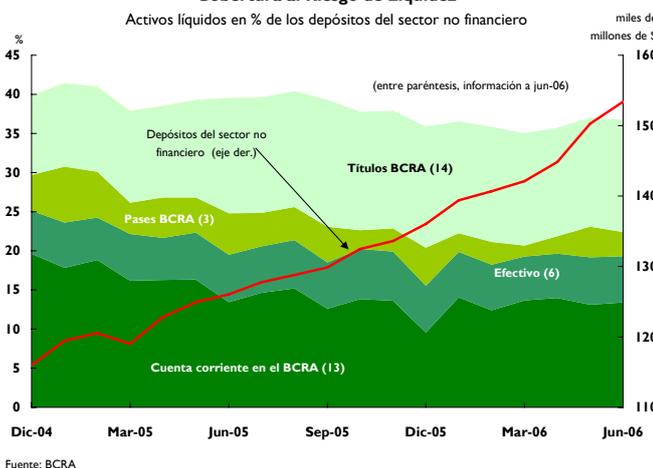
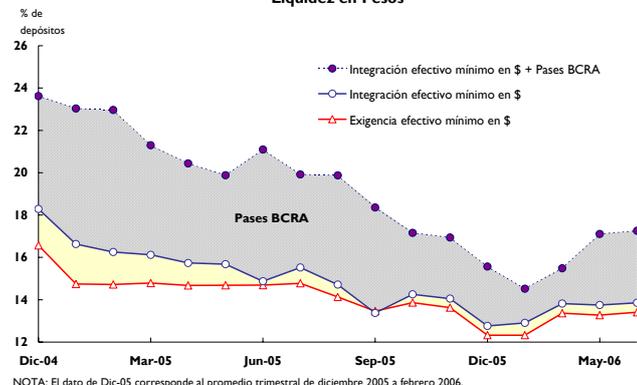


Gráfico V.3
Liquidez en Pesos



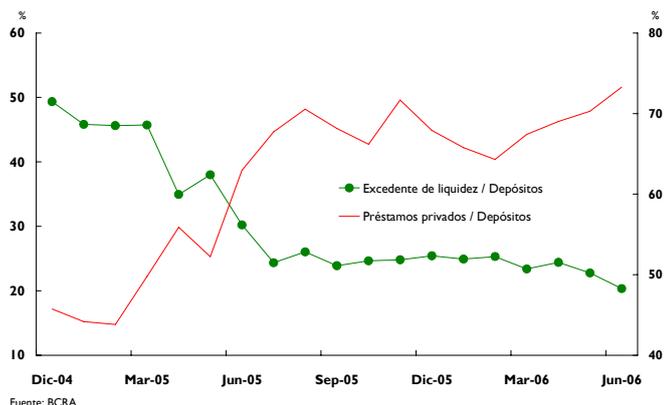
NOTA: El dato de Dic-05 corresponde al promedio trimestral de diciembre 2005 a febrero 2006.

Fuente: BCRA

²¹ Para una comparación internacional de los niveles de reservas líquidas ver BEF I-06, página 46.



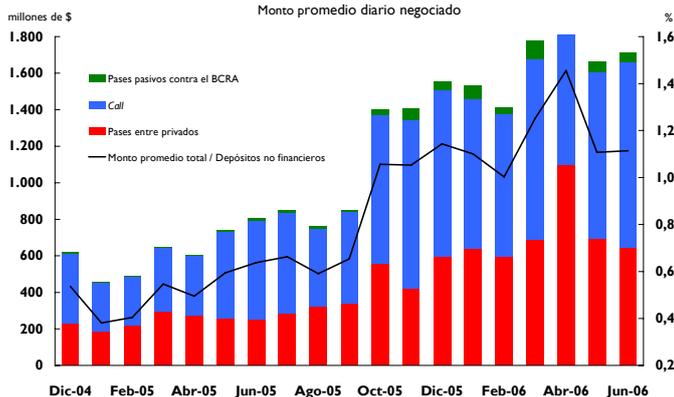
Gráfico V.4
Liquidez en Dólares



operaciones de pases entre entidades financieras se triplicaron respecto al mismo período del año anterior, mientras que los montos operados de *call* crecieron casi 150% en el mismo lapso (ver Gráfico V.5). Asimismo, si bien con montos reducidos, hacia los primeros meses de 2006 comenzaron a observarse operaciones de pases pasivos contra el BCRA. Así, los montos operados en los mercados interfinancieros profundizaron su relevancia en términos de los depósitos, pasando de un promedio semestral de 0,5% en la primera parte de 2005 a 1,2% en el mismo período de 2006.

En sintonía con un escenario caracterizado por los aumentos en las tasas de interés por pases del BCRA, el notable vuelco de fondos al financiamiento privado y la mayor demanda de liquidez interfinanciera, las tasas de interés registraron una senda de gradual crecimiento (ver Gráfico V.6). Estas subas en las tasas de interés por depósitos a plazo fijo se suman a las políticas implementadas por el BCRA para incentivar la ampliación de la madurez de los pasivos del sistema financiero y, así, dar impulso al crédito de mediano y largo plazo.

Gráfico V.5
Mercados de Liquidez Interfinanciera
Monto promedio diario negociado

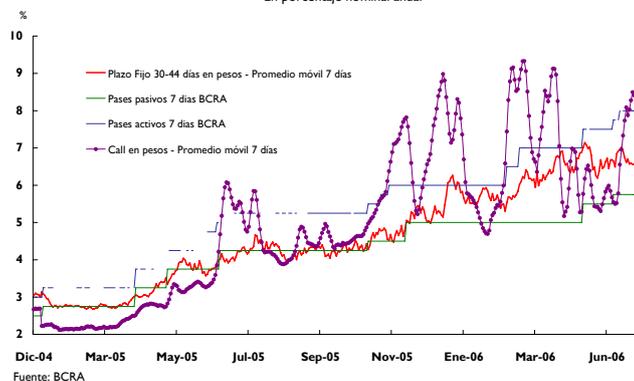


Adicionalmente a los mercados de liquidez interfinancieros, la cobertura frente al riesgo de liquidez de la banca se ve fortalecida por el gradual, pero continuo, desarrollo del mercado de capitales local. Este fenómeno se ve especialmente impulsado por la mejora en la liquidez de los títulos públicos con cotización en cartera bancaria y el crecimiento de la securitización de activos (ver Páginas 22 y 25).

Se estima que en la segunda parte de 2006 los niveles de liquidez seguirán normalizándose y se fortalecerán los mecanismos de cobertura

Para el segundo semestre de 2006 se espera que continúe la tendencia positiva que viene mostrando la cobertura frente al riesgo de liquidez. Se estima que la banca seguirá financiando la actividad productiva y el consumo privado, aplicando una mayor proporción de depósitos a préstamos, especialmente en el mercado de crédito en moneda extranjera.

Gráfico V.6
Tasas de Interés
En porcentaje nominal anual



En esta línea, es esperable que se intensifique la utilización de instrumentos de mercado. En primer lugar, se verán directamente influenciados los mercados de liquidez interfinanciera con un incremento en la demanda por liquidez. En segundo lugar, podría haber un mayor interés de las entidades financieras en profundizar el mercado local de renta fija y la actividad de *trading*. Por último, la posibilidad de descargar activos en la forma de fideicomisos financieros podría ser otra de las opciones del sistema financiero para lograr una mayor liquidez en sus carteras.

Por último, la solidez de la cobertura de la banca frente al riesgo de liquidez continuará siendo fortalecida por la recuperada función de prestamista de última instancia por parte del BCRA. Si bien basado en pautas pre-establecidas y de manera consistente con el Programa Monetario vigente, la posibilidad de acceder a fondos del BCRA en caso de problemas de liquidez individuales cierra el circuito de cobertura frente al riesgo de liquidez.



V.2. Riesgo de crédito

V.2.1. Sector público²²

Incentivado por la normativa del BCRA y la solidez de las cuentas fiscales, el sistema financiero se fortalece frente al riesgo de crédito del sector público

En el primer semestre de 2006 se registró un notorio descenso en la exposición de la banca al sector público. En este sentido, el crédito al Gobierno en proporción de los activos totales del sistema financiero se ubicó en 27% (28,6% del activo neteado) a mediados de este año, registrando una caída de 3,4 p.p. y 7,3 p.p. en los últimos seis y doce meses, respectivamente (ver Gráfico V.7). La reducción en la exposición al sector público de los bancos privados durante la primera parte de 2006 fue de 4 p.p. hasta 24,1% del activo total (25,2% del activo neteado), acumulando una caída superior a 9 p.p. en los últimos doce meses. Este acelerado proceso de reducción en la exposición al sector público estuvo particularmente impulsado por el marco normativo del BCRA (ver Apartado 3).

La fuerte caída en la exposición al Gobierno también estuvo acompañada de un menor riesgo de crédito del sector público, dada la solidez de las cuentas fiscales en el primer semestre de 2006. De esta manera, el notorio crecimiento de la recaudación tributaria nacional, en un marco donde se mantiene la situación superavitaria, permiten sostener la sólida capacidad de pago del Gobierno (ver Página 28).

Se espera que se acentúe la solidez del sistema financiero frente al riesgo del gobierno

La exposición de la banca al sector público continuará contrayéndose en lo que resta de 2006. Esto estaría explicado tanto por las estrategias de los bancos (principalmente privados) de alcanzar un menor *stock* de activos del sector público en cartera como por los efectos de la normativa del BCRA. Por un lado, en un escenario de mayores niveles de empleo, salarios y perspectivas para la actividad productiva, los bancos tendrían incentivos para fomentar los préstamos al sector privado, en detrimento del financiamiento al sector público. Por otro lado, las entidades financieras continuarán encuadrándose en el marco regulatorio que determina límites cada vez más exigentes en la exposición individual al Gobierno. Finalmente, se espera que el elevado superávit fiscal proyectado para lo que resta del año, en un escenario internacional favorable para las economías emergentes, continúe afectando positivamente la cotización de los títulos públicos y, en consecuencia, la calidad de los activos de las entidades financieras²³ (ver Gráfico V.8).

Por su parte, en un contexto donde estarían prácticamente satisfechas las necesidades de financiamiento del Gobierno para 2006, se proyecta que el sector público seguirá presentando una sólida posición financiera. Estos desarrollos estarán facilitados

Gráfico V.7
Exposición al Sector Público del Sistema Financiero
Como % de los activos totales- Promedio móvil 3 meses

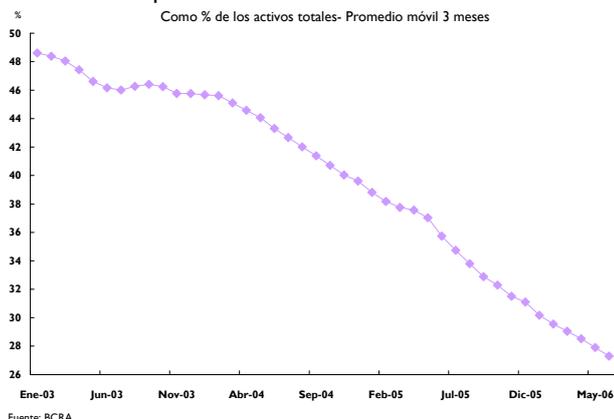


Gráfico V.8
Valuación de Activos del Sector Público
Tasa de descuento de mercado vs. Com. "A" 3911

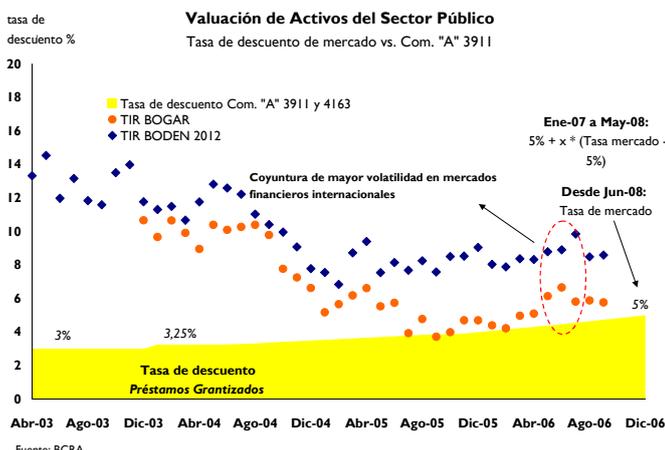
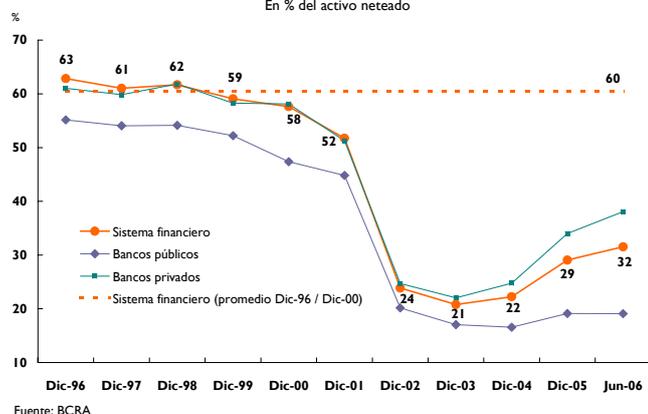


Gráfico V.9
Financiamiento al Sector Privado No Financiero
En % del activo neteado



²² El concepto de crédito al sector público utilizado en el BEF (ver definición en el Glosario) excluye la tenencia de títulos valores emitidos por el BCRA.

²³ Com. "A" 3911 y modificatorias.



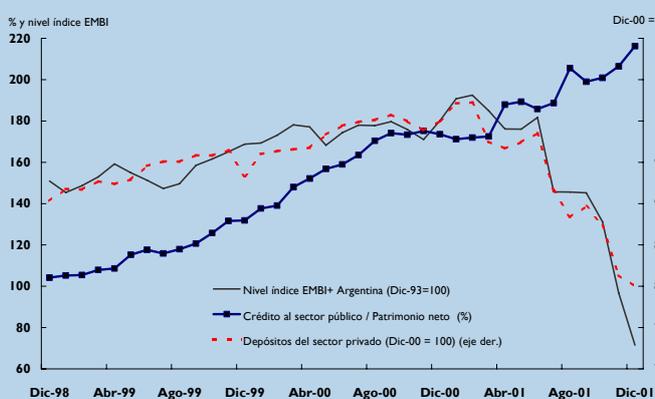
APARTADO 3: SE CONSOLIDA LA REDUCCIÓN EN LA EXPOSICIÓN AL SECTOR PÚBLICO

La exposición del sistema financiero al sector público había acelerado su crecimiento con motivo de la crisis 2001-2002, llegando a superar la mitad de su activo. Sin embargo, esta tendencia comenzó a revertirse, consolidando un marcado camino descendente a partir de fines de 2004. Actualmente se recogen los beneficios de la activa estrategia instrumentada por el BCRA para reducir esta exposición, alentando a construir un sistema financiero con mayores grados de libertad frente a los requerimientos financieros del sector público

La evolución de la economía local en la segunda mitad de la década pasada estuvo particularmente influenciada por una sucesión de shocks externos de envergadura, con una política económica y un arreglo cambiario poco propicios para enfrentarlos. Así, durante ese período la exposición de la banca al sector público comenzó a tomar mayor magnitud en un contexto de creciente vulnerabilidad tanto en las cuentas públicas como en las externas (ver Gráfico A.3.1). Esta situación estuvo incentivada por el marco regulatorio bancario, en el cuál no se establecía un límite máximo al financiamiento al sector público y se requería una integración de capital relativamente menor sobre estos activos, sesgando la dirección del crédito hacia el *crowding-out* del sector privado.

Gráfico A.3.1

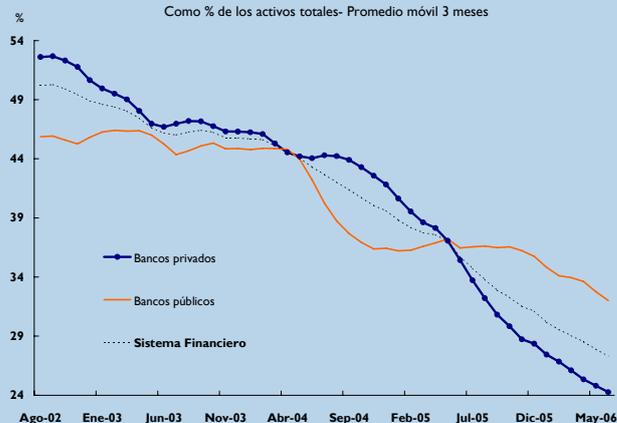
Exposición del Sistema Financiero al Riesgo del Sector Público



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del MECON.

Gráfico A.3.2

Exposición al Sector Público por Grupo de Bancos
Como % de los activos totales- Promedio móvil 3 meses



Fuente: BCRA

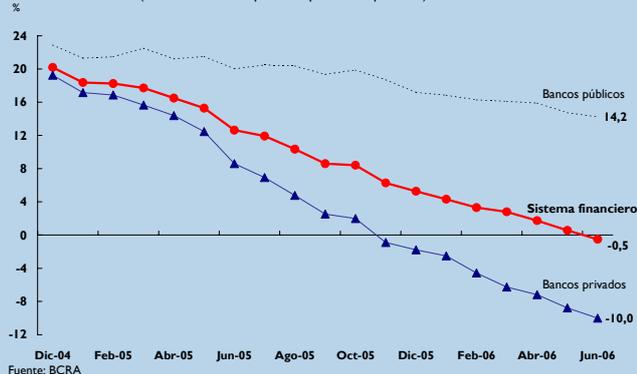
A partir de los incentivos provistos por el BCRA, comenzó un proceso de caída en la exposición de la banca al Gobierno y de crecimiento del financiamiento al sector privado, patrón que se aceleró en los últimos dos años. En efecto, se evidenció una caída de 13 p.p. en la exposición de las entidades financieras al riesgo del sector público desde fines de 2004, ubicándose en un nivel de 27% a junio de 2006 (ver Gráfico A.3.2). La tendencia decreciente estuvo particularmente liderada por los bancos privados aunque la banca pública también acompañó en el proceso. Este comportamiento se debió principalmente a la venta de títulos y préstamos públicos (incluyendo la constitución de fideicomisos financieros con estos activos como subyacente). La reducción de la exposición al sector público del sistema financiero, sumada a la marcada expansión del crédito al sector privado que tuvo lugar, principalmente a partir de 2005, llevó a que al cierre del semestre, y por primera vez desde la crisis de 2001-2002, los créditos privados superen a la exposición al sector público (ver Gráfico A.3.3), fenómeno que entre las entidades financieras privadas se observó desde fines de 2005.

Para lograr esta readecuación en la exposición al sector público de los bancos, el BCRA impulsó un conjunto de cambios normativos con el objetivo de sentar bases sólidas para un saludable desarrollo de la banca en el mediano y largo plazo. Entre las medidas dispuestas se destacan: establecimiento de un cronograma de tasas de interés de descuento para los títulos públicos en cartera de los bancos con el objetivo de acercar su valuación a los precios de mercado, establecimiento de un techo de 40% del activo total en la exposición individual al riesgo del sector público (a partir de 2006), límite que fue recientemente reducido hasta 35% desde julio de 2007, e implementación de límites máximos de financiamiento (en términos del patrimonio) según el nivel de Gobierno (Nacional, Provincial y Municipal). Asimismo, se homogeneizó la exigencia de capital sobre la tenencia de activos del sector público con la del sector privado (con un cronograma de adecuación hasta 2009), se estableció un margen para *trading* en la tenencia de estos títulos para impulsar su habitual negociación (con efecto directo sobre la profundización del mercado de capitales) y se impulsó un amplio marco de medidas que pusieron énfasis en lograr un sólido crecimiento del crédito al sector privado.



Gráfico A.3.3

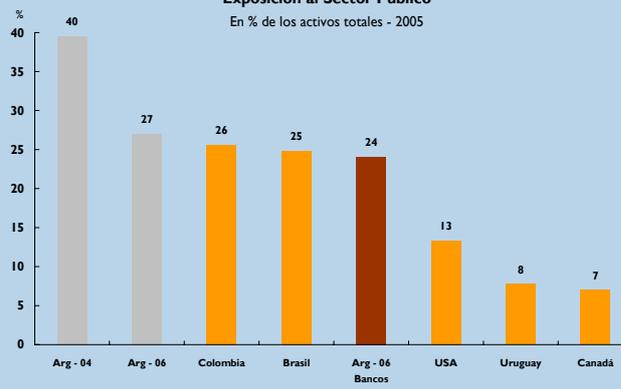
Brecha de Financiamiento Público - Privado
(Activos del sector público - préstamos privados) / Activo total



Fuente: BCRA

Gráfico A.3.4

Exposición al Sector Público
En % de los activos totales - 2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Superintendencias y Bancos Centrales

En este contexto, esta sostenida caída en la exposición del sistema financiero al Gobierno (ver Gráfico A.3.4), que se prevé se sostendrá en el mediano plazo, presenta significativos beneficios para la actividad de intermediación financiera. Por un lado, y como eje principal, permite liberar recursos para ser destinados a continuar incrementando el financiamiento bancario al sector privado (actualmente en torno a 10% del PIB), recursos que permitirán sostener la expansión de la actividad económica. Complementariamente, la gradual reducción en el descalce patrimonial de plazos en la banca (los títulos públicos en cartera bancaria presentan elevada madurez) ayuda a consolidar un financiamiento privado de mayor plazo. Como resultado, las modificaciones normativas impulsadas por el BCRA ayudan a generar un contexto que permite revertir el *crowding-out* del financiamiento privado, al tiempo que contribuye a diversificar la cartera de los bancos, alentando la autonomía del sistema financiero y de la política monetaria en relación al sector público.



por la continuidad del robusto crecimiento económico local y del contexto internacional favorable.

V.2.2. Sector privado

El mercado incremento de las financiaciones al sector privado se dio en un escenario de riesgo de crédito decreciente

Si bien en el primer semestre de 2006 el sistema financiero incrementó su exposición al sector privado, logró fortalecer su posición frente al riesgo de contraparte de este sector. Esto se debió a factores asociados tanto a la demanda como a la oferta de préstamos. En este sentido, las familias y las empresas expandieron sus requerimientos de financiamiento en un contexto de mayor solidez financiera, explicada por mayores ingresos, expansión de la actividad económica y bajo nivel de endeudamiento (ver Páginas 29 y 34). Por su parte, las entidades financieras incrementaron en forma prudente su oferta de fondos, en un marco de paulatino descenso en las financiaciones clasificadas como irregulares²⁴ (en situaciones 3 a 6).

El robusto crecimiento en las financiaciones destinadas a las familias y a las empresas en el período, generó una expansión en la exposición del sistema financiero al riesgo de crédito privado. Así, el financiamiento al sector privado alcanzó un nivel de 29% del activo total (32% del activo neteado), casi 3 p.p. más que en la segunda parte de 2005 (ver Gráfico V.9). La mayor exposición de la banca estuvo principalmente liderada por los bancos privados, ya que las entidades financieras oficiales mantuvieron estable su nivel de exposición en el período.

En la primera parte de 2006 la irregularidad de la cartera crediticia destinada al sector privado continuó acentuando su tendencia decreciente, registrando valores históricamente bajos y convergiendo hacia niveles de morosidad de otros países de la región (ver Página 14). En particular, el ratio de irregularidad descendió 2,2 p.p. en el primer semestre de 2006 hasta un nivel de 5,4%, alcanzando el valor más bajo de los últimos diez años (ver Gráfico V.10). La mejora en la calidad de cartera estuvo principalmente explicada por la caída de 4 p.p. en el ratio de irregularidad de la banca pública (hasta 7,2%), mientras que en las entidades financieras privadas el descenso fue de 1,5 p.p. (alcanzando 4,8%). Esta mejora en la banca privada estuvo particularmente explicada por los bancos minoristas de alcance nacional y aquellos regionales.

Mientras que el saldo de financiaciones irregulares se redujo 17% en la primera parte de 2006, las financiaciones totales aumentaron en igual proporción. Desde una perspectiva anual, la caída de las financiaciones irregulares (42%) fue ligeramente superior a la expansión del total de las mismas (40%), dando una clara señal del fortalecimiento de la posición financiera de los agentes privados.

Gráfico V.10
Irregularidad del Crédito al Sector Privado
Cartera irregular / Financiaciones

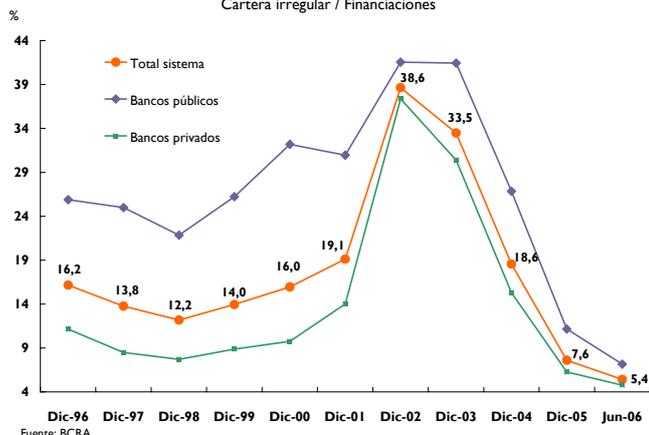


Tabla V.1
Matriz de Transición Diciembre 2005 / Junio 2006
Porcentajes en base financiaciones al sector privado no financiero

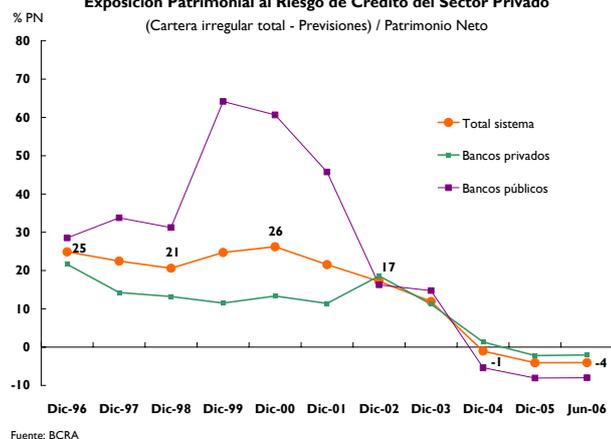
		Junio de 2006								TOTAL
		1	2.a	2.b	3	4	5	6	Cance- lación (%)	
Diciembre de 2005	1	92,6	1,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,0	5,5	88,6
	2.a	27,5	52,6	2,7	7,2	5,6	0,6	0,0	3,7	2,6
	2.b	5,0	0,1	92,8	0,8	0,0	0,4	0,0	0,8	0,9
	3	8,8	17,9	0,0	50,2	12,9	5,6	0,0	4,5	2,1
	4	4,1	1,5	0,0	1,7	60,8	24,0	0,3	7,5	2,2
	5	2,8	0,3	0,0	0,4	0,8	55,2	0,0	40,5	3,4
	6	11,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,7	65,7	21,9	0,2
TOTAL		83,2	2,7	0,9	1,7	2,0	2,6	0,2	6,7	100,0

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

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

Fuente: BCRA

Gráfico IV.11
Exposición Patrimonial al Riesgo de Crédito del Sector Privado
(Cartera irregular total - Previsiones) / Patrimonio Neto

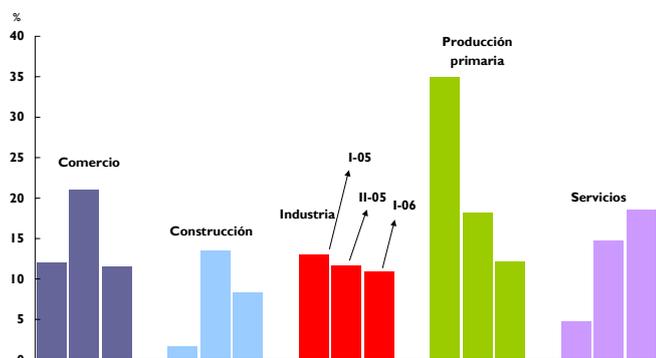


Fuente: BCRA

²⁴ El concepto de financiaciones incluye préstamos (sin descontar provisiones), otros créditos por intermediación financiera, bienes en locación financiera y créditos diversos vinculados a la venta de activos inmovilizados (ver texto ordenado de Clasificación de Deudores disponible en www.bcr.gov.ar).



Gráfico V.12
Variaciones del Financiamiento por Actividad Productiva
Sistema financiero



Fuente: BCRA

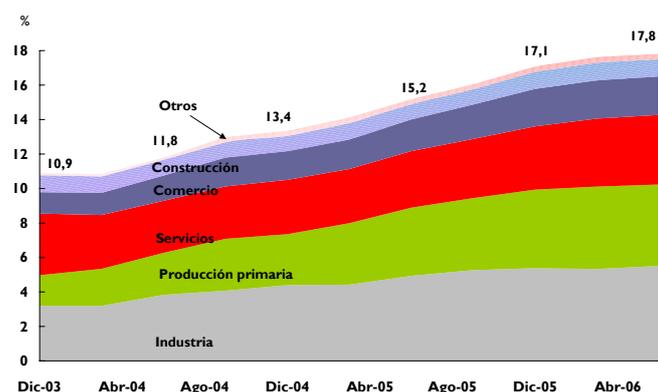
Se registró una notable estabilidad en la clasificación de los deudores: 95% conservó su clasificación²⁵, 1,8% mejoró (\$950 millones), mientras que 3,2% (\$1.700 millones) de los créditos empeoraron su clasificación. Con relación a las financiaciones de mejor calidad (en situación 1) durante el semestre se registró un ligero empeoramiento: 1,9% sufrió una disminución en su clasificación (ver Tabla V.1). Por último, la proporción de financiaciones que se encontraban en situación irregular a fines de 2005 y pasaron a ser regulares a mediados de 2006 (10%) fue mayor a la registrada en la dirección inversa (7%).

La percepción de un menor riesgo de crédito privado impulsó una reducción de 11% en el provisionamiento, dejando en niveles estables la exposición patrimonial al riesgo de crédito (ver Gráfico V.11). Asimismo, a esta dinámica contribuyeron el significativo descenso en las financiaciones irregulares y el incremento del patrimonio neto del sistema financiero.

Se espera que continúe el aumento de la exposición al sector privado en un marco de menor riesgo de crédito

Si bien la participación del financiamiento a empresas y familias en el activo bancario aún sólo representa algo más de la mitad de los valores promedio de pre-crisis, de cara a los próximos períodos se prevé que el sistema financiero continuará incrementando paulatinamente su exposición al sector privado, en un marco de riesgo de crédito descendente. Estos desarrollos seguirán siendo estimulados por la política pro-crédito implementada por el BCRA.

Gráfico V.13
Exposición a los Sectores Productivos
Financiamiento a empresas en % del activo neteado



Fuente: BCRA

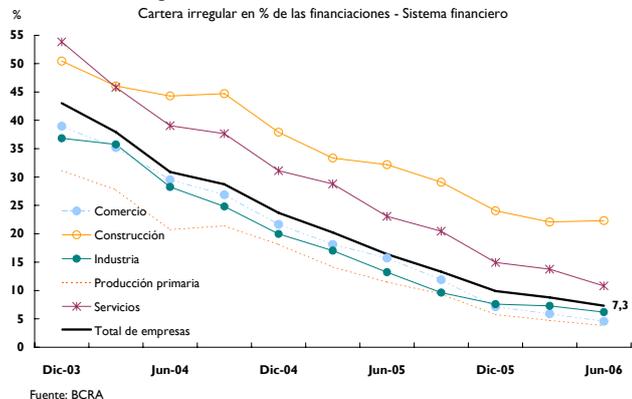
Finalmente, en un escenario de continuidad de las favorables condiciones locales e internacionales, para lo que resta de 2006 se prevé un descenso en los niveles de morosidad. En particular, si bien se estima que el ratio de irregularidad continuará disminuyendo, dada la mejora observada en los últimos años el ritmo de caída sería menor al registrado en los últimos períodos, convergiendo hacia valores acordes a los registrados en otros sistemas financieros de la región.

Empresas

Fortalecimiento del sistema financiero frente al riesgo de crédito de las empresas

En el primer semestre de 2006, impulsados por mayores niveles de producción y una sólida posición financiera de las firmas, la banca se robusteció frente al riesgo de contraparte de las empresas. En este contexto, si bien la expansión de las financiaciones destinadas a las empresas (13%) fue generalizada en todos los sectores, estuvo liderada por los servicios (19%), seguidos de la producción primaria (12%) y la industria (11%) (ver Gráfico V.12). Por su parte, si bien el financiamiento bancario canalizado a estos últimos dos sectores alcanza casi 60% de los recursos destinados a empresas, el sector servicios fue el único que logró incrementar su ponderación en el período (1,1 p.p.) hasta alcanzar 23% de los mismos.

Gráfico V.14
Irregularidad del Crédito a los Sectores Productivos
Cartera irregular en % de las financiaciones - Sistema financiero

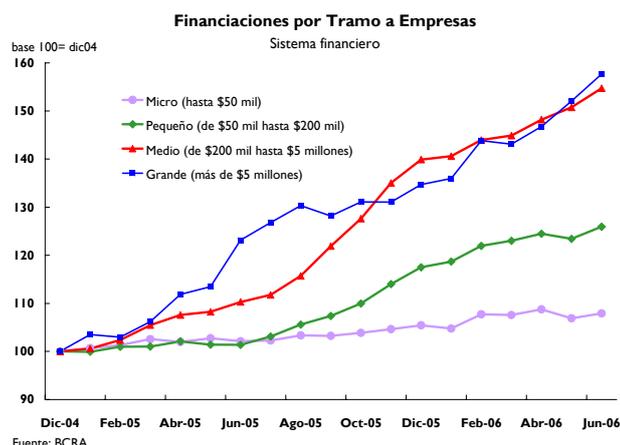


Fuente: BCRA

²⁵ Este valor surge de calcular el porcentaje de las financiaciones otorgadas que conservaron su clasificación respecto a las financiaciones totales (netas de cancelaciones).



Gráfico V.15



Estos movimientos generaron un aumento en la exposición de la banca al riesgo de crédito de las empresas (creció 0,7 p.p. hasta 17,8% del activo). La industria y el sector servicios fueron los sectores que explicaron principalmente este incremento (ver Gráfico V.13). En efecto, la destacada *performance* de estos sectores (altos niveles de producción junto a holgados márgenes de rentabilidad y bajo endeudamiento) proyectan para los próximos períodos un riesgo de crédito descendente.

El aumento del saldo total de financiaciones destinadas a las empresas se dio en un contexto de reducción en su morosidad: cayó 2,6 p.p. hasta 7,3% (ver Gráfico V.14). Si bien la mejora en la calidad de cartera se observó en todos los sectores, los servicios lideraron dicho movimiento (su ratio de irregularidad pasó de 14,9% a 10,8%). También fueron significativos los avances logrados en la calidad de cartera de las financiaciones destinadas a la producción primaria y al comercio.

Se consolida la homogeneidad de los niveles de irregularidad de las financiaciones por tamaño del deudor

En la primera mitad de 2006 las financiaciones mayores a \$200 mil explicaron casi la totalidad del aumento en el saldo de créditos a empresas. Las líneas mayores a \$5 millones (asociadas principalmente a grandes firmas) y entre \$200 mil y \$5 millones (medianas) registraron crecimientos destacados (ver Gráfico V.15). Las financiaciones comprendidas entre \$50 mil y \$200 mil (pequeñas) y aquellas menores de \$50 mil (micro-empresarios) se expandieron a un ritmo más moderado en el período. Si bien el saldo de financiaciones a micro-empresarios alcanza sólo una participación de 6%, la cantidad de estos deudores representa casi 90% del total.

Consistente con un contexto económico favorable, se encuentra cierta homogeneidad entre la calidad de cartera por tamaño del deudor, convergiendo hacia 7% de irregularidad. Las financiaciones de empresas pequeñas y de micro-empresarios fueron las que verificaron los mayores descensos en su irregularidad (4,7 y 3,7 p.p., hasta niveles de 7,4% y 7% respectivamente) en el período. Las financiaciones de grandes empresas redujeron 2 p.p. su morosidad en el período, hasta un ratio de 7% (ver Gráfico V.16).

Gráfico V.16

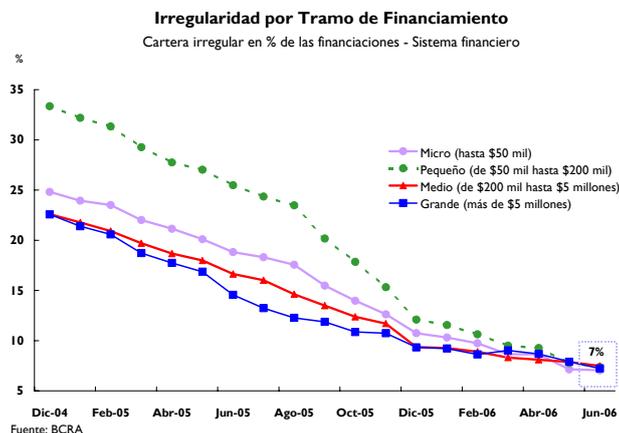
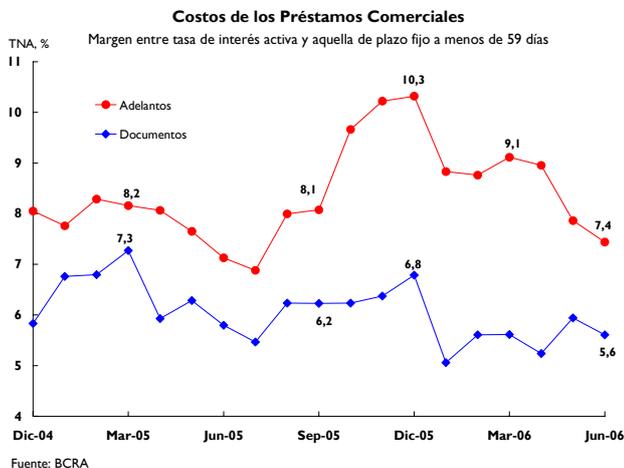


Gráfico V.17

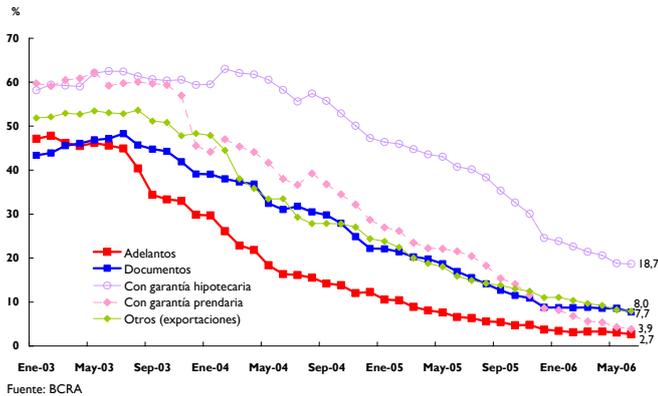


Los menores spreads e irregularidad muestran una caída en el riesgo de crédito de las firmas

El incremento de las financiaciones estuvo en línea con un escenario de menor riesgo de crédito, reflejado en el descenso de los niveles de morosidad y en el menor costo de financiamiento de las firmas (ver Gráfico V.17). En este sentido, las líneas que más se expandieron en la primera parte de 2006 fueron las que, a su vez, presentaron notorios recortes en sus niveles de morosidad. En particular, las líneas a las exportaciones redujeron su irregularidad 3 p.p. hasta 8%, mientras que los adelantos en cuenta corriente contrajeron su irregularidad 1 p.p., alcanzando niveles históricamente bajos (2,7%) (ver Gráfico V.18). Asimismo, mejoró notablemente la calidad de cartera de las líneas con garantía prendaria e hipotecaria: las primeras disminuyeron su irregularidad 4,8 p.p. hasta 3,9%, mientras que las segundas redujeron su morosidad 6 p.p. hasta 18,7%.



Gráfico V.18
Irregularidad del Crédito a las Empresas por Tipo de Línea
Cartera irregular en % de las financiamientos - Sistema financiero



Fuente: BCRA

Las empresas estiman una mayor utilización del financiamiento bancario

Para lo que resta de 2006 las firmas prevén continuar incrementando la intensidad de utilización del financiamiento bancario formal, en detrimento del uso de fondos propios y del crédito de proveedores, tendencia que se observa en los últimos dos años (ver Gráfico V.19). De esta manera, las empresas acceden a préstamos que, en líneas generales, presentan mejores condiciones que aquellos contraídos con sus proveedores, al tiempo que evitan retener utilidades para ser destinadas a financiar sus requerimientos de capital de trabajo y de inversión para expandir la capacidad productiva. Complementariamente, y dadas las expectativas de crecimiento, se espera que continúen expandiéndose las financiamientos a los sectores de servicios, industria y comercio.

Familias

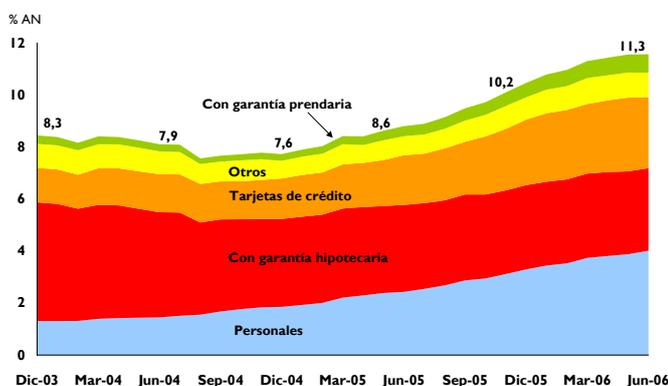
La mayor demanda crediticia de las familias está acompañada de un menor riesgo de contraparte

El incremento en las financiamientos destinadas a las familias (19%) durante el primer semestre de 2006 generó un aumento en la exposición de la banca a su riesgo de crédito (subió 1,1 p.p. hasta 11,3%) (ver Gráfico V.20). Esta mayor exposición (principalmente impulsada por el incremento en los préstamos personales) se dio en un marco de caída en el riesgo de contraparte: menor morosidad (cayó 0,8 p.p. hasta 4%) combinada con una reducción en el *spread* de tasas de interés en líneas de consumo (ver Gráfico V.21).

La mejora en la calidad de cartera estuvo principalmente asociada a los avances registrados en las líneas hipotecarias y prendarias: redujeron su irregularidad 1,7 p.p. y 1,1 p.p. en la primera parte del año, hasta 5,3% y 1,6% respectivamente (ver Gráfico V.22).

Las favorables proyecciones sobre la evolución del consumo privado, junto a los aún bajos niveles de endeudamiento de las familias, plantean un marco propicio para que éstas continúen expandiendo su demanda de financiamiento bancario con un bajo riesgo de repago. Si bien el incremento sería generalizado en todas las líneas crediticias, las recientes medidas de estímulo a los préstamos hipotecarios hacen esperar que los mismos tomen mayor dinamismo. En un escenario de creciente volumen de intermediación financiera, gradualmente mayor plazo de madurez de los depósitos privados y menor riesgo de crédito de las familias, se estima que las entidades financieras incrementarán su oferta de fondos al consumo.

Gráfico V.20
Exposición a las Familias por Tipo de Línea
En % del activo neteado - Sistema financiero



Fuente: BCRA

V.3. Riesgo de tasa de interés

El sistema financiero mantuvo el riesgo por tasa de interés real

Como se viene destacando en los sucesivos BEF, la mitigación de la exposición al riesgo de tasa de interés, en gran parte resultante de los desajustes patrimoniales heredados de la crisis 2001-2002, sigue siendo un tema pendiente. Nuevamente, se



Gráfico V.21

Costo de los Préstamos al Consumo

Margen entre tasa de interés activa y aquella de plazo fijo a menos de 59 días

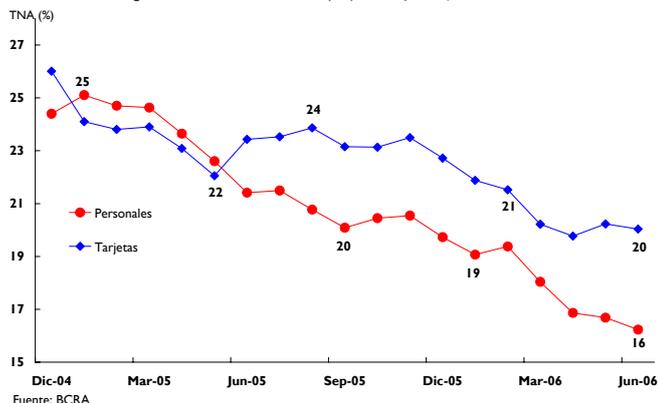


Gráfico V.22

Irregularidad del Crédito a las Familias por Tipo de Línea

Cartera irregular en % de las financiaciones - Sistema financiero

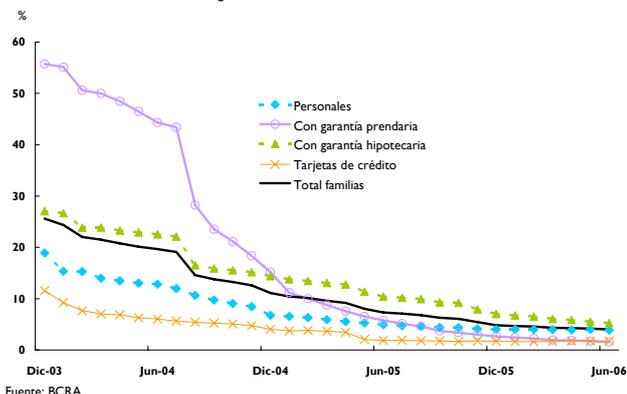
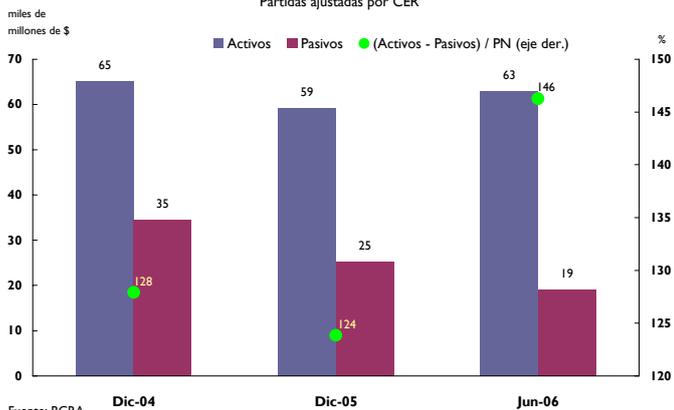


Gráfico V.23

Descalce Patrimonial de CER

Partidas ajustadas por CER



hace foco sobre el riesgo de tasa de interés real²⁶, generado por el descalce patrimonial de partidas (a tasa de interés fija) ajustadas por CER. En este caso, durante la primer parte de 2006, la banca incrementó su exposición al riesgo de tasa de interés real: el descalce de CER alcanzó casi \$44 mil millones, 146% del patrimonio neto (ver Gráfico V.23).

Los ajustes de capital derivados de la evolución positiva del CER (ver Gráfico V.24) y la cancelación de redescuentos dentro del esquema del *matching* condujeron este proceso. A su vez, la expansión del capital del sistema financiero sirvió para amortiguar los efectos anteriores. La elevada madurez de los activos (casi en su totalidad del sector público) y la acelerada normalización de los pasivos constituyen las principales barreras para reducir el descalce de partidas con CER.

Por otro lado, el sistema financiero, especialmente la banca pública, está contabilizando ganancias derivadas de su posición activa en CER (ver Página 62), formando incentivos coyunturales para que no se de una mayor actividad en mitigar el riesgo asumido.

Si bien el riesgo de tasa de interés es uno de los temas pendientes en el balance de riesgos del sistema financiero, los ejercicios de *stress-test* muestran que la banca en términos agregados no evidencia una debilidad significativa ante *shocks* extremos de (aumentos de) tasa de interés²⁷. En términos de grupos homogéneos de entidades, los bancos públicos, al tener una mayor posición relativa de activos del Gobierno, son los que observan una menor resistencia, respecto de las entidades privadas, ante escenarios de *stress* de tasa de interés. En particular, en estos ejercicios se observa que los bancos oficiales absorberían gran parte del *shock* de tasa de interés.

El BCRA sigue trabajando en impulsar soluciones de mercado (como el de futuros de CER y de *swaps* de tasas de interés) para tratar esos problemas potenciales, no obstante aún estos mercados se encuentran en una etapa incipiente. El principal desafío en el desarrollo de estos mercados es lograr un nivel de liquidez que sea consistente con el tamaño de las necesidades de las entidades financieras.

Para el resto del año se espera que la dinámica creciente del descalce por CER continúe de la mano de nuevos ajustes de capital y nuevas cancelaciones de redescuentos. Sin embargo, la positiva tendencia de la solvencia bancaria sumado a la baja probabilidad de un escenario de brusco incremento en las tasas de interés reales llevan a pensar en una ponderación moderada de este riesgo sobre el balance global de riesgos de la banca.

V.4. Riesgo de mercado

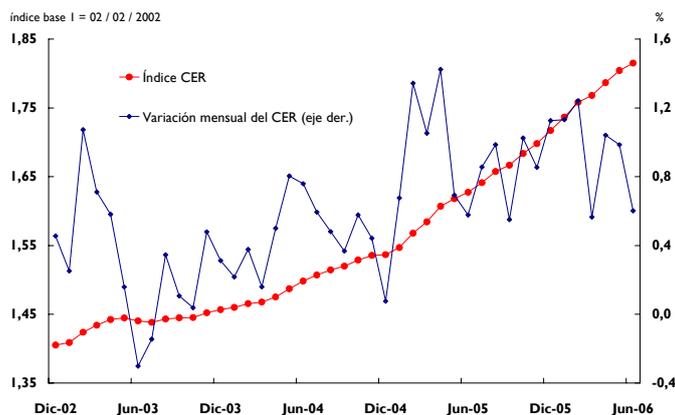
Mayor proporción de tenencias a precios de realización y volatilidades en aumento explican un aumento en el riesgo de mercado

²⁶ Exposición patrimonial vinculada a *shocks* donde los incrementos en las tasas de interés superen a la inflación.

²⁷ En este caso, se efectúa un ejercicio general sobre riesgo de tasa de interés, dónde están incluidos los efectos producidos por la exposición al riesgo de tasa de interés real. El ejercicio realizado considera el comportamiento de las tasas de interés durante 2001, período previo al establecimiento del denominado "corralito".

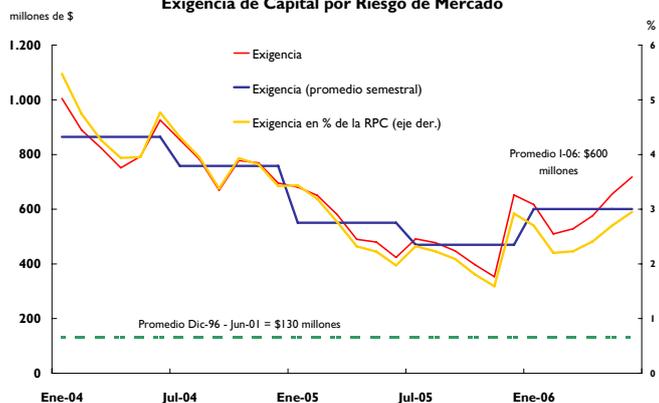


Gráfico V.24
Coefficiente de Estabilización de Referencia (CER)



Fuente: BCRA

Gráfico V.25
Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado



Fuente: BCRA

En la primera parte de 2006, el sistema financiero mostró un leve incremento de la exposición patrimonial al riesgo de mercado. Una mayor exposición vinculada al aumento en las tenencias de títulos públicos a precios de mercado y un contexto financiero más volátil explican el argumento anterior. En esta línea, la exigencia de capital establecida por el BCRA por riesgo de mercado registró un crecimiento en el período, pasando de un promedio mensual de \$470 millones en la segunda mitad del año anterior a uno de casi \$600 millones. Se revierte así la tendencia descendente que se observara luego de la crisis de 2001-2002, partiendo de niveles históricamente elevados²⁸ (ver Gráfico V.25). Esta exigencia sigue representando un monto reducido de la exigencia total de capital, alcanzando cerca de 5%.

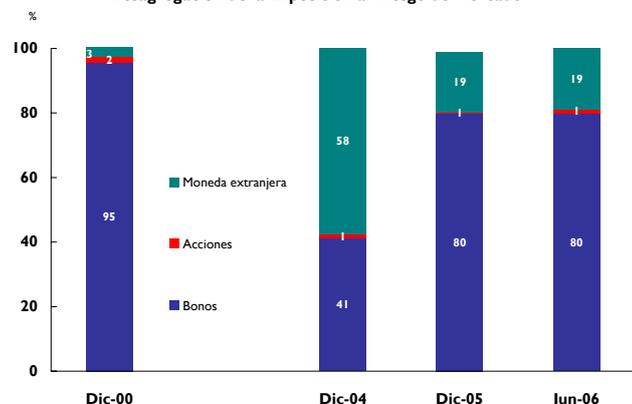
Si bien la composición de esta exigencia fue cambiando en el escenario post-crisis, entre junio de 2006 y diciembre de 2005 se mantuvo estable (ver Gráfico V.26). En efecto, en este período se frenó la disminución de la exigencia por moneda extranjera en detrimento de aquella por títulos públicos, si bien la volatilidad usada para el cálculo del valor a riesgo de la posición en dólares mostró una leve caída hacia fin del período (ver Gráfico V.27). En la primer mitad de 2006 aumentó la exigencia de riesgo de mercado vinculada a tipo de cambio, a acciones y a bonos.

A futuro, si bien se espera que la volatilidad del tipo de cambio se mantenga acotada y la posición en activos en moneda extranjera no muestre incrementos de consideración (limitando el crecimiento de la exigencia por riesgo de mercado vinculado a moneda extranjera), la evolución del riesgo por tenencia de bonos es más incierta. En la medida en que una parte creciente de las tenencias de activos sea valuada en función de las cotizaciones vigentes, esto repercutirá en una mayor exposición al riesgo de mercado. Finalmente, si bien la continuidad en la corrección de precios observada en el período mayo-junio no se espera que continúe, debe tenerse en cuenta que se estima los mercados sigan manejándose con un nivel significativo de incertidumbre en el corto y mediano plazo.

V.4.1. Riesgo de moneda

El riesgo de moneda extranjera está perdiendo peso en el balance de riesgos del sistema financiero

Gráfico V.26
Desagregación de la Exposición al Riesgo de Mercado



Fuente: BCRA

Las lecciones derivadas de los 90 y el elevado descalce de moneda que mostraba la banca tras las medidas adoptadas para enfrentar la crisis de 2001-2002, llevaron a un seguimiento detenido por parte del BCRA de este tipo de riesgo. Actualmente, se observa que la ponderación de la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar en el balance de riesgos bajó notablemente. Mientras que hacia 2004 se alcanzaron picos de descalce en moneda extranjera cercanos a 70% del patrimonio del sistema financiero, a mediados de 2006 este valor se redujo a la mitad. En este sentido, las medidas del Ministerio de Economía y Producción y la normativa del BCRA confluyeron y fueron efectivas: los créditos en moneda extranjera deben fondearse con depósitos en la misma moneda y, en términos generales, sólo se puede financiar en dólares a aquellos deudores

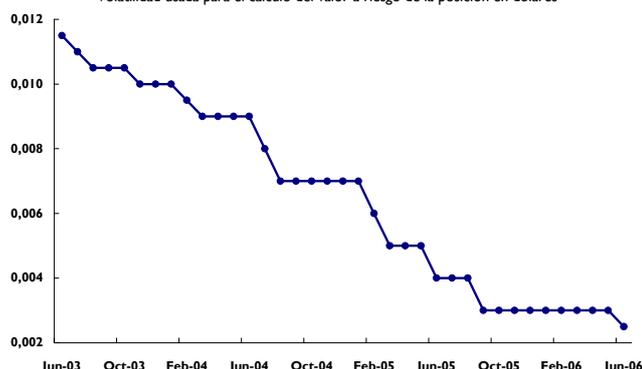
²⁸ La exigencia por riesgo de mercado ya había mostrado un importante incremento a fines del semestre anterior, dado que varias entidades pasaron a valuar una parte mayor de sus activos a precios de mercado.



Gráfico V.27

Riesgo de Mercado por Moneda Extranjera

Volatilidad usada para el cálculo del valor a riesgo de la posición en dólares

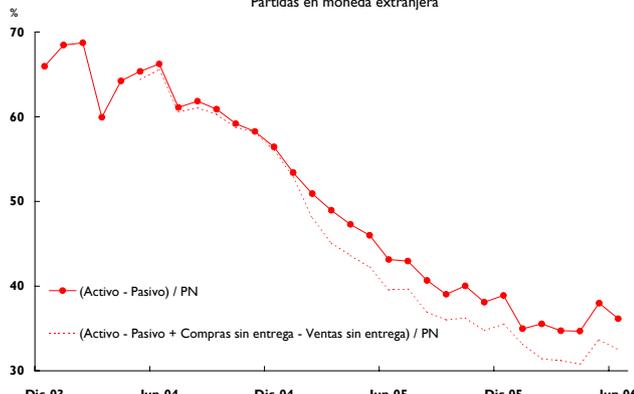


Fuente: BCRA

Gráfico V.28

Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera

Partidas en moneda extranjera

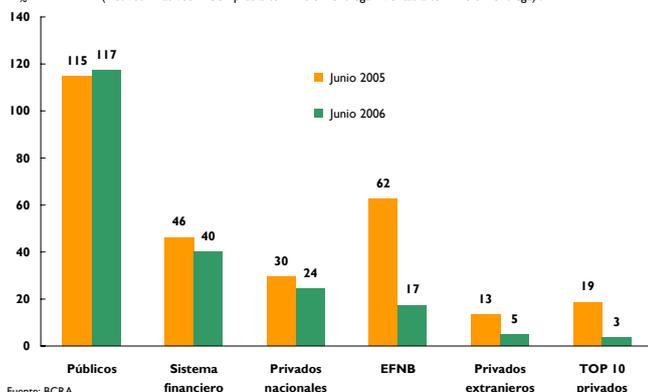


Fuente: BCRA

Gráfico V.29

Posición Abierta en Moneda Extranjera

(Activos - Pasivos + Compras a término sin entrega - Ventas a término sin entrega) / PN



Fuente: BCRA

cuyos ingresos estén correlacionados con la evolución del tipo de cambio peso-dólar.

Durante el primer semestre de 2006, frente a la leve tendencia ascendente del tipo de cambio, la banca mantuvo las posiciones en moneda extranjera de fines de 2005, aproximadamente US\$3,5 mil millones. Sin embargo, la expansión del capital del sistema financiero condujo a una reducción de la exposición patrimonial al riesgo de moneda de 3 p.p. en el semestre, ubicándose en 36% del patrimonio neto (ver Gráfico V.28). Lo anterior sumado a la disminución de la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar respecto a 2005, refuerzan el argumento sobre una mayor fortaleza del sistema financiero frente al riesgo de moneda extranjera.

Cabe destacar que en el sistema financiero existe una notable heterogeneidad de la exposición al riesgo de moneda extranjera (ver Gráfico V.29): la banca pública presenta una mayor vulnerabilidad que las entidades financieras privadas. Especialmente la banca extranjera y los bancos privados más grandes observan una situación casi de equilibrio entre activos y pasivos denominados en moneda extranjera.

El BCRA sigue promoviendo soluciones de mercado para ayudar al sistema financiero a generar cobertura frente a los principales riesgos de la actividad financiera. La profundización de los mercados de futuros de moneda (ver Página 26) está ayudando a mejorar en forma creciente a la situación del sistema financiero frente a este riesgo (al incluir las ventas netas a término sin entrega, se alcanza una disminución de 3 p.p. de la exposición patrimonial al riesgo de moneda extranjera).

Ejercicios de stress-test muestran una alta resistencia del sistema financiero a variaciones del tipo cambio peso-dólar

Con el objetivo de evaluar el impacto patrimonial de un *shock* negativo de tipo de cambio se efectuó un ejercicio hipotético de *stress*. La magnitud del impacto utilizada asciende a una apreciación del tipo de cambio peso-dólar de 22%, la cual es equivalente a la apreciación máxima mensual²⁹ registrada en Argentina desde los 70 y es consistente con la apreciación del real brasilero frente al dólar en el segundo trimestre de 2003. El ejercicio consiste en aplicar un *shock* negativo (de muy baja probabilidad de ocurrencia asociada) de una vez en el tiempo y evaluar el impacto sobre la rentabilidad y la solvencia de las entidades financieras, registrándose los efectos instantáneos sobre saldos y dejando de lado los efectos flujos derivados de la posición financiera de la banca y políticas de ajuste *post-shock*³⁰.

El *shock* en el tipo de cambio provocaría pérdidas en casi todas las entidades financieras. Sin embargo, la banca pública recibiría con mayor impacto una apreciación brusca del valor del peso frente al dólar, registrando pérdidas equivalentes a 1,8%a. de sus activos en el caso de una apreciación de 22%, monto que supera sus resultados esperados para 2006 (ver Gráfico V.30). Las entidades financieras privadas, si bien con impacto menor que las públicas, también mostrarían pérdidas. En este caso sería de

²⁹ Si se observa un período de tiempo mayor a un mes, la variación máxima continua en el mismo valor.

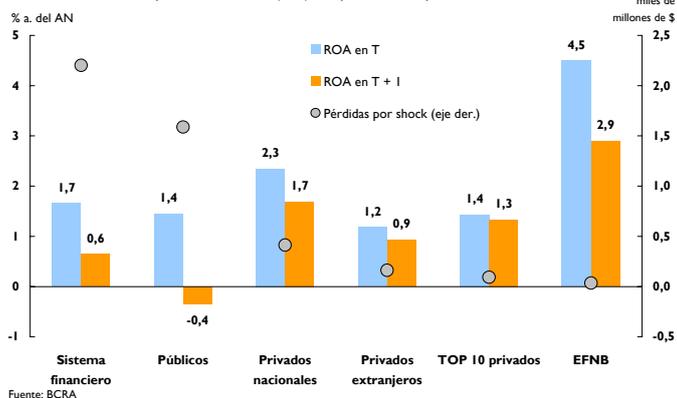
³⁰ El impacto sobre flujos debería verse en el tiempo, lo cual se daría en paralelo a un reacomodamiento de la estructura patrimonial del sistema financiero que mitigue estos efectos.



Gráfico V.30

Resultados por Grupos de Bancos - Primer Semestre de 2006

Apreciación extrema (22%) de tipo de cambio peso-dólar en T+1



0,6%a. del activo, cifra muy por debajo de la rentabilidad del primer semestre de 2006 (anualizada) para la banca privada.

No obstante, aún cuando los bancos públicos verían reducidos sus niveles de solvencia ante una situación de *stress* extrema, se mantendría su solidez en forma adecuada (ver Gráfico V.31). El ejercicio muestra que el sistema financiero tendría una alta resistencia ante un *shock* negativo de tipo de cambio, ya que los niveles de solvencia tanto sistémicos como por grupos de bancos se mantendrían consistentes con la exigencia de capital local y con los mínimos recomendados internacionalmente.

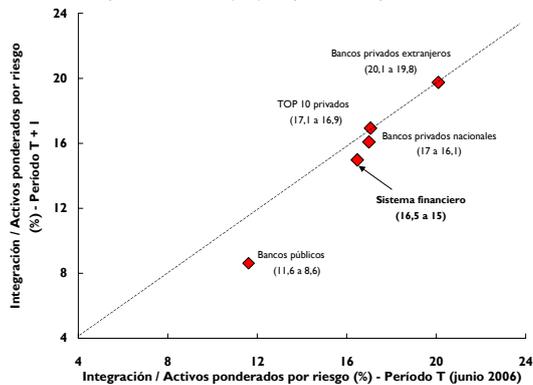
V.4.2. Riesgo por activos con cotización

Si bien aumentó la exposición de la banca a la volatilidad del precio de los activos financieros, los ejercicios de *stress-test* muestran una adecuada resistencia patrimonial a este riesgo

Gráfico V.31

Variación en la Integración de Capital

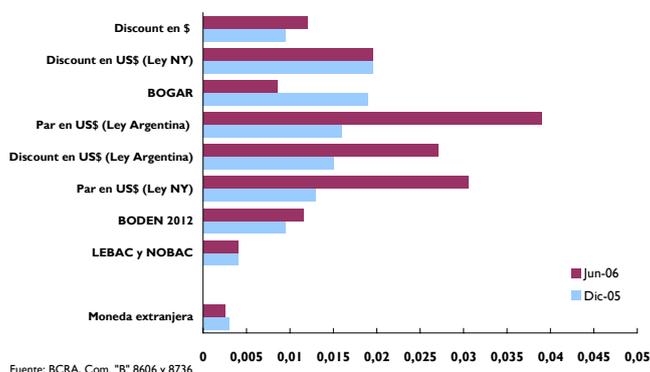
Apreciación extrema (22%) de tipo de cambio peso-dólar en T+1



En términos absolutos el incremento se concentró en el riesgo por activos de renta fija, que sigue representando gran parte del total de la exigencia por riesgo de mercado. El incremento del riesgo de mercado por la tenencia de títulos públicos se explica principalmente por dos factores. Por un lado, se verifica un continuo traspaso de activos hacia valuación de mercado. Esto obedece a diferentes causas, incluyendo la liberación de activos cedidos en garantía (por ejemplo, al acelerarse el repago de las deudas dentro del esquema conocido como *matching*) y el alejamiento de la valuación establecida por el BCRA en el período de post-crisis³¹. Por otro lado, se observa el incremento en las volatilidades de ciertos títulos públicos con participación representativa en la cartera de los bancos (ver Gráfico V.32), en línea con lo observado en los mercados financieros locales e internacionales durante el semestre (ver Página 14).

Gráfico V.32

Volatilidades Diarias para el Cálculo de la Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado



No obstante el leve incremento en el riesgo de mercado que registraron las entidades financieras en la primera parte de 2006, el sistema financiero continúa mostrando una sólida resistencia en los ejercicios de *stress-test*. Este último está en línea con lo señalado por el nivel relativo del valor a riesgo de la posición de activos con cotización de mercado. Se estima que, en un escenario de extremo deterioro de las condiciones económicas y financieras locales, el efecto de la volatilidad de los precios de los activos con cotización sobre la solvencia de la banca sería bajo³². Mientras que en estos escenarios de *stress* la banca pública y la privada nacional enfrentarían impactos reducidos, la banca extranjera sería el grupo que absorbería la mayor proporción del *shock*.

³¹ Las entidades financieras tenían la opción de mantener contabilizado a valor técnico o valor presente (en función de la Com. "A"3911 y modificatorias) los Préstamos Garantizados y ciertos títulos públicos específicos (bonos recibidos en concepto de compensación según el Decreto 905/02 y BOGAR). De haber elegido este tipo de contabilización, posteriormente podían realizar el pasaje a valor de mercado. Este pasaje tenía carácter definitivo y debía incluir a toda la cartera.

³² Los ejercicios se han realizado siguiendo la modalidad de simulación histórica. Para el riesgo de precio para la cartera con negociación se consideraron los rendimientos observados a diciembre de 2003 (*worst case*)

VI. SOLVENCIA

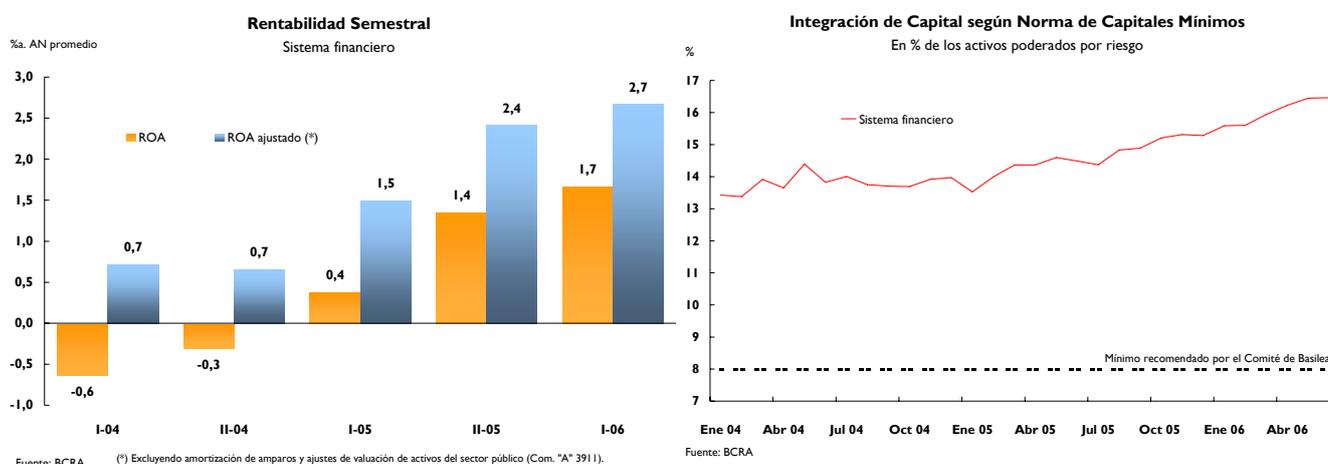
Síntesis

En un marco de adecuada competencia, el sistema financiero acentuó la expansión de su rentabilidad en la primera parte de 2006, evolución particularmente impulsada por los bancos privados. Tanto la rentabilidad como los nuevos procesos de capitalizaciones recibidos dinamizan la recomposición de la solvencia del sector. En este contexto, las entidades financieras verificaron beneficios contables cercanos a \$1.800 millones (1,7%a. del activo) en el primer semestre de 2006, superando las ganancias registradas en todo 2005. El sistema financiero se aleja así definitivamente del contexto de pérdidas del período de post-crisis (2002-2004).

La expansión del margen financiero continúa liderando el incremento de las utilidades bancarias. Durante la primera parte de 2006 se destacó el incremento de las ganancias por la tenencia y trading de activos financieros, así como el crecimiento de los resultados por intereses y por servicios. Esta recomposición semestral fue congruente con la mayor profundización de la actividad crediticia bancaria (con reducidos niveles de riesgo de contraparte), en un marco en que el sistema financiero continúa expandiendo su actividad de servicios transaccionales. Mientras la estructura de costos sostiene un paulatino incremento, la banca evidencia graduales mejoras de eficiencia, no obstante aún existe un considerable camino por recorrer en este aspecto para alcanzar niveles previos a la crisis.

Mientras que en el primer semestre de 2006 la rentabilidad se consolidó como el principal motor de la solvencia de los bancos, el flujo de nuevas capitalizaciones no pierde vigencia. En el período el sistema financiero recibió nuevas inyecciones de capital por \$1.460 millones (particularmente por los bancos públicos), contribuyendo en el incremento de 11% del patrimonio neto del sistema financiero. Por su parte, la integración de capital en términos de los activos de riesgo alcanzó 16,5%, superando holgadamente los requisitos locales y las recomendaciones internacionales.

Dada la consolidación del contexto macroeconómico positivo, se prevé para los próximos períodos una gradual profundización de la actividad de intermediación de la banca, impulsando así sus principales pilares de rentabilidad. Se espera que los diferentes grupos de bancos mejoren su solidez, fortaleciendo la posición del sector ante eventuales escenarios adversos, contribuyendo a cimentar un marco de estabilidad financiera.



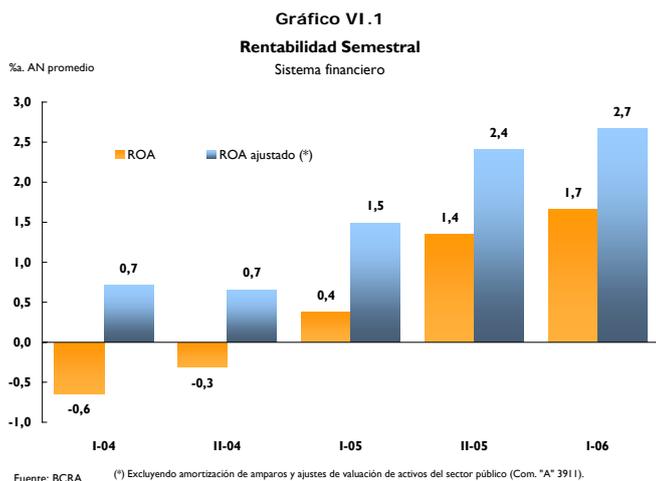


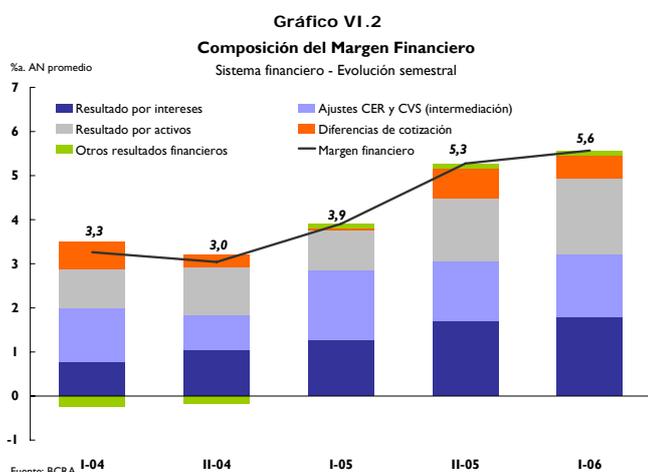
Tabla VI.1
Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero
Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

	2002	2003	2004	2005	I-05	II-05	I-06
Margen financiero	6,5	1,1	3,1	4,6	3,9	5,3	5,6
Resultado por intereses	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,3	1,7	1,8
Ajustes CER y CVS	3,9	1,3	1,0	1,5	1,6	1,4	1,4
Resultado por activos	1,7	1,1	1,0	1,2	0,9	1,4	1,7
Diferencias de cotización	2,7	-0,5	0,4	0,4	0,0	0,7	0,5
Otros resultados financieros	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Resultado por servicios	1,9	1,9	2,0	2,3	2,2	2,5	2,6
Gastos de administración	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-4,3	-4,9	-5,0
Cargos por incobrabilidad	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
Ajustes de activos del sector público (*)	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Amortización de amparos	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8
Diversos	-1,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Monetario	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4
Resultado final (ROA)	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	0,4	1,4	1,7
Resultado en % del PN (ROE)	-59,2	-22,7	-4,2	7,1	3,2	10,7	12,5
Resultado ajustado (**)	-8,9	-1,9	0,7	2,0	1,5	2,4	2,7

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

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

Fuente: BCRA



VI.1. Rentabilidad

Las ganancias contables registradas por la banca en el primer semestre de 2006 superaron a las verificadas en todo el año anterior

Durante la primera parte de 2006 el sistema financiero devengó ganancias contables cercanas a \$1.800 millones, 1,7% anualizado (a.) del activo³³. De esta manera, las utilidades semestrales superan los beneficios de todo 2005. Excluyendo los principales rubros vinculados con el paulatino reconocimiento de los efectos de la crisis pasada (amortización de amparos y ajustes a la valuación de activos del sector público), los resultados positivos del primer semestre del año alcanzan \$2.900 millones (2,7%a. del activo) (ver Gráfico VI.1). De esta manera, el sistema financiero logra recuperar parte del deterioro de su solvencia con posterioridad a la crisis 2001-2002, consolidando a la rentabilidad como el principal factor de su fortalecimiento patrimonial.

No obstante la ponderación de las fuentes de ingresos más volátiles, especialmente aquellas asociadas a las fluctuaciones en el tipo de cambio nominal peso-dólar, en las cotizaciones de los títulos públicos valuados a precios de mercado y en los ajustes CER, la volatilidad de la rentabilidad tiende a ubicarse por debajo de los niveles de pre-crisis. En este marco, el sistema financiero continúa consolidando aquellos orígenes de recursos más estables, principalmente asociados al creciente volumen crediticio y de prestación de servicios financieros.

Los beneficios se encuentran impulsados tanto por la tenencia y negociación de activos financieros como por el fortalecimiento de los resultados por intereses y servicios

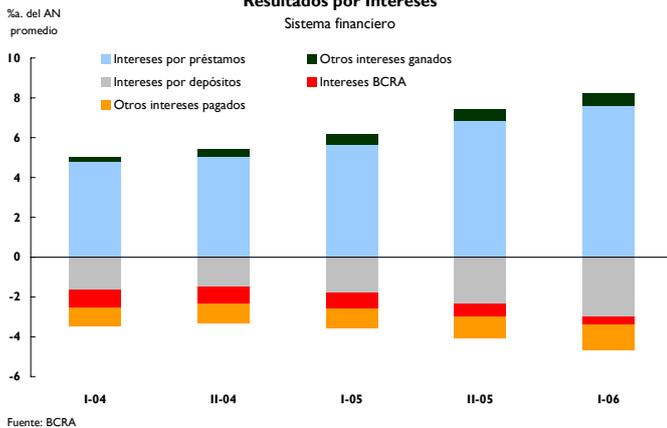
La expansión en el margen financiero de los bancos durante el primer semestre de 2006 motorizó la mejora en la rentabilidad del sistema financiero (ver Tabla VI.1). Mientras que fue notorio el crecimiento de las ganancias por activos financieros en el período, los resultados por intereses se afirmaron como el principal pilar del margen financiero. Los ingresos por servicios sostuvieron su ritmo de crecimiento en el semestre, consolidándose como un sólido origen de recursos. Por su parte, en un contexto de paulatina recomposición tanto del personal empleado en el sector como en sus remuneraciones, los gastos administrativos continuaron registrando un gradual incremento.

El crecimiento del margen financiero fue de 0,3 p.p. en el primer semestre de 2006, alcanzando un nivel de 5,6%a. A diferencia del segundo semestre de 2005, el incremento de 0,3 p.p. en las ganancias por tenencia y negociación de activos financieros (1,7%a. del activo) impulsó la mejora del margen financiero (ver Gráfico VI.2). Sin embargo, estos resultados presentaron un comportamiento volátil en el semestre, tanto por las fluctuaciones en la cotización de los títulos públicos (ver Página 22) en cartera valuados a precios de mercado, como por los beneficios obtenidos por *trading*.

³³ En adelante, excepto de aclararse lo contrario, en el Capítulo VI se usa el concepto de activo neteado de las duplicaciones contables generadas por las operaciones de pase, de ventas a término y al contado a liquidar.



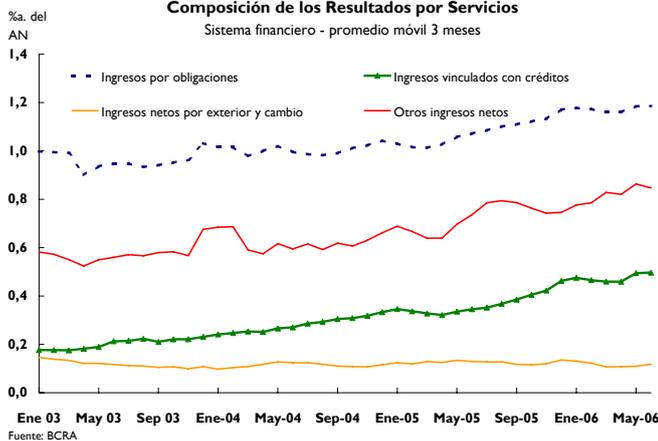
Gráfico VI.3
Resultados por Intereses
Sistema financiero



En la primera parte de 2006 las ganancias por diferencias de cotización³⁴ (otro de los componentes volátiles del margen financiero de los bancos), totalizaron 0,5%a. del activo, 0,2 p.p. menos que el período anterior. En este sentido, el incremento en el tipo de cambio nominal peso-dólar entre puntas del primer semestre de 2006 (\$0,06 por dólar) fue inferior al observado en el período precedente (\$0,14 por dólar), en un marco en que el sistema financiero continúa presentando una posición activa en partidas en moneda extranjera (ver Página 56).

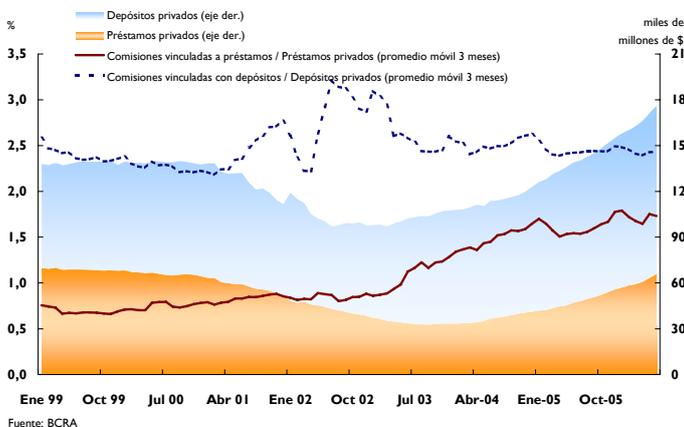
Los principales componentes del margen financiero de la banca, los resultados por intereses y los ajustes CER, verificaron una evolución dispar en el primer semestre de 2006. En particular, los resultados por intereses crecieron 0,1 p.p. en el período hasta alcanzar un nivel de 1,8%a. del activo, afirmándose como el principal componente del margen financiero. Esta expansión estuvo originada en el mayor devengamiento de intereses vinculados a la creciente actividad crediticia de los bancos (ver Gráfico VI.3) (apuntalada por la sostenida mejora en la calidad de la cartera privada), en un contexto de tasas de interés activas que presentaron un comportamiento disímil en el período. Los menores pagos de intereses por obligaciones con el BCRA bajo el esquema de *matching* fueron parcialmente compensados por los mayores intereses pagados por depósitos. Los resultados positivos vinculados a los ajustes por CER se mantuvieron estables en la primera parte de 2006.

Gráfico VI.4
Composición de los Resultados por Servicios
Sistema financiero - promedio móvil 3 meses



Los resultados por servicios del sistema financiero sostuvieron su patrón expansivo en el primer semestre de 2006, incrementándose 0,1 p.p. en el período hasta un nivel de 2,6%a. del activo. Así, los bancos continúan realizando esfuerzos para ampliar su base de ingresos menos volátiles. Las comisiones vinculadas a obligaciones (principalmente depósitos) continúan constituyendo el componente principal de los ingresos por servicios (ver Gráfico VI.4), mientras que, en términos de los depósitos privados mantienen un nivel relativamente estable. Por su parte, los ingresos por comisiones vinculadas a las operaciones crediticias observaron una significativa expansión en el semestre, verificando una leve tendencia creciente en términos del *stock* total de créditos privados (ver Gráfico VI.5).

Gráfico VI.5
Ingresos por Servicios



La continuidad del favorable escenario macroeconómico está ayudando a mantener las pérdidas esperadas por incobrabilidad en niveles históricamente reducidos. Así, los cargos por incobrabilidad se mantuvieron estables en el primer semestre de 2006 en un nivel de 0,5%a. del activo, 0,1 p.p. por debajo de igual semestre de 2005, sosteniendo su tendencia decreciente iniciada con posterioridad a la crisis 2001-2002 (ver Gráfico VI.6). Con relación al saldo de préstamos al sector privado, las pérdidas por incobrabilidad se redujeron aproximadamente 0,3%a. del activo en el semestre, situándose en un nivel de 1,8%a..

Si bien se observan mejoras de eficiencia, todavía existe un significativo camino por recorrer

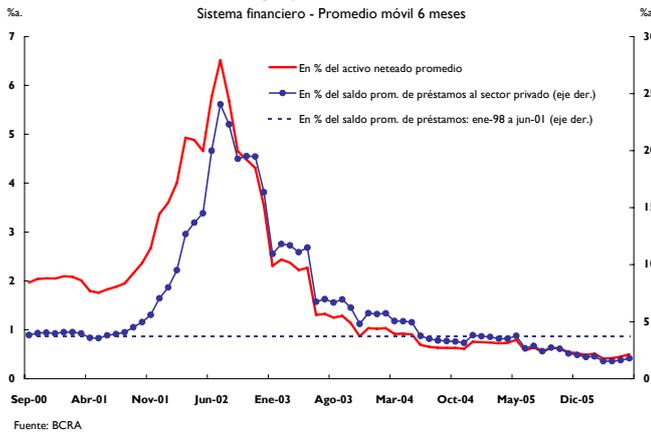
³⁴ Incluye la actividad de compra-venta de moneda extranjera por parte de las entidades financieras.



Gráfico VI.6

Cargos por Incobrabilidad

Sistema financiero - Promedio móvil 6 meses



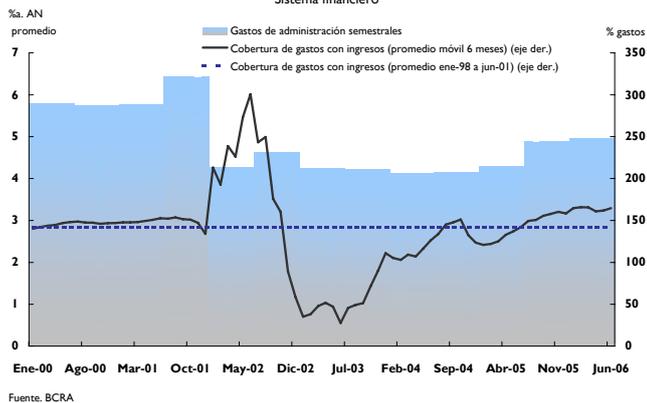
Los gastos administrativos verificaron un moderado aumento de 0,1 p.p. en la primera parte de 2006, hasta alcanzar 5%a. del activo. Como se viene evidenciando desde 2004, las mejores perspectivas de la actividad bancaria impulsan el sostenido incremento en el personal empleado (ver Página 37), en un escenario de incremento en las remuneraciones sector.

A pesar de esta tendencia, las entidades financieras evidencian ciertas mejoras en su eficiencia: la cobertura de gastos de administración con ingresos (margen financiero y resultados por servicios) totalizó 165% en el primer semestre de 2006, superando holgadamente los valores registrados de forma previa a la crisis (ver Gráfico VI.7). En este marco, la eficiencia del factor empleo del sistema financiero, medida como la relación entre los gastos realizados en personal y la sumatoria de depósitos y créditos privados, presenta una paulatina mejora (ver Gráfico VI.8). Mientras que los bancos públicos presentan un gradual deterioro en este indicador (principalmente por su mayor disposición relativa de personal), las entidades financieras privadas evidencian una moderada tendencia de mejora. No obstante, en ambos grupos de entidades financieras aún existen una considerable brecha de eficiencia si se realiza una comparación con el período previo a la crisis.

Gráfico VI.7

Gastos de Administración y Eficiencia Operativa

Sistema financiero



En este contexto, se observa un gradual aumento de la brecha de tasas de interés implícitas entre préstamos y depósitos en la banca (ver Gráfico VI.9), señal de las crecientes necesidades de recursos para afrontar el incremento de la estructura de costos bancarios.

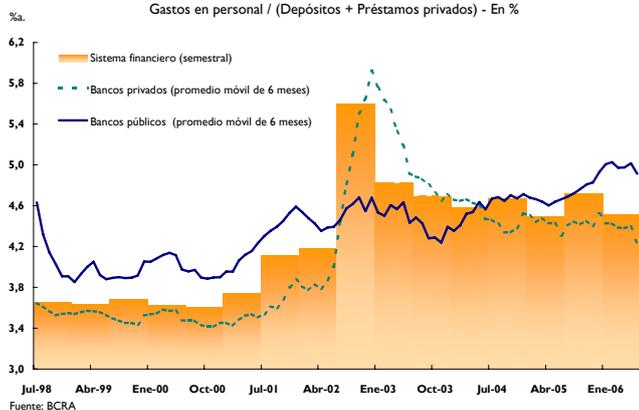
Destacado desempeño de la rentabilidad de la banca privada, principalmente impulsado por los ingresos por intermediación financiera y trading

A diferencia de semestres anteriores, en los cuales las entidades oficiales mantuvieron un brecha favorable en términos de rentabilidad, en el primer semestre de 2006 los bancos privados lideraron la generación de ganancias. Así, este grupo de entidades obtuvo resultados positivos cercanos a los \$1.100 millones ó 1,8%a. de su activo (ver Tabla VI.2). El ROA de los bancos privados alcanza 2,8%a. del activo en el período sin el efecto de la amortización de amparos y los ajustes a la valuación de activos del sector público. La expansión de la rentabilidad de estas entidades financieras estuvo asociada al significativo crecimiento en los resultados por activos financieros y por servicios, en un contexto en que las utilidades por intereses continuaron consolidándose como el principal componente del margen financiero.

Gráfico VI.8

Eficiencia

Gastos en personal / (Depósitos + Préstamos privados) - En %



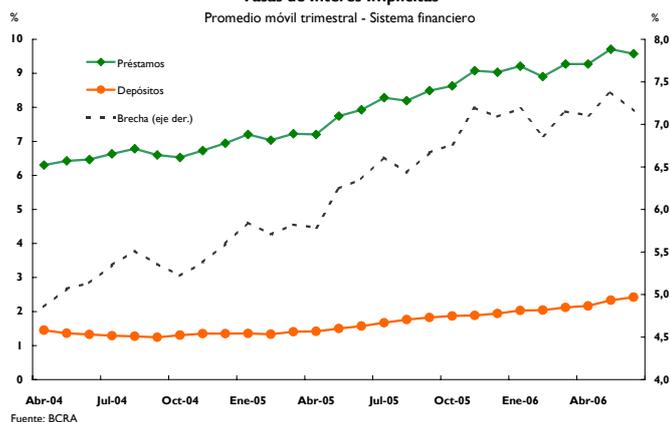
En términos comparativos con los bancos privados, actualmente la rentabilidad de las entidades financieras oficiales se basa en pilares más débiles. Este grupo de entidades financieras verificaron una caída de 0,3 p.p. en su rentabilidad en el semestre, hasta un nivel de 1,5%a. de su activo (casi \$640 millones), valor que se extiende a 2,5%a. del activo sin el efecto de los amparos y ajustes de valuación de activos del sector público (ver Tabla VI.3). Este movimiento semestral estuvo particularmente influenciado por el menor devengamiento de ajustes por diferencias de cotización y por las mayores erogaciones vinculadas al impuesto a las ganancias. Por su parte,



Gráfico VI.9

Tasas de Interés Implícitas

Promedio móvil trimestral - Sistema financiero



Fuente: BCRA

Tabla VI.2

Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados

Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	2003	2004	2005	I-05	II-05	I-06
Margen financiero	2,3	2,9	4,3	3,6	5,0	5,6
Resultado por intereses	0,1	1,0	1,7	1,4	2,0	2,1
Ajustes CER y CVS	0,9	0,8	1,0	1,1	0,8	0,8
Resultado por activos	1,7	0,8	1,0	0,7	1,3	1,9
Diferencias de cotización	-0,3	0,6	0,5	0,2	0,7	0,7
Otros resultados financieros	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Resultado por servicios	2,0	2,4	2,7	2,5	2,9	3,2
Gastos de administración	-4,6	-4,6	-5,1	-4,8	-5,5	-5,6
Cargos por incobrabilidad	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Amortización de amparos	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Diversos	1,0	0,7	0,9	0,8	1,0	0,8
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Resultado final (ROA)	-2,5	-1,0	0,5	0,0	1,0	1,8
Resultado en % del PN (ROE)	-19,1	-8,1	4,1	0,4	7,6	12,4
Resultado ajustado (**)	-1,2	0,2	1,6	1,1	2,2	2,8

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

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

Fuente: BCRA

Tabla VI.3

Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos

Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	2003	2004	2005	I-05	II-05	I-06
Margen financiero	-0,9	3,3	4,8	4,2	5,5	5,2
Resultado por intereses	-1,7	0,5	0,9	0,8	1,0	1,0
Ajustes CER y CVS	1,8	1,4	2,2	2,3	2,2	2,4
Resultado por activos	0,1	1,3	1,3	1,2	1,5	1,4
Diferencias de cotización	-0,7	0,2	0,2	-0,2	0,6	0,4
Otros resultados financieros	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Resultado por servicios	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
Gastos de administración	-3,4	-3,2	-3,5	-3,3	-3,7	-3,7
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4
Cargas impositivas	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Amortización de amparos	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6
Diversos	0,7	0,7	0,5	0,7	0,4	0,7
Monetario	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,6
Resultado final (ROA)	-3,5	0,3	1,3	0,9	1,8	1,5
Resultado en % del PN (ROE)	-31,8	3,9	12,5	8,2	16,5	13,0
Resultado ajustado (**)	-3,0	1,4	2,4	2,0	2,8	2,5

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

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

Fuente: BCRA

los ajustes CER continuaron expandiéndose, constituyendo el principal componente del margen financiero de la banca pública.

Los distintos grupos de bancos privados observaron un comportamiento disímil en su rentabilidad en el primer semestre de 2006. Por un lado, los bancos minoristas de alcance nacional registraron una expansión en su rentabilidad (0,9 p.p. hasta un nivel de 1,4%a. del activo), evolución especialmente explicada por los mayores resultados por la tenencia y negociación de activos financieros y, en menor medida, por los resultados por servicios y por intereses obtenidos en el período (ver Tabla VI.4). Por otro lado, si bien el grupo de bancos minoristas regionales verificó una leve merma de 0,3 p.p. en su ROA hasta 3,4%a., aún así sigue liderando la rentabilidad bancaria. Esta reducción fue en parte impulsada por el menor devengamiento de ajustes CER y de resultados por activos. Por último, la banca especializada moderó los elevados resultados verificados hasta fines de 2005, en un marco de menores resultados por intereses y por diferencias de cotización.

De cara al segundo semestre de 2006, se espera que la banca consolide el crecimiento de los resultados por intereses y por servicios

Dada las ganancias del sistema financiero por tercer semestre consecutivo, en un entorno de creciente expansión de la actividad económica, se estima que en la segunda parte de 2006 continuarán robusteciéndose los resultados positivos de las entidades financieras. A su vez, es probable que perduren ciertas fuentes de volatilidad en los balances de los bancos, principalmente originados en los descálces patrimoniales aún existentes.

En términos agregados, se proyecta una nueva expansión del margen financiero de los bancos, principalmente explicada por la sostenida recomposición de la intermediación financiera tradicional de la banca privada. A su vez, la paulatina mejora en el mercado de renta fija local, debería robustecer las fuentes de ingresos de los bancos. Asimismo, y en línea con la tendencia evidenciada a partir de la crisis 2001-2002, las entidades financieras seguirán ampliando su base de ingresos por servicios, *pari passu* el crecimiento de la bancarización de la economía. Así, el sistema financiero continúa cimentando sólidos pilares de ingresos, situación compatible con un gradual redimensionamiento de su estructura de costos, tanto en términos de una futura ampliación de su nómina laboral como de sus remuneraciones.

La sostenida disminución en el riesgo crediticio, tanto por las sucesivas mejoras en la calidad de la cartera de préstamos como por el bajo riesgo implícito en las nuevas financiaciones, permitirá mantener pérdidas por incobrabilidad en niveles moderados. De manera similar a períodos anteriores, el apropiado grado de previsionamiento que verifica la banca le permite absorber el efecto patrimonial de futuras pérdidas esperadas.

Asimismo, cabe destacarse que recientemente un grupo de entidades financieras ha verificado mejoras en sus calificaciones de riesgo, al tiempo que se han registrado nuevas colocaciones



Tabla VI.4
Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco: Primer Semestre 2006
 Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

	Privados				
	Total	Minoristas			Mayoristas
		Alcance nacional	Regionales	Especializados	
Margen financiero	5,5	5,1	6,7	17,4	7,1
Resultado por intereses	2,2	1,9	2,6	14,2	0,5
Ajustes CER y CVS	0,8	0,9	0,8	-0,6	0,0
Resultado por activos	1,8	1,6	2,6	3,0	4,7
Diferencias de cotización	0,6	0,6	0,5	1,3	1,8
Otros resultados financieros	0,1	0,1	0,2	-0,4	0,1
Resultado por servicios	3,2	3,2	3,3	4,1	2,3
Gastos de administración	-5,5	-5,2	-6,3	-16,0	-7,5
Cargos por incobrabilidad	-0,5	-0,5	-0,5	-3,9	-0,6
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Cargas impositivas	-0,5	-0,6	-0,5	-0,9	-0,4
Amortización de amparos	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	0,0
Diversos	0,8	0,6	1,6	2,0	1,9
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	-0,9
Resultado final (ROA)	1,8	1,4	3,4	2,1	1,8
Resultado en % del PN (ROE)	13,0	10,7	23,4	7,4	6,9
Resultado ajustado (**)	2,8	2,6	3,7	2,4	1,9
Ponderación en el activo del sistema (%)	55,4	44,7	9,9	0,7	3,0

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

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

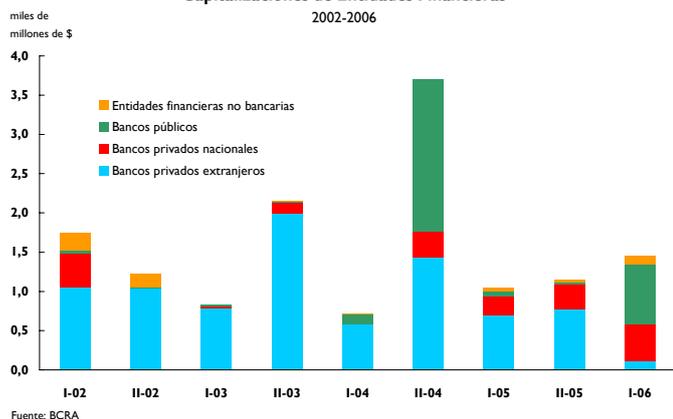
Fuente: BCRA

VI.2. Posición de capital

Mientras continúa el proceso de capitalizaciones, la rentabilidad del sistema financiero se consolida como el principal factor de fortalecimiento de la solvencia

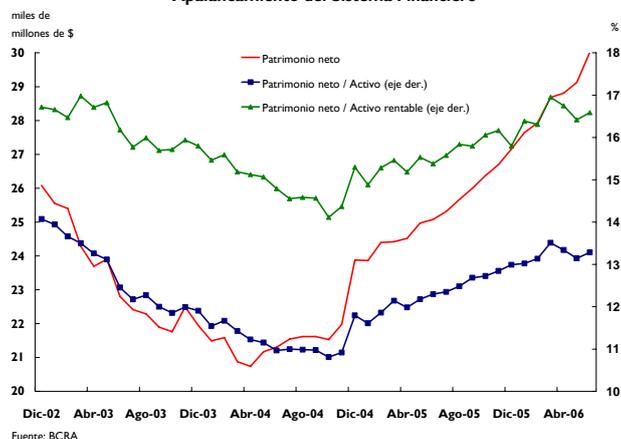
La banca continuó robusteciendo su solvencia en la primera parte de 2006, en un contexto de crecientes ganancias contables y la recepción de capitalizaciones. Dado el favorable crecimiento de la actividad económica, en el marco de la estrategia diseñada por el BCRA en términos de restauración de la solvencia de los bancos, el sistema financiero destinó nuevas contribuciones de capital por aproximadamente \$1.460 millones en el primer semestre del año (ver Gráfico VI.10), principalmente lideradas por la banca oficial. Como resultado, el flujo de capitalizaciones acumuladas por la banca desde principios de 2002 totaliza casi \$14.000 millones, más de dos terceras partes del patrimonio neto que dejó la crisis pasada. En este sentido, y en el línea con las alentadoras perspectivas existentes sobre el sector, los bancos mantienen capitalizaciones comprometidas pendientes por aproximadamente \$100 millones.

Gráfico VI.10
Capitalizaciones de Entidades Financieras
 2002-2006



Fuente: BCRA

Gráfico VI.11
Apalancamiento del Sistema Financiero



Fuente: BCRA

A diferencia de semestres previos, los bancos oficiales³⁵ generaron más de la mitad de las nuevas capitalizaciones recibidas en la primera parte de 2006. Adicionalmente, las entidades financieras privadas nacionales efectuaron aportes de capital de significatividad, mientras que en marzo un banco particular realizó una considerable emisión de acciones en el exterior. Por su parte, los bancos extranjeros disminuyeron su ritmo de capitalización en el semestre, si bien aún mantienen una participación de aproximadamente 60% en el total de aportes recibidos en el período 2002-2006.

Durante el primer semestre de 2006 las entidades financieras incrementaron su patrimonio neto en aproximadamente 11%, casi \$2.850 millones (ver Gráfico VI.11). La banca pública explicó casi la mitad del incremento de capital del sistema financiero en el período. El patrimonio neto de la banca en términos del activo aumentó 0,3 p.p. en la primera parte del año, ubicándose en un nivel cercano a 13,3% a mediados de 2006.

Los principales indicadores de las entidades financieras que cotizan en el mercado bursátil local presentaron un comportamiento dispar en el primer semestre del año: mientras que hasta abril verificaron una mejoría generalizada, la volatilidad de los mercados financieros hacia fines del período provocó su deterioro. No obstante, entre puntas del semestre la capitalización de las principales entidades financieras evolucionó favorablemente (ver Gráfico VI.12).

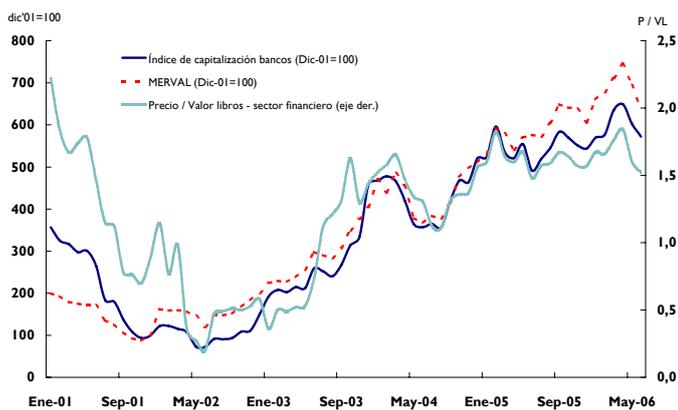
El sistema financiero se adecua holgadamente a los mínimos exigidos localmente y a los recomendados internacionalmente. De esta manera, la integración de capital del sistema financiero subió 1,2 p.p. de los activos ponderados por riesgo, ubicándose

³⁵ En algunos casos en el marco de programas de aportes en cuotas.



Gráfico VI.12

Índice de Capitalización de Mercado de Entidades Financieras



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

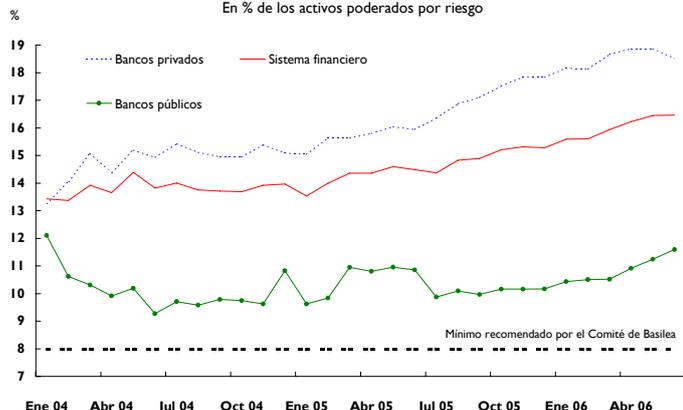
en 16,5% a fines de junio de 2006 (ver Gráfico VI.13). En este marco, las entidades financieras privadas evidencian mayores niveles de integración de capital que las oficiales, presentando un ritmo de crecimiento más dinámico. El nivel de los ratios de solidez de los bancos se analizan favorablemente frente a potenciales escenarios adversos, al tiempo que posibilita la profundización del financiamiento al sector privado de manera congruente con un marco de estabilidad financiera. A excepción de las entidades privadas especializadas y mayoristas (con altos niveles de capital dadas las características de sus estrategias), todos los grupos de bancos verificaron una mejora en sus ratios de integración de capital en el semestre, influyendo positivamente sobre su solvencia (ver Tabla VI.5). Esta situación se cristaliza en posiciones de capital superavitarias para todos los segmentos de bancos.

Durante los próximos meses el sistema financiero continuará incrementando su posición de resistencia ante eventuales shocks adversos

Gráfico VI.13

Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos

En % de los activos ponderados por riesgo



Fuente: BCRA

Se estima que las entidades financieras seguirán sosteniendo un prudente comportamiento en términos de integración de capital, estrategia previsoras ante el esquema de gradual adecuación patrimonial que oportunamente implementó el BCRA para graduar los efectos adversos de la crisis 2001-2002. En este particular, se instituyó un cronograma de readecuación temporal de las exigencias de capitales mínimos por riesgo de crédito del sector público (por encima de las exigencias recomendadas internacionalmente) y de riesgo de tasa de interés. Este escenario permite estimar un fortalecimiento de las condiciones de estabilidad financiera para el resto de 2006.

Tabla VI.5

Capitales Mínimos por Grupo de Bancos

Junio 2006 - En %

Grupo de bancos	Posición de capital / Exigencia de capital (*)	Integración de capital / Activos de riesgo (**)
Bancos públicos	154	11,6
Bancos privados	123	18,5
Minoristas de alcance nacional	114	17,0
Minoristas de alcance regional	123	19,7
Especializados	204	30,1
Mayoristas	216	38,4
EFNB	262	55,5
Total	135	16,5

(*) Se incluye exigencia de capital por riesgo de crédito, de tasa de interés, de mercado, exigencias adicionales y franquicias.

(**) Activos ponderados por riesgo de crédito.

Fuente: BCRA

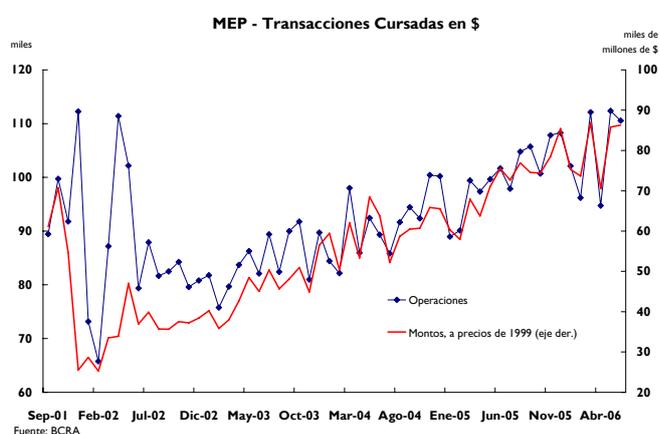
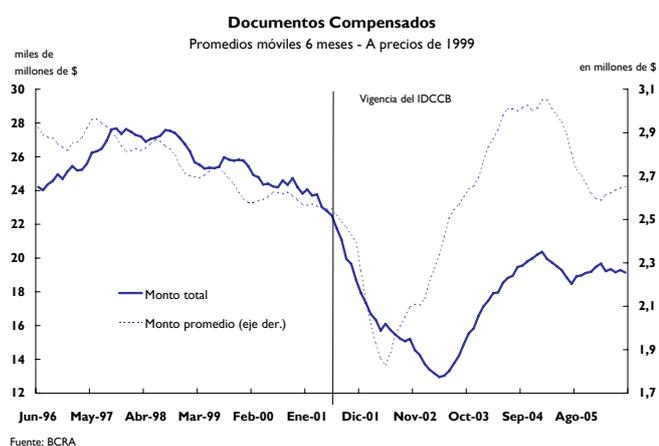
VII. SISTEMA DE PAGOS

Síntesis

El Sistema Nacional de Pagos continúa presentando avances tanto en términos de eficiencia como de profundidad. Si bien la utilización del efectivo sigue teniendo una participación mayoritaria en las transacciones de la economía, se observa una notoria expansión de los medios de pago alternativos como el dinero “bancario”. Este gradual avance en los medios de pago alternativos al efectivo recogen el efecto del crecimiento de la actividad económica y de la mayor bancarización de la economía.

De esta manera, durante el primer semestre de 2006 se evidenciaron incrementos en la cantidad de tarjetas de crédito y débito disponibles en la economía, un mayor dinamismo tanto en la compensación de documentos, las transferencias minoristas, los débitos directos y en las operaciones cursadas mediante cámaras de alto valor.

El BCRA esta promoviendo la adecuación de los mecanismos tecnológicos bancarios existentes, especialmente aquellos vinculados a la tramitación y ejecución de los cobros y los pagos interbancarios. Estos avances contribuyen a fortalecer la confianza en los servicios financieros, principalmente mediante el logro de mecanismos de pagos ágiles, seguros y eficientes. De esta manera, se vienen adoptando una serie de medidas con el objetivo de mejorar el sistema de pagos en general y la compensación de valores en particular, entre los que se destacan los avances alcanzados en el sistema de Compensación Federal Uniforme (CFU), el análisis de un proyecto de Ley de Sistema de Pagos, mejoras en la Ley de Cheques, estímulo de los medios electrónicos de pago y avances en las transferencias cursadas a través del Medio Electrónico de Pagos (MEP).





VII.1. El Sistema Nacional de Pagos

Los medios electrónicos de pago continúan expandiendo su alcance, pari passu el crecimiento de la actividad económica y de los niveles de formalidad

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa sosteniendo su tendencia de progresiva transformación y profundización. Si bien localmente el efectivo sigue siendo el principal instrumento utilizado para realizar los distintos tipos de transacciones, se observa una significativa expansión de los medios de pago sustitutos como el denominado dinero “bancario”, “plástico” o “electrónico” (tarjetas de débito y de crédito, transferencias y débitos directos). No obstante, la participación de estos instrumentos en el volumen total de operaciones sigue siendo moderado respecto a las economías desarrolladas, señal de su potencial crecimiento futuro, en un marco de incremento de la actividad económica y de menores niveles de informalidad.

El uso de efectivo creció de forma interanual en la primera parte de 2006, acompañando la expansión económica (ver Gráfico VII.1). Los billetes y monedas en circulación (en poder de público y entidades financieras) promediaron casi \$43.000 millones en el primer semestre de 2006, 29% por encima en términos nominales del valor registrado en igual período de 2005 (16% en términos reales). El circulante alcanzó 6,9% del PIB (ver Gráfico VII.2).

Si bien la normativa implementada por le BCRA en los últimos períodos alienta particularmente la constitución de depósitos a plazo fijo (ver Página 39), las colocaciones a la vista verifican una tendencia creciente. En este contexto, la robusta evolución de las ventas de las firmas y el paulatino incremento de los salarios de la economía, generan esta mayor disposición de depósitos a la vista en la banca. A mediados de 2006 las cuentas corrientes alcanzaron un incremento de 4% respecto a fines de 2005 y de 16% respecto a igual período del año anterior, mientras que en las cajas de ahorro estos crecimientos totalizaron 15 y 24%, respectivamente. Esta tendencia abre la posibilidad de lograr una utilización más fluida de los medios de pago bancarios (cheques, transferencias y débitos directos) (ver Gráfico VII.3), si bien la presencia del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB) contrarresta parcialmente este efecto. Se prevé que estas transacciones, canalizadas mediante las cámaras compensadoras de bajo valor, sigan creciendo en el mediano plazo, particularmente impulsadas por el mayor grado de bancarización de los agentes económicos.

Por otro lado, la disponibilidad de tarjetas de crédito y débito en la economía (comúnmente denominadas “plásticos”) continúa aumentando, reduciendo las barreras culturales a su utilización cotidiana. La cantidad de tarjetas de débito se incrementó más de 10% en los últimos 12 meses³⁶, hasta alcanzar 13,1 millones, al tiempo que las tarjetas de crédito aumentaron casi 29% (hasta 11,4 millones) en igual período.

Con referencia particular a las tarjetas de débito, si bien su creciente utilización a fines de 2001 y principios de 2002 estuvo

Gráfico VII.1

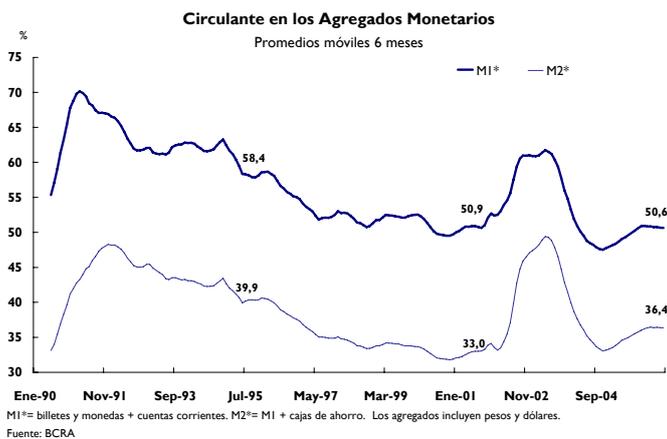


Gráfico VII.2

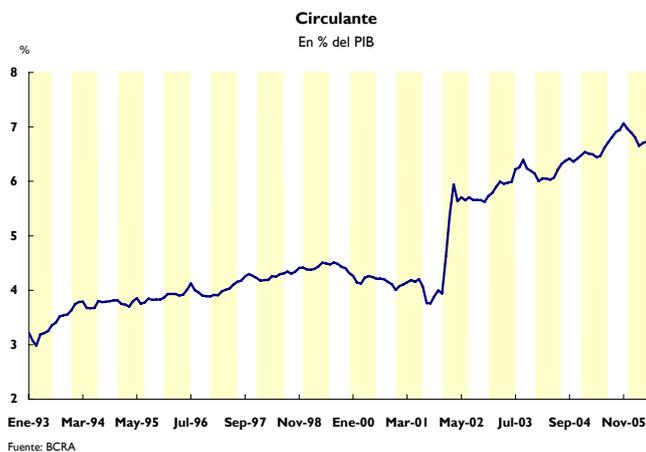
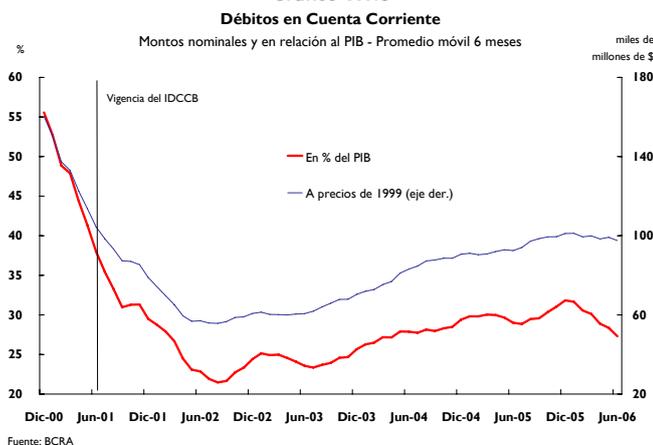


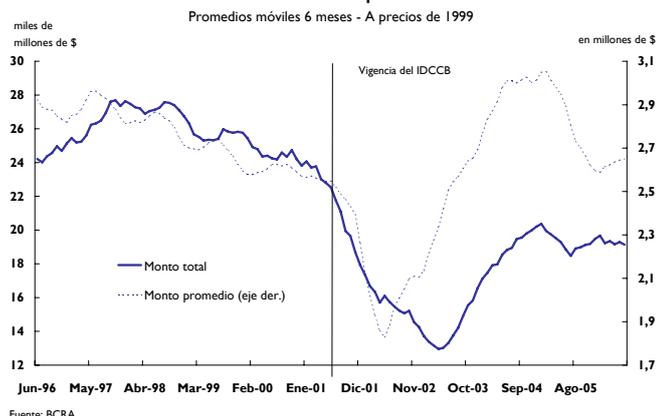
Gráfico VII.3



³⁶ La última información disponible corresponde a marzo de 2006.



Gráfico VII.4
Documentos Compensados

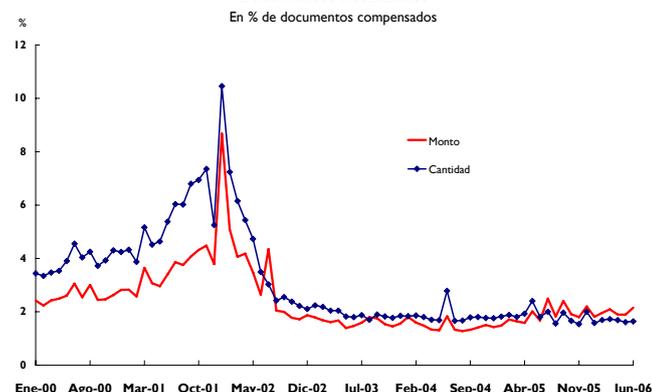


Fuente: BCRA

explicada por las restricciones para el retiro de depósitos, su dinamismo posterior estuvo principalmente vinculado a la generalización del cobro de sueldos y jubilaciones en cajas de ahorro. Complementariamente, la disponibilidad de descuentos a las transacciones en cadenas comerciales de envergadura y los reintegros de parte del IVA, incentivan su uso.

En términos de los cheques, su cantidad emitida por habitante es mayor a aquella registrada en los países desarrollados (dada la mayor utilización del dinero electrónico en esas economías), pero se encuentra por debajo de los niveles observados en otros países de la región. Si bien la compensación de cheques verificó una caída sustancial a partir de 1998 (inicio de la recesión y posterior aplicación del IDCCB) hasta mediados de 2003, actualmente registra un tendencia expansiva: su cantidad creció 11% en el primer semestre de 2006 respecto a igual período del año anterior (ver Gráfico VII.4), mientras que los montos en términos reales aumentaron 1,5%.

Gráfico VII.5
Documentos Rechazados

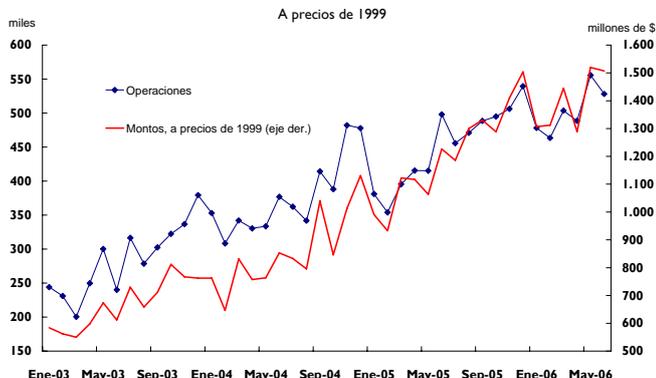


Fuente: BCRA

En la primera parte del año se verificó un leve crecimiento en el rechazo de documentos respecto a igual período de 2005, hasta alcanzar un nivel de 2% del promedio mensual de cheques compensados (ver Gráfico VII.5). En este sentido, la cantidad y los montos de cheques rechazados crecieron 12% y 11% respectivamente, en la primera parte de 2006 respecto a igual período del año anterior. En esta línea, el rechazo de documentos se ubica por debajo de los niveles verificados cinco años antes, recogiendo el efecto de la creciente participación de empresas grandes en su utilización, con mayor capacidad de pago.

Las transferencias minoristas continúan constituyendo un medio de pago de reducida utilización relativa, aunque vienen incrementando sostenidamente su volumen en los años recientes. En el primer semestre de 2006 la cantidad promedio de transferencias fue de 500 mil por mes, registrándose un aumento de 23% en la cantidad de transferencias en el semestre del año respecto a igual período de 2005. Por su parte, los montos operados crecieron 30% en términos reales (ver Gráfico VII.6).

Gráfico VII.6
Transferencias Minoristas



Fuente: BCRA

Los débitos directos, principalmente aquellos preacordados para el pago de los servicios energéticos, la televisión por cable, las cuotas de instituciones, entre otros, continúan evidenciando una tendencia creciente. En la primera parte de 2006 se compensaron un promedio mensual de 1,5 millones de operaciones (18% más que en igual período de 2005), por un monto de casi \$2.700 millones (ver Gráfico VII.7).

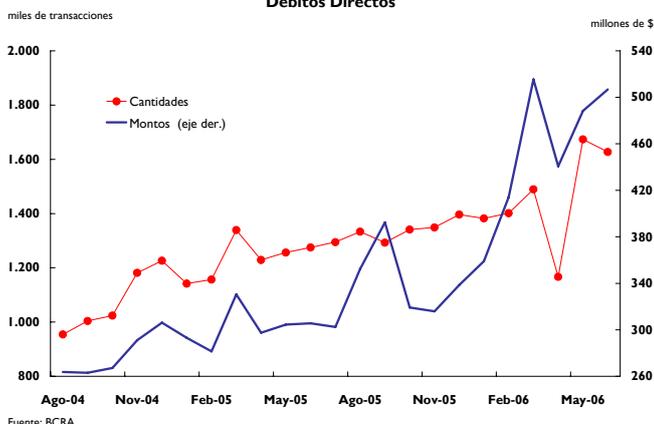
Con referencia a los sistemas de pago de alto valor, las operaciones canalizadas en pesos mediante el Medio Electrónico de Pagos (MEP) durante el primer semestre de 2006 alcanzaron 628 mil, por un monto de casi \$840 mil millones, 21% por encima en términos reales del valor registrado en igual semestre de 2005 (ver Gráfico VII.8). Por el lado de las operaciones en dólares estadounidenses, siguen representando una magnitud inferior, aunque observan un patrón creciente.

VII.2. Modernización del sistema de pagos

El BCRA continúa impulsando medidas para robustecer el Sistema Nacional de Pagos



Gráfico VII.7
Débitos Directos

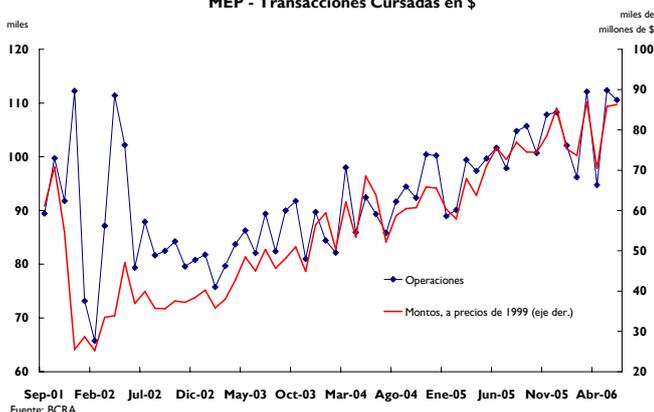


A mediados de 2005 se comenzó a introducir el esquema denominado Compensación Federal Uniforme (CFU), permitiendo la compensación electrónica y simultánea de documentos escriturales (principalmente cheques, giros y certificados de depósito) entre los bancos. De esta manera, se alcanzó un *clearing* de 48 horas en todo el país para los documentos menores a \$5.000 (plazo significativamente menor al pre-existente), mediante su truncamiento y transmisión electrónica de los datos más relevantes para su acreditación. Así, se logró dinamizar la cadena de pagos de particulares y empresas en todo el entorno nacional.

Actualmente, la CFU se encuentra en una de sus últimas etapas de desarrollo, destinada a la implementación de la transmisión digital de imágenes de cheques (y otros documentos compensables) y la subsiguiente eliminación del traslado físico de los documentos. De esta manera, hasta un determinado importe (actualmente \$5.000) continuará transmitiéndose sólo la información electrónica (registro), mientras que para valores superiores las entidades financieras depositarias deberán transmitir adicionalmente imágenes de los documentos. Esta etapa será implementada antes de fines de 2006.

El completo funcionamiento de la CFU agilizará notoriamente el sistema de compensación de cheques a lo largo del territorio nacional, disminuyendo los riesgos operativos inherentes y los costos de operación, interconectando eficientemente las entidades financieras de todo el país. Esto actuará como incentivo a sustituir el dinero en efectivo por la utilización de documentos, fomentando la bancarización y el logro de una mayor formalidad en las operaciones comerciales.

Gráfico VII.8
MEP - Transacciones Cursadas en \$



Por otro lado, y a la par de la expansión de los sistemas de pagos en economías desarrolladas como en emergentes, han comenzado a tomar mayor preponderancia ciertos riesgos intrínsecos que deben administrarse adecuadamente para preservar la estabilidad del Sistema de Pagos. En este particular, las recomendaciones internacionales plantean la necesidad de contar con una base jurídica sólida para asegurar que la compensación y liquidación de las órdenes de transferencia cursadas a través de los Sistemas de Pagos sean definitivas e irrevocables. Así, desde el BCRA se inició un proyecto de Ley de Sistemas de Pagos que permita, entre otras cosas, asegurar el funcionamiento ininterrumpido del proceso diario de liquidación interbancaria, reducir riesgos jurídicos y establecer que las transferencias de fondos y valores aceptadas en sistemas de pagos sean firmes, irrevocables y oponibles frente a terceros.

Por su parte, en la legislación argentina existe un vacío en la Ley de Cheques en lo que respecta a la figura del truncamiento de estos documentos, proceso por el cual tiene lugar la retención física de los documentos originales por parte de las entidades financieras depositarias³⁷, modalidad que comenzó a operar a fines de 1998.

Dada la difusión de la modalidad de compensación electrónica de los cheques, y ante la necesidad de la comprobación del

³⁷ Aquellas que reciben el cheque de un banco tercero para su cobro.



correcto funcionamiento de ese mecanismo, se ha concebido un proyecto de adecuación a la Ley de Cheques, el cual incluye la definición del concepto de truncamiento y las responsabilidades de control de las entidades financieras giradas y depositaria dentro del procedimiento de compensación en ese esquema.

Adicionalmente, el BCRA continúa estimulando la utilización de los medios electrónicos de pago en las transacciones cotidianas de la economía. En este sentido, se encuentra bajo análisis un acuerdo de compromiso con las Asociaciones de Bancos y las empresas prestadoras de servicios, que concluiría con incentivos para los clientes usuarios (complementarios a los descuentos otorgados en ciertas cadenas comerciales a las ventas realizadas con tarjetas de crédito y/o débito) y un nuevo esquema de comisiones que sería de aplicación sobre todos los medios electrónicos de pago existentes.

Finalmente, a partir del marco regulatorio establecido por la Ley 25.246 de “Prevención del Lavado de Dinero”, el BCRA ha impulsado la modificación de las operatorias en las que participan clientes y/o terceros. Dicha modificación consiste en que las entidades financieras originantes de tales transacciones ratifiquen el principio “conozca a su cliente” en oportunidad de la registración de las mismas.



BALANCE DE RIESGOS

A cuatro años de la crisis, **el sistema financiero está profundizando su actividad tradicional de intermediación, transformando gradualmente su configuración general de riesgos.** La normalización de activos y pasivos, la expansión de los servicios financieros y el crecimiento de los niveles de solvencia están delineando una mejora en el balance de riesgos de la banca. Este fenómeno se ve fortalecido por el favorable contexto económico local e internacional sumado a la actividad de monitoreo y supervisión que forman parte de la política financiera del BCRA.

En la primer parte de 2006 **se destacó la consolidación del proceso de *crowding-in* del crédito privado.** Este movimiento de fondos desde el sector público hacia el privado está produciendo una expansión de la exposición al riesgo de crédito de empresas y familias. Sin embargo, se observa una mejora de la capacidad de pago agregada tanto de las empresas (en todas las ramas de la actividad económica) como de las familias. La expansión de los ingresos, las mejoras de la solvencia y las buenas perspectivas han cambiado la relación riesgo-retorno derivado del financiamiento privado.

El sistema financiero refuerza aceleradamente su fortaleza frente al riesgo de repago del sector público. La contracción de la exposición al Gobierno, la mejora en las cuentas fiscales y las optimistas perspectivas para los instrumentos de deuda de las economías latinoamericanas son los principales elementos que apoyan lo anterior. La independencia del sistema financiero a la capacidad de pago del sector público, así como el aliento al crédito privado, son partes fundamentales de la política financiera actual del BCRA.

Alcanzando indicadores más acordes con un contexto de estabilidad financiera y en línea con lo registrado en otros sistemas financieros de la región, **la banca local muestra mayor robustez frente al riesgo de liquidez.** Los niveles adecuados de cobertura con activos líquidos, la profundización de los mercados interfinancieros de liquidez y la potestad del BCRA de actuar como prestamista de última instancia configuran un marco sólido de resistencia frente a *shocks* negativos de liquidez.

La reducción del efecto patrimonial de los descalces en moneda extranjera y la baja volatilidad en el tipo de cambio peso-dólar explican el **fortalecimiento del sistema financiero frente al riesgo de moneda extranjera.** Los ejercicios de *stress-test* cuantifican un efecto sistémico poco significativo en el caso de un *shock* extremo de muy baja probabilidad asociada. Como parte de las lecciones que dejó la crisis 2001-2002, la política financiera actual del BCRA pone su foco en establecer un marco normativo que mitigue el riesgo de crédito vinculado al grado de correlación entre los ingresos del deudor y la moneda en la que está denominado el crédito.

El balance general de riesgos del sistema financiero ha observado una mejora, si bien persisten algunos factores puntuales. El sistema financiero muestra una **exposición frente al riesgo de tasa de interés real.** Esta característica es una de las herencias de la crisis con mayores barreras por superar, ya que surge principalmente como consecuencia del descalce entre activos ajustables por CER de larga madurez (básicamente del sector público) y pasivos con CER que se están cancelando aceleradamente como parte del proceso de normalización (obligaciones con el BCRA dentro del *matching*).

Si bien con baja ponderación en el balance de riesgos global del sistema financiero, en la primer parte de 2006 **creció la exposición patrimonial al riesgo por activos con cotización** (efectos sobre el patrimonio neto de la volatilidad del precio de los activos financieros). La mayor cantidad de entidades financieras que están llevando a precios de mercado los títulos públicos, más el aumento en la volatilidad en el mercado de capitales, impulsaron el fenómeno anterior. Frente a esto, la exigencia de capital por riesgo de mercado viene observando una tendencia creciente.

Durante el primer semestre de 2006, la banca superó las ganancias devengadas en todo el año 2005. Esta mejora en los niveles de rentabilidad dentro de un marco de competencia y la continuidad del proceso de capitalizaciones, acentúan la solidez del sistema financiero. Los favorables niveles de solvencia, que cumplen ampliamente con la normativa local y con los mínimos recomendados internacionalmente, contribuyen a conformar un **marco de resistencia adecuado frente a eventos que materialicen riesgos en pérdidas.** Además, los niveles de solvencia actuales son consistentes con una dinámica de mayor penetración del sistema financiero en la economía.

Las perspectivas para el desarrollo de la actividad financiera son positivas: expansión en un contexto de bajo riesgo relativo. Si bien aún los niveles de endeudamiento del sector privado son bajos, el crecimiento sostenido llevará a incrementar los esfuerzos de los bancos en la evaluación de los proyectos a financiar. Asimismo, la expansión del crédito privado impulsará mejoras en la administración de la liquidez bancaria y la profundización de los mercados de dinero. Por su parte, se estima que continuará achicándose la exposición al sector público, perdiendo ponderación en el balance de riesgos, así como el riesgo de moneda extranjera. El riesgo de tasa de interés real y por activos con cotización seguirán siendo los principales desafíos a superar en el balance de riesgos. En este contexto positivo, **el BCRA está comprometido en el desarrollo de una política financiera centrada en crear un marco sólido para el desarrollo de la banca consistente con un escenario de estabilidad financiera.**



ANEXO ESTADÍSTICO – SISTEMA FINANCIERO

Cuadro 1: Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Jun 05	2005	Jun 06
1.- Liquidez	22,3	26,1	23,1	25,0	23,4	19,6	22,8	29,1	29,6	24,7	20,1	22,1
2.- Crédito al sector público	19,2	19,2	19,3	21,8	21,8	25,8	49,1	47,2	41,5	36,9	32,4	28,6
3.- Préstamos al sector privado	57,8	56,2	57,2	53,7	49,7	47,2	20,8	18,1	20,3	23,1	26,7	29,1
4.- Irregularidad de cartera privada	16,2	13,8	12,2	14,0	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	13,0	7,6	5,4
5.- Exposición patrimonial al sector privado	24,9	22,5	20,6	24,7	26,2	21,9	17,3	12,4	-1,0	-2,8	-4,1	-4,0
6.- ROA	0,6	1,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,4	0,9	1,7
7.- ROA ajustado	-	-	-	-	-	-	-	-1,9	0,7	1,5	2,0	2,7
8.- Eficiencia	142	136	138	142	147	143	189	69	125	142	151	165
9.- Integración de capital	23,8	20,8	20,3	21,0	20,1	21,4	-	14,5	14,0	14,5	15,3	16,5
10.- Posición de capital	64	73	49	54	58	54	-	116	185	163	173	135

Fuente: BCRA

Cuadro 2: Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 99	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Jun 05	Dic 05	Jun-06	Variación (en %)	
										Semestral	Interanual
Activo	153.140	163.550	123.743	187.532	186.873	212.562	217.694	222.732	239.434	7,5	9,7
Activos líquidos ¹	20.423	20.278	13.005	17.138	27.575	29.154	24.607	21.166	29.647	40,1	20,5
Títulos públicos	8.531	10.474	3.694	31.418	45.062	55.382	61.551	66.733	66.301	-0,6	7,7
Lebac/Nozac	0	0	0	-	-	17.755	26.043	28.340	27.791	-1,9	6,7
Por tenencia	0	0	0	-	-	11.803	18.570	21.067	21.949	4,2	18,2
Por operaciones de pase	0	0	0	-	-	5.953	7.472	7.273	5.842	-19,7	-21,8
Títulos privados	477	633	543	332	198	387	441	387	843	117,6	91,1
Préstamos	83.850	83.277	77.351	84.792	68.042	73.617	77.825	83.664	90.974	8,7	16,9
Sector público	12.138	15.164	22.694	44.337	33.228	30.866	28.559	25.317	21.906	-13,5	-23,3
Sector privado	67.934	64.464	52.039	38.470	33.398	41.054	47.170	55.898	65.844	17,8	39,6
Sector financiero	3.778	3.649	2.617	1.985	1.417	1.697	2.095	2.450	3.224	31,6	53,9
Previsiones por préstamos	-6.001	-6.907	-6.987	-11.952	-9.374	-7.500	-6.460	-4.953	-4.288	-13,4	-33,6
Otros créditos por intermediación financiera	33.679	42.361	21.485	39.089	27.030	32.554	31.743	26.746	26.317	-1,6	-17,1
ON y OS	1.115	794	751	1.708	1.569	1.018	818	873	779	-10,7	-4,7
Fideicomisos sin cotización	1.336	2.053	2.065	6.698	4.133	3.145	3.105	3.888	4.538	16,7	46,2
Compensación a recibir	0	0	0	17.111	14.937	15.467	11.689	5.841	5.150	-11,8	-55,9
Otros	31.228	39.514	18.669	13.572	6.392	12.924	16.131	16.144	15.850	-1,8	-1,7
Bienes en locación financiera	814	786	771	567	397	611	846	1.384	1.856	34,1	119,3
Participación en otras sociedades	1.838	2.645	2.688	4.653	4.591	3.871	4.037	4.525	4.720	4,3	16,9
Bienes de uso y diversos	4.973	4.939	4.804	8.636	8.164	7.782	7.614	7.546	7.490	-0,7	-1,6
Filiales en el exterior	996	1.115	1.057	3.522	3.144	3.524	3.468	3.652	3.832	4,9	10,5
Otros activos	3.560	3.950	5.334	9.338	12.043	13.180	12.022	11.882	11.743	-1,2	-2,3
Pasivo	136.252	146.267	107.261	161.446	164.923	188.683	192.614	195.571	209.419	7,1	8,7
Depósitos	81.572	86.506	66.458	75.001	94.635	116.655	126.868	136.778	155.000	13,3	22,2
Sector público ²	7.232	7.204	950	8.381	16.040	31.649	31.511	34.320	40.421	17,8	28,3
Sector privado ²	73.443	78.397	43.270	59.698	74.951	83.000	93.323	100.794	111.799	10,9	19,8
Cuenta corriente	6.478	6.438	7.158	11.462	15.071	18.219	20.982	23.475	24.344	3,7	16,0
Caja de ahorros	13.047	13.008	14.757	10.523	16.809	23.866	26.848	29.077	33.345	14,7	24,2
Plazo fijo	48.915	53.915	18.012	19.080	33.285	34.944	39.935	42.822	48.359	12,9	21,1
CEDRO	0	0	0	12.328	3.217	1.046	400	17	16	-6,0	-95,9
Otras obligaciones por intermediación financiera	50.361	55.297	36.019	75.737	61.690	64.928	60.279	52.071	47.603	-8,6	-21,0
Obligaciones interfinancieras	3.793	3.545	2.550	1.649	1.317	1.461	1.894	2.164	2.983	37,8	57,5
Obligaciones con el BCRA	315	102	4.470	27.837	27.491	27.726	22.655	17.005	11.434	-32,8	-49,5
Obligaciones negociables	5.087	4.954	3.777	9.096	6.675	7.922	6.112	6.548	6.762	3,3	10,6
Líneas de préstamos del exterior	10.279	8.813	7.927	25.199	15.196	8.884	6.009	4.684	4.470	-4,6	-25,6
Otros	30.886	37.883	17.295	11.955	11.012	18.934	23.608	21.670	21.954	1,3	-7,0
Obligaciones subordinadas	2.206	2.255	2.260	3.712	2.028	1.415	1.334	1.381	1.243	-10,0	-6,8
Otros pasivos	2.113	2.210	2.524	6.997	6.569	5.685	4.134	5.341	5.573	4,3	34,8
Patrimonio neto	16.888	17.283	16.483	26.086	21.950	23.879	25.080	27.161	30.015	10,5	18,6
Memo											
Activo neteado	126.432	129.815	110.275	185.356	184.371	202.447	203.952	209.044	225.934	8,1	10,8
Activo neteado consolidado	122.270	125.093	106.576	181.253	181.077	198.462	199.718	204.160	220.048	7,8	10,2

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

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 1):

1.- (Integración de liquidez en BCRA + Otras disponibilidades + Tenencia de títulos del BCRA por operaciones de pase) / Depósitos totales; **2.-** (Posición en títulos públicos (sin incluir LEBA ni NOBAC) + Préstamos al sector público + Compensaciones a recibir) / Activo neteado; **3.-** Préstamos al sector privado no financiero / Activo neteado; **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. Los datos a junio corresponden al primer semestre - % anualizado; **7.-** (Resultado anual acumulado - Amortización de amparos - Ajustes por valuación de activos del sector público) / Activo neteado 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; **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.



Cuadro 3: Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual							Semestres			Var. semestral %	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	I-05	II-05	I-06	I-06 / I-05	I-06 / II-05
Margen financiero	6.967	7.291	6.943	13.991	1.965	6.075	9.441	3.993	5.449	6.039	51	11
Resultado por intereses	5.396	5.106	4.625	-3.624	-943	1.753	3.063	1.314	1.750	1.926	47	10
Ajustes CER y CVS	0	0	0	8.298	2.315	1.944	3.021	1.602	1.419	1.568	-2	10
Diferencias de cotización	227	185	268	5.977	-890	866	751	40	711	579	1.350	-18
Resultado por activos	1.112	1.481	1.490	3.639	1.962	1.887	2.373	921	1.452	1.849	101	27
Otros resultados financieros	232	519	559	-299	-480	-375	233	116	117	116	0	-1
Resultado por servicios	3.623	3.582	3.604	4.011	3.415	3.904	4.781	2.243	2.538	2.819	26	11
Cargos por incobrabilidad	-2.565	-3.056	-3.096	-10.007	-2.089	-1.511	-1.130	-590	-539	-563	-5	4
Gastos de administración	-7.432	-7.375	-7.362	-9.520	-7.760	-7.998	-9.432	-4.390	-5.041	-5.379	23	7
Cargas impositivas	-497	-528	-571	-691	-473	-584	-737	-327	-410	-479	46	17
Impuesto a las ganancias	-421	-446	-262	-509	-305	-275	-530	-248	-282	-402	62	43
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-701	-320	-366	-165	-201	-272	65	35
Amortización de amparos	0	0	0	0	-1.124	-1.686	-1.867	-971	-896	-819	-16	-9
Diversos	617	535	702	-3.880	1.738	1.497	1.629	850	779	855	1	10
Resultado monetario	0	0	0	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	291	3	-42	-19.162	-5.265	-898	1.790	394	1.396	1.799	357	29
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-3.440	1.337	4.023	1.529	2.493	2.890	89	145
Indicadores anualizados - En % del activo neteado											variaciones en p.p.	
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,6	3,9	5,3	5,6	1,7	0,3
Resultado por intereses	4,3	4,0	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,3	1,7	1,8	0,5	0,1
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	3,9	1,3	1,0	1,5	1,6	1,4	1,4	-0,1	0,1
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,0	0,7	0,5	0,5	-0,2
Resultado por activos	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	1,0	1,2	0,9	1,4	1,7	0,8	0,3
Otros resultados financieros	0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	2,9	2,8	3,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,2	2,5	2,6	0,4	0,1
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	0,1	0,0
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-4,3	-4,9	-5,0	-0,7	-0,1
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-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	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	0,2	0,1
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0
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
Resultado total	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	0,4	1,4	1,7	1,3	0,3
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,9	0,7	2,0	1,5	2,4	2,7	1,2	0,3
Resultado total / Patrimonio neto	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,1	3,2	10,7	12,5	9,3	1,9

(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 "resultado por activos".

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

Fuente: BCRA

Cuadro 4: Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 99	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Jun 05	Dic 05	Jun 06
Cartera irregular total	11,5	12,9	13,1	18,1	17,7	10,7	7,9	5,2	4,0
Al sector privado no financiero	14,0	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	13,0	7,6	5,4
Cartera comercial ¹	12,1	14,9	20,7	44,0	38,0	22,8	16,2	9,3	6,3
Cartera de consumo y vivienda	16,6	17,3	17,5	31,4	28,0	11,0	7,4	4,8	4,1
Previsiones / Cartera irregular total	59,6	61,1	66,4	73,8	79,2	102,9	110,8	125,1	132,5
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	4,7	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,3	-0,9	-1,3	-1,3
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	24,7	26,2	21,6	17,2	11,9	-1,0	-2,8	-4,2	-4,1

(1) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Cuadro 5: Indicadores internacionales

	PIB	Activos líquidos / Depósitos privados	Préstamos privados / Activos totales	Cartera irregular privada	Previsiones / Cartera irregular	ROA	ROE	ROE Real	Integración de capital / APR
2005/2006: Último dato disponible	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Argentina	182	22,1	27,5	5,4	127	1,7	12,5	1,3	16,5
Australia	1.224	0,9	88,2	-	198	1,8	25,5	21,8	10,3
Brasil	816	28,8	50,4	4,4	145	2,3	24,5	18,0	17,4
Chile	117	7,6	80,9	0,9	181	1,4	19,2	15,0	13,2
España	1.105	1,2	75,3	-	253	0,9	16,9	12,9	12,2
EEUU	12.487	2,3	72,8	0,7	160	1,4	13,1	9,8	13,1
Japón	4.483	2,9	60,2	-	49	0,5	12,6	13,2	11,6
México	766	15,6	22,0	1,7	232	2,4	19,0	14,8	16,0
Reino Unido	1.468	1,9	44,5	1,0	81	0,8	11,8	9,2	12,8

Fuente: BCRA; International Financial Statistics (Julio 2006) y Global Financial Stability Report (Septiembre 2006) - Fondo Monetario Internacional.

Nota metodológica (cuadro 5):

1.- Producto Bruto Interno de 2005 - En miles de millones de US\$; **2.-** Efectivo en bancos más depósitos en la autoridad monetaria / Depósitos privados (%); **3.-** Préstamos al sector privado / Activos totales (%); **4.-** Cartera irregular privada / Total financiaciones privadas (%); **5.-** Previsiones / Cartera irregular (%); **6.-** Resultado total / Activo neteado (%); **7.-** Resultado total / Patrimonio neto (%); **8.-** Resultado total / Patrimonio neto (%) (deflactado por IPC); **9.-** Integración de capital / Activos ponderados por riesgo (%).



ANEXO ESTADÍSTICO – BANCOS PRIVADOS

Cuadro 6: Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Jun 05	2005	Jun 06
1.- Liquidez	23,6	26,9	22,8	24,3	24,1	23,6	24,8	27,6	29,2	24,8	21,1	21,7
2.- Crédito al sector público	15,9	16,9	17,0	20,4	19,9	23,2	49,9	47,7	43,1	33,8	29,4	25,2
3.- Préstamos al sector privado	59,5	57,4	58,9	55,5	51,0	49,6	22,1	19,8	23,1	26,6	31,7	35,8
4.- Irregularidad de cartera privada	11,1	8,5	7,7	8,9	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	10,4	6,3	4,8
5.- Exposición patrimonial al sector privado	21,6	14,3	13,2	11,5	13,4	11,4	18,6	11,2	1,9	0,3	-2,2	-2,1
6.- ROA	0,6	0,7	0,5	0,3	0,1	0,2	-10,7	-2,5	-1,0	0,0	0,5	1,8
7.- ROA ajustado	-	-	-	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,1	1,6	2,8
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	129	136	156
9.- Integración de capital	15,9	15,4	14,6	18,9	18,0	17,6	-	14,0	15,1	15,9	17,8	18,5
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	147	155	125

Cuadro 7: Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 99	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Jun 05	Dic 05	Jun 06	Variación (en %)		
										Semestral	Interanual	
Activo	108.778	119.371	82.344	118.906	116.633	128.065	130.819	129.680	136.547	5,3	4,4	
Activos líquidos ¹	13.228	13.920	10.576	11.044	14.500	15.893	14.987	14.074	17.555	24,7	17,1	
Títulos públicos	6.433	7.583	1.627	19.751	22.260	24.817	27.442	29.966	28.728	-4,1	4,7	
Lebac/Nozac	0	0	0	-	-	8.359	13.468	15.227	14.018	-7,9	4,1	
Por tenencia	0	0	0	-	-	5.611	10.626	12.899	12.998	0,8	22,3	
Por operaciones de pases	0	0	0	-	-	2.749	2.842	2.328	1.021	-56,2	-64,1	
Títulos privados	410	563	451	273	172	333	364	307	734	139,2	102,0	
Préstamos	56.916	56.035	52.319	51.774	47.017	50.741	52.776	56.565	61.028	7,9	15,6	
Sector público	6.389	8.172	13.803	25.056	23.571	21.420	18.928	15.954	12.341	-22,6	-34,8	
Sector privado	47.705	45.103	36.636	26.074	22.816	28.213	32.542	39.031	46.587	19,4	43,2	
Sector financiero	2.823	2.760	1.880	644	630	1.107	1.306	1.580	2.099	32,9	60,7	
Previsiones por préstamos	-3.119	-3.248	-3.957	-7.463	-5.225	-3.717	-3.061	-2.482	-2.241	-9,7	-26,8	
Otros créditos por intermediación financiera	27.330	36.600	13.037	27.212	22.148	25.753	24.375	16.873	16.318	-3,3	-33,1	
ON y OS	1.022	724	665	1.514	1.394	829	625	675	609	-9,9	-2,7	
Fideicomisos sin cotización	958	1.609	1.637	6.205	3.571	2.362	2.171	2.444	2.940	20,3	35,4	
Compensación a recibir	0	0	0	15.971	13.812	14.657	11.257	5.575	4.883	-12,4	-56,6	
Otros	25.350	34.267	10.735	3.523	3.370	7.905	10.322	8.179	7.887	-3,6	-23,6	
Bienes en locación financiera	796	776	752	553	387	592	827	1.356	1.791	32,1	116,5	
Participación en otras sociedades	1.371	1.651	1.703	3.123	2.791	1.892	2.030	2.416	2.578	6,7	27,0	
Bienes de uso y diversos	3.246	3.225	3.150	5.198	4.902	4.678	4.597	4.575	4.535	-0,9	-1,3	
Filiales en el exterior	48	75	112	-109	-136	-53	-74	-148	-122	-17,4	65,2	
Otros activos	2.120	2.190	2.574	7.549	7.816	7.137	6.556	6.178	5.642	-8,7	-13,9	
Pasivo	96.474	107.193	70.829	103.079	101.732	113.285	115.155	112.600	118.170	4,9	2,6	
Depósitos	54.447	57.833	44.863	44.445	52.625	62.685	70.655	75.668	83.487	10,3	18,2	
Sector público ²	1.342	1.276	950	1.636	3.077	6.039	7.122	6.946	6.951	0,1	-2,4	
Sector privado ²	52.460	55.917	43.270	38.289	47.097	55.384	62.309	67.859	74.820	10,3	20,1	
Cuenta corriente	5.022	4.960	7.158	8.905	11.588	13.966	15.564	17.946	18.236	1,6	17,2	
Caja de ahorros	9.702	9.409	14.757	6.309	10.547	14.842	16.921	18.362	20.366	10,9	20,4	
Plazo fijo	35.218	39.030	18.012	11.083	18.710	22.729	26.084	27.736	32.327	16,6	23,9	
CEDRO	0	0	0	9.016	2.409	798	328	3	2	-15,2	-99,3	
Otras obligaciones por intermediación financiera	39.045	46.271	22.629	49.341	42.367	45.083	40.480	32.349	30.287	-6,4	-25,2	
Obligaciones interfinancieras	2.146	2.293	1.514	836	1.070	1.386	1.488	2.123	2.123	42,7	53,2	
Obligaciones con el BCRA	274	83	1.758	16.624	17.030	17.768	13.266	10.088	7.072	-29,9	-46,7	
Obligaciones negociables	4.990	4.939	3.703	9.073	6.674	7.922	6.112	6.548	6.762	3,3	10,6	
Líneas de préstamos del exterior	6.680	5.491	4.644	15.434	9.998	5.444	4.016	2.696	2.488	-7,7	-38,0	
Otros	24.954	33.466	11.010	7.374	7.939	12.878	15.700	11.530	11.842	2,7	-24,6	
Obligaciones subordinadas	1.683	1.668	1.700	3.622	1.850	1.304	1.235	1.319	1.183	-10,3	-4,2	
Otros pasivos	1.299	1.420	1.637	5.671	4.890	4.213	2.786	3.264	3.214	-1,6	15,4	
Patrimonio neto	12.304	12.178	11.515	15.827	14.900	14.780	15.664	17.080	18.377	7,6	17,3	
Memo												
Activo neteado	85.918	88.501	73.796	117.928	115.091	121.889	122.149	123.271	130.286	5,7	6,7	

(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 neteado; **3.-** Préstamos al sector privado no financiero / Activo neteado; **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 - %. Los datos a junio corresponden al primer semestre - % anualizado; **7.-** (Resultado anual acumulado - Amortización de amparos - Ajustes por valuación de activos del sector público) / Activo neteado 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; **9.-** Integración de capital (Responsabilidad Patrimonial Computable) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínicos; **10.-** Posición de capital total (Integración menos exigencia, incluyendo franquicias) / Exigencia de capital.



Cuadro 8: Rentabilidad

Montos en millones de pesos	Anual							Semestres			Var. semestral %	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	I-05	II-05	I-06	I-06 / I-05	I-06 / II-05
Margen financiero	5.176	5.441	5.282	10.628	2.575	3.415	5.253	2.222	3.031	3.545	60	17
Resultado por intereses	3.819	3.598	3.519	-304	107	1.214	2.069	868	1.200	1.330	53	11
Ajustes CER y CVS	0	0	0	1.476	1.082	900	1.215	705	511	498	-29	-2
Diferencias de cotización	213	160	256	6.189	-312	666	576	139	436	412	196	-6
Resultado por activos	908	1.232	962	3.464	1.892	959	1.259	446	813	1.219	173	50
Otros resultados financieros	236	450	546	-197	-195	-322	134	63	70	86	35	21
Resultado por servicios	2.598	2.554	2.598	2.782	2.341	2.774	3.350	1.562	1.789	2.016	29	13
Cargos por incobrabilidad	-1.872	-2.173	-2.464	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-356	-358	-326	-9	-9
Gastos de administración	-5.326	-5.263	-5.224	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-2.933	-3.370	-3.565	22	6
Cargas impositivas	-368	-379	-418	-512	-366	-393	-509	-222	-287	-343	55	19
Impuesto a las ganancias	-386	-393	-216	-337	-295	-202	-217	-87	-130	-107	23	-18
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-665	-51	-201	-82	-118	-102	24	-14
Amortización de amparos	0	0	0	0	-791	-1.147	-1.168	-593	-575	-539	-9	-6
Diversos	447	307	615	-4.164	1.178	846	1.156	517	639	528	2	-17
Resultado monetario	0	0	0	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	269	93	174	-15.784	-2.813	-1.176	648	27	621	1.109	4.001	79
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1.357	252	2.016	703	1.313	1.749	149	33
Indicadores analizados - En % del activo neteado											Variaciones en p.p.	
Margen financiero	6,1	6,2	6,4	7,6	2,3	2,9	4,3	3,6	5,0	5,6	2,0	0,6
Resultado por intereses	4,5	4,1	4,3	-0,2	0,1	1,0	1,7	1,4	2,0	2,1	0,7	0,1
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,8	1,0	1,1	0,8	0,8	-0,4	0,0
Diferencias de cotización	0,3	0,2	0,3	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,2	0,7	0,7	0,4	-0,1
Resultado por activos	1,1	1,4	1,2	2,5	1,7	0,8	1,0	0,7	1,3	1,9	1,2	0,6
Otros resultados financieros	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	3,1	2,9	3,2	2,0	2,0	2,4	2,7	2,5	2,9	3,2	0,6	0,3
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-2,5	-3,0	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	0,1	0,1
Gastos de administración	-6,3	-6,0	-6,4	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-4,8	-5,5	-5,6	-0,9	-0,1
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1
Impuesto a las ganancias	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0
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	-0,2	-0,2	0,0	0,0
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	0,1	0,1
Diversos	0,5	0,4	0,7	-3,0	1,0	0,7	0,9	0,8	1,0	0,8	0,0	-0,2
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
Resultado total	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	0,0	1,0	1,8	1,7	0,7
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,6	1,1	2,2	2,8	1,6	0,6
Resultado total / Patrimonio neto	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	0,4	7,6	12,3	12,0	4,8

(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 "resultado 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 99	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Jun 05	Dic 05	Jun 06
Cartera irregular total	7,6	8,3	9,9	19,8	15,7	8,9	6,5	4,4	3,7
Al sector privado no financiero	8,9	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	10,5	6,3	4,8
Cartera comercial ¹	6,8	8,4	15,4	44,7	39,0	18,2	12,5	7,3	5,3
Cartera de consumo y vivienda	12,5	11,9	12,4	26,0	17,2	10,0	6,6	4,2	3,8
Previsiones / Cartera irregular total	69,4	67,7	75,7	73,4	79,0	95,7	98,8	114,6	116,2
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	2,3	2,7	2,4	5,3	3,3	0,4	0,1	-0,6	-0,6
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	11,5	13,4	11,4	18,6	11,2	1,3	0,3	-2,2	-2,1

(1) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

\$: Pesos argentinos

%a. : Porcentaje anualizado

a.: Anualizado

AN: Activo Neteado de las duplicaciones contables generadas por las operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

AIN: Activos Internos Netos

APE: Acuerdos Preventivos

AFJP: Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

BADLAR: 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.

BC: Banco Central

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BEF: Boletín de Estabilidad Financiera

BIS: Banco de Pagos Internacionales

BMA: Base Monetaria Amplia. Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el *stock* de cuasimonedas

BODEN: Bonos del Estado Nacional

BOGAR: Bonos Garantizados

BONAR: Bonos de la Nación Argentina

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CAMEL: *Capital, Assets, Management, Earnings and Liquidity*

Cdad. de Bs.As.: Ciudad de Buenos Aires

CDS: *Credit Default Swap*

CEC: Cámaras Electrónicas de Compensación

CEDEM: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano

CEDRO: Certificado de Depósito Reprogramado

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFU: Compensación Federal Uniforme

CNV: Comisión Nacional de Valores

CIMPRA: Comisión Interbancaria para Medios de Pago de la República Argentina

Crédito al sector público: incluye la posición en títulos públicos (considerando compensaciones a

recibir) y los préstamos al sector público. No se incluyen LEBAC y NOBAC.

CS: Compañías de Seguros

CVS: Coeficiente de Variación Salarial

EEUU: Estados Unidos de Norteamérica

EF: Estabilidad Financiera

EFNB: Entidades Financieras no Bancarias

eje der.: Eje derecho

EM: Efectivo Mínimo

EMBI: *Emerging Markets Bond Index*

EP: Estabilidad de Precios

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOMC: *Federal Open Market Committee* (EEUU)

FCI: Fondos Comunes de Inversión

FGD: Fondo de Garantía de Depósitos

FJP: Fondo de Jubilaciones y Pensiones

FUCO: Fondo Unificado de Cuentas Corrientes Oficiales

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IDCCB: Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias

IFI: Instituciones Financieras Internacionales

IFNB: Intermediarios Financieros No Bancarios

IFS: *International financial statistics*

IHH: Índice Herfindahl-Hirschman

INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

IndeR: Instituto Nacional de Reaseguros

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones (Chile)

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ISDA: *International Swaps and Derivatives Association*

ISSP: Índice Sintético de Servicios Públicos



IVA: Impuesto al Valor Agregado	PyME: Pequeñas y Medianas Empresas
LBTR: Liquidación Bruta en Tiempo Real	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
LEBAC: Letras del Banco Central de la República Argentina	RIN: Reservas Internacionales Netas que son el resultado de las reservas internacionales brutas del BCRA menos los pasivos mantenidos con el FMI
LIBOR: <i>London Interbank Offered Rate</i> (Tasa interbancaria ofrecida en el mercado de Londres)	ROA: <i>Return on assets</i>
M0: Billetes y monedas	ROE: <i>Return on equity</i>
M1: M0 más depósitos en cuenta corriente en pesos y dólares, netos de FUCO	Rofex: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)
M2: M1 más depósitos en caja de ahorro en pesos y en dólares (50% de su saldo)	RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable
M3: M2 (con el 100% de los depósitos en caja de ahorro en dólares) más depósitos a plazo fijo en pesos y dólares (incluyendo CEDRO con CER)	s.e.: Serie sin estacionalidad
MAE: Mercado Abierto Electrónico	SAFJP: Superintendencia de AFJP
m.e.: moneda extranjera	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
MECON: Ministerio de Economía y Producción	SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
MEP: Medio Electrónico de Pagos	SEDESA: Seguro de Depósitos Sociedad Anónima
MERCOSUR: Mercado Común del Sur	SEFyC: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	SGR: Sociedad de Garantía Recíproca
MEXBOL: Índice de la Bolsa Mexicana de Valores	SNP: Sistema Nacional de Pagos
MIPyME: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	SSN: Superintendencia de Seguros de la Nación
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	TIR: Tasa Interna de Retorno
MRO: <i>Main refinancing operations</i>	TM: Tasa de Mercado
NACHA: Asociación de Cámaras Compensadoras Electrónicas Nacionales	TNA: Tasa Nominal Anual
NOBAC: Notas del Banco Central	UCI: Utilización de Capacidad Instalada
OCT: Operaciones Concertadas a Término	US\$: Dólares estadounidenses
OECD: <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
ON: Obligaciones Negociables	Var. % trim.: Variación porcentual trimestral
OS: Obligaciones Subordinadas	VN: Valor Nominal
O/N: <i>Overnight rate</i>	VaR: Valor a Riesgo
p.b.: puntos básicos	
p.p.: Puntos porcentuales	
P / VL: Precio sobre Valor Libro	
PEN: Poder Ejecutivo Nacional	
PF: Plazo Fijo	
PGN: Préstamos Garantizados Nacionales	
PIB: Producto Interno Bruto	
PN: Patrimonio Neto	
prom. móv.: promedio móvil	



ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Índice de Gráficos

1.	Exposición al Sector Público y Privado.....	7
2.	Préstamos Hipotecarios Otorgados a Familias.....	8
3.	Evolución de los Depósitos Privados	9
4.	Valuación de Activos del Sector Público.....	10
5.	Rentabilidad Semestral.....	11
6.	Bancarización Regional.....	12
I.1.	PIB real.....	14
I.2.	Principales Tasas de Interés de Referencia.....	14
I.3.	<i>Spread</i> EMBI y Rendimiento <i>Treasury</i> a 10 años.....	14
I.4.	EEUU. Curvas de Rendimiento.....	15
I.5.	Índice de Precios de las Materias Primas.....	15
I.6.	Evolución de los <i>Spreads</i>	15
A.1.1	Evolución de <i>Spreads</i> de CDs.....	16
A.1.2	Correlación <i>Spread</i> EMBI-CDs.....	16
A.1.3	<i>Basis</i> : Caso Brasileño – septiembre 2006.....	17
A.1.4	Liquidez Mercado CDS – Caso Brasileño.....	17
I.7.	Crédito al Sector Privado.....	18
I.8.	Irregularidad de la Cartera Privada.....	18
I.9.	Solvencia.....	18
I.10	Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto.....	19
I.11	Inversión Bruta Interna Fija. Evolución por Componente.....	19
I.12	Superávit Fiscal y de Cuenta Corriente.....	19
I.13	Inflación y Expectativas.....	20
I.14	Evolución de M2 y Programa Monetario 2006.....	20
II.1	Rendimiento <i>Discount</i> en US\$ y Global Brasil 2034.....	22
II.2.	Curva de Rendimiento – Títulos en Pesos + CER.....	22
II.3.	Curva de Rendimientos – Títulos en US\$.....	22
II.4.	Colocaciones Primer Semestre 2006.....	23
II.5.	<i>Spread</i> sobre BADLAR de las Licitaciones de NOBAC.....	23
II.6.	Volumen Negociado de Títulos Públicos.....	23
II.7	Emisión de Obligaciones Negociables.....	24
II.8.	Emisión de Obligaciones Negociables por Sector.....	24
II.9.	Montos Negociados ON – MAE.....	24
II.10.	Rendimientos de Obligaciones Negociables Emitidas por Bancos.....	25
II.11.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	25
II.12.	Securitización por Activo Subyacente.....	25
II.13.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	26
II.14.	Evolución del Mercado Doméstico de Acciones.....	26
II.15.	Derivados de Moneda.....	26
III.1.	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	28
III.2.	Recaudación Tributaria Nacional.....	28
III.3.	Resultado Primario Consolidado.....	29
III.4.	Deuda Pública Nacional.....	29
III.5	Cartera de Financiaciones a Empresas.....	29
III.6.	PIB. Bienes y Servicios.....	30
III.7.	Deuda de las Empresas.....	30
III.8.	Carga de la Deuda del Sector Empresas.....	30
III.9	Industria. Evolución Histórica.....	31
III.10.	Actividad Industrial y Capacidad Instalada.....	31
III.11.	Deuda de la Industria.....	31
III.12.	Producción Industrial Pecuaria.....	32
III.13.	Deuda del Sector Primario.....	32
III.14.	ISSP. Crecimiento por Componente.....	33
III.15.	Ventas en Supermercados y Centros de Compra.....	33
III.16.	Construcción. Evolución Histórica.....	33
III.17.	Consumo Privado y Masa Salarial Real.....	34
III.18.	Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación.....	34
III.19.	Carga de la Deuda de las Familias.....	34
IV.1.	Escala del Sistema Financiero.....	36
IV.2.	Tamaño de los Intermediarios Financieros.....	36
IV.3.	Exposición de Cartera de los IFNB.....	36
IV.4.	Estructura del Sistema Financiero.....	37
IV.5.	Productividad del Factor Trabajo.....	37
IV.6.	Concentración del Sistema Financiero.....	37
IV.7.	Participación por Tipo de Banco.....	38
IV.8.	Activo Neteado del Sistema Financiero.....	38
IV.9.	Intermediación Financiera.....	38
IV.10.	Préstamos al Sector Privado.....	39
IV.11.	Crédito a las Exportaciones.....	39
A.2.1.	<i>Leasing</i> a Empresas.....	41
A.2.2.	Irregularidad.....	41
A.2.3.	<i>Leasing</i> a Empresas por Actividad.....	41
A.2.4.	<i>Leasing</i> a Empresas por Montos.....	41



IV.12.	Préstamos Hipotecarios Otorgados a las Familias.....	42
IV.13.	Impacto de la Crisis sobre los Créditos Hipotecarios.....	42
IV.14.	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	42
IV.15.	Cobertura Geográfica por Grupo de Bancos.....	43
IV.16.	Depósitos.....	43
IV.17.	Endeudamiento con el BCRA – Esquema de <i>Matching</i>	43
V.1.	Ingresos y Aplicación de Fondos por Depósitos y Préstamos.....	46
V.2.	Cobertura al Riesgo de Liquidez.....	46
V.3.	Liquidez en Pesos.....	46
V.4.	Liquidez en Dólares.....	47
V.5.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	47
V.6.	Tasas de Interés.....	47
V.7.	Exposición al Sector Público del Sistema Financiero.....	48
V.8.	Valuación de Activos del Sector Público.....	48
V.9.	Financiaciones al Sector Privado No Financiero.....	48
A.3.1	Exposición del Sistema Financiero al Riesgo del Sector Público.....	49
A.3.2	Exposición al Sector Público por Grupo de Bancos.....	49
A.3.3	Brecha de Financiamiento Público - Privado.....	50
A.3.4	Exposición al Sector Público.....	50
V.10.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	51
V.11.	Exposición Patrimonial al Riesgo de Crédito del Sector Privado.....	51
V.12.	Variaciones del Financiamiento por Actividad Productiva.....	52
V.13.	Exposición a los Sectores Productivos.....	52
V.14.	Irregularidad del Crédito a los Sectores Productivos.....	52
V.15.	Financiaciones por Tramo a Empresas.....	53
V.16.	Irregularidad por Tramo de Financiamiento.....	53
V.17.	Costos de los Préstamos Comerciales.....	53
V.18.	Irregularidad del Crédito a las Empresas por Tipo de Línea.....	54
V.19.	Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de las Empresas.....	54
V.20.	Exposición a las Familias por Tipo de Línea.....	54
V.21.	Costo de los Préstamos al Consumo.....	55
V.22.	Irregularidad del Crédito a las Familias por Tipo de Línea.....	55
V.23.	Descalce Patrimonial de CER.....	55
V.24.	Coefficiente de Estabilización de Referencia (CER).....	56
V.25.	Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado.....	56
V.26.	Desagregación de la Exposición al Riesgo de Mercado.....	56
V.27.	Riesgo de Mercado por Moneda Extranjera.....	57
V.28.	Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera.....	57
V.29.	Posición Abierta en Moneda Extranjera.....	57
V.30.	Resultado por Grupo de Bancos – Primer Semestre de 2006.....	58
V.31.	Variación en la Integración de Capital.....	58
V.32.	Volatilidades Diarias para el Cálculo de la Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado.....	58
VI.1.	Rentabilidad Semestral.....	60
VI.2.	Composición del Margen Financiero.....	60
VI.3.	Resultados por Intereses.....	61
VI.4.	Composición de los Resultados por Servicios.....	61
VI.5.	Ingresos por Servicios.....	61
VI.6.	Cargos por Incobrabilidad.....	62
VI.7.	Gastos de Administración y Eficiencia Operativa.....	62
VI.8.	Eficiencia.....	62
VI.9.	Tasas de Interés Implícitas.....	63
VI.10.	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	64
VI.11.	Apalancamiento del Sistema Financiero.....	64
VI.12.	Índice de Capitalización de Mercado de Entidades Financieras.....	65
VI.13.	Integración de Capital según Norma de Capitales Mínmimos.....	65
VII.1.	Circulante en los Agregados Monetarios.....	68
VII.2.	Circulante.....	68
VII.3.	Débitos en Cuenta Corriente.....	68
VII.4.	Documentos Compensados.....	69
VII.5.	Documentos Rechazados.....	69
VII.6.	Transferencias Minoristas.....	69
VII.7.	Débitos Directos.....	70
VII.8.	MEP – Transacciones Cursadas en \$.....	70

Índice de Tablas

III.1.	Emisión de Bonos en 2005 y 2006.....	28
III.2.	Producción de Cereales y Oleaginosas.....	32
IV.1.	Situación Patrimonial.....	39
V.1.	Matriz de Transición Diciembre 2005 / Junio 2006.....	51
VI.1.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	60
VI.2.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados.....	63
VI.3.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos.....	63
VI.4.	Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco: Primer Semestre 2006.....	64
VI.5.	Capitales Mínmimos por Grupo de Bancos.....	65