



# Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre de 2008



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



# Boletín de Estabilidad Financiera

## Segundo Semestre de 2008



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Boletín de Estabilidad Financiera**  
**Segundo Semestre de 2008**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Septiembre 2008

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

**Banco Central de la República Argentina**

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

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

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

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.  
Para comentarios o consultas: [analisis.financiero@bcra.gov.ar](mailto: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 2008, será el 31 de marzo de 2009 a través de Internet.*

Buenos Aires, 30 de septiembre de 2008



# Contenido

**Pág. 7 | Visión Institucional**

**Pág. 11 | I. Contexto Internacional**

**Pág. 19 | II. Contexto Local**

**Pág. 31 | III. Mercado de Capitales**

*Pág. 34 | Apartado 1 / Turbulencias y Medidas de Provisión de Liquidez*

**Pág. 43 | IV. Intermediarios Financieros**

*Pág. 47 | Apartado 2 / Los Fondos de Jubilaciones y Pensiones en la Intermediación Financiera Local*

*Pág. 53 | Apartado 3 / Dimensión de las Microfinanzas en América Latina*

**Pág. 55 | V. Administración de Riesgos**

**Pág. 69 | VI. Solvencia**

**Pág. 75 | VII. Sistema de Pagos**

**Pág. 81 | Balance de Riesgos**

**Pág. 83 | Anexo Estadístico**

**Pág. 87 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

**Pág. 89 | Índice de Gráficos y Tablas**



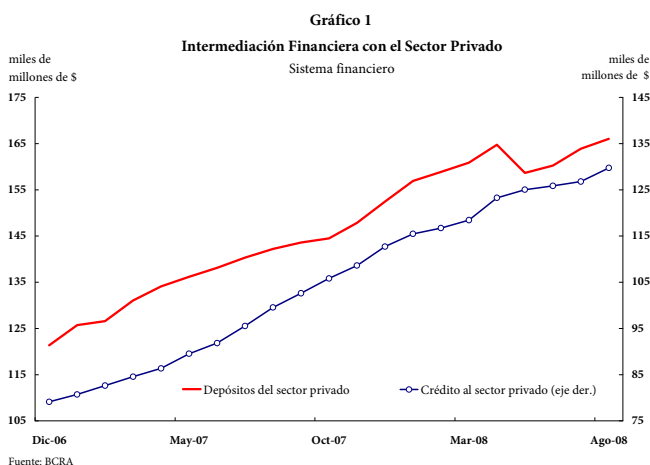


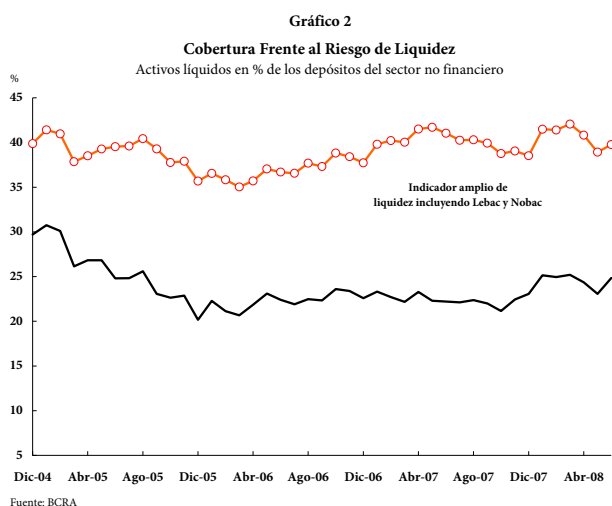
# Visión Institucional

Los últimos episodios de tensión en las variables financieras locales han constituido una prueba concreta para evaluar la efectividad de la estrategia general y de las medidas específicas que viene ejecutando el BCRA. Tanto el impacto de un período extraordinariamente crítico en los mercados internacionales, así como una fuerte caída de los depósitos privados en el segundo trimestre de 2008, han sido superados restableciéndose la estabilidad monetaria y financiera de la economía argentina. Estos desarrollos han permitido continuar con el sendero de crecimiento económico.

El BCRA ha implementado a lo largo de los últimos años un conjunto de políticas prudenciales anticíclicas, donde se destacan la acumulación de reservas y la construcción de un sistema financiero sólido con descalces acotados. Sobre esos pilares se constituyeron una serie de instrumentos que han permitido configurar un marco robusto y flexible para enfrentar adecuadamente eventuales *shocks* adversos, todo sujeto a un enfoque de administración de riesgos. En particular, frente al brusco desajuste en la demanda de dinero evidenciado en mayo, con contrapartida en la caída de los depósitos privados y un aumento de la demanda de moneda extranjera, el BCRA decidió utilizar un amplio arsenal de medidas que apuntaron eficazmente a dos frentes: atacar la expectativa de depreciación del peso, estabilizando la demanda de dinero, y proveer liquidez.

En este sentido, las medidas implementadas por el BCRA lograron revertir el escenario de mayo, que no se encontró vinculado a las condiciones del sistema financiero ni a las variables fundamentales de la economía. En particular se lanzaron 10 medidas que se enumeran a continuación: 1. se adecuó el mercado de pases, ofreciéndose liquidez a tasa de interés fija (hasta \$3.000 millones) y variable (tasa BADLAR), 2. se renovó parcialmente los vencimientos de Lebac y Nobac, realizándose recompras de estos instrumentos, 3. se extendieron los límites para operar en el mercado de futuros, tanto para el BCRA como para aquellos agentes asociados a algunas de las contrapartes, 4. se permitió que el tipo de cambio de referencia aplicable a las transacciones de futuros y *forward* entre el BCRA y sus contrapartes sea fijado por el EMTA (*Emerging Market Traders Association*), 5. se activó la operatoria de mercado abierto en el mercado de títulos públicos a través de compras liquidables en pesos y en dólares en el mercado secundario (herramienta adicional para proveer liquidez), 6. se unificó la posición de efectivo mínimo de junio y julio en un período bimestral, posibilitando una mejor administración de la liquidez, 7. se creó un mecanismo de pases activos en dólares con el objetivo de reducir las expectativas de depreciación del peso, 8. el BCRA comenzó a operar en el mercado de *Non-Deliverable Forward* (NDF) con operacio-





nes de hasta 1 año con contrapartes con calidad de crédito no inferior a AA-, 9. se habilitó una nueva ventanilla de pases que permiten como colaterales determinadas especies (Bogar y Préstamos Garantizados) no utilizadas en los pases tradicionales y 10. se amplió el menú de plazos de los pases pasivos, readecuando sus costos.

Los resultados fueron una reducción de la volatilidad del tipo de cambio, estabilización de las variables monetarias (incluyendo la reversión de la salida de depósitos), menores presiones sobre las tasas de interés y consecuentemente, la preservación de la dinámica general del crédito al sector privado.

La coyuntura económica mundial sigue deteriorándose en forma marcada, sin verificar perspectivas de reversión en el corto plazo, dando fundamento a la percepción de que se está frente a una crisis casi sin precedentes. La tensión en los mercados financieros marca nuevos picos con el paso del tiempo, dado el marco general de incertidumbre que brinda la combinación de crisis financiera, elevados niveles de inflación y alto riesgo de recesión en las economías centrales. Los principales bancos centrales de los países desarrollados están volcándose a estrategias más flexibles como la vigente en Argentina. Recogiendo este escenario marcadamente negativo, las economías emergentes en general han comenzado a sentir algunas consecuencias, destacándose la situación de aquellas con mayor dependencia a la disponibilidad de fondeo externo.

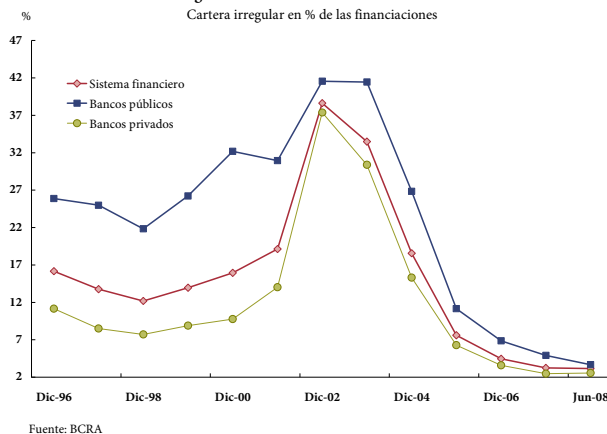
Sobre la base de la política financiera prudencial implementada por el BCRA, el sistema financiero sigue presentando un alto grado de fortaleza, a pesar de operar en un marco general dominado por el profundo deterioro de las condiciones financieras globales. Los bancos locales, respaldados en adecuados niveles de liquidez y solvencia, continúan profundizando su canalización de recursos a las empresas y a las familias. El crédito bancario al sector privado mantiene su tendencia creciente (30% i.a.), no obstante presentar cierta desaceleración, tras 4 años de alto y sostenido ritmo de expansión. Estas financiaciones representan 12% del PIB a mediados de 2008, planteando un alto potencial de crecimiento para los años venideros. El incremento del fondeo por depósitos sigue explicando esta tendencia, en un período en que las condiciones financieras internacionales generaron una pausa en la obtención de recursos en los mercados de capitales.

La expansión del crédito bancario al sector privado continúa dándose en un marco de sólidos niveles de liquidez precautoria. Los activos líquidos de la banca alcanzan 25% de los depósitos a mediados de 2008, valor que se extiende considerablemente hasta 40% al contemplar la liquidez amplia que considera el *stock* de Lebac y Nobac en cartera. Las medidas del BCRA consolidan el rol de reserva de liquidez de estos títulos, constituyendo una

herramienta efectiva en un contexto de turbulencias financieras que impactan negativamente sobre los mercados de liquidez interbancaria.

Las mejoras evidenciadas en el mercado laboral y la expansión de la actividad económica de los distintos segmentos productivos, combinadas con los moderados niveles de endeudamiento de estos sectores, permiten a los bancos continuar incrementado su canalización de recursos en un contexto de riesgo de crédito acotado. Como reflejo, la proporción de las financiaciones al sector privado en situación irregular se encuentra en un mínimo histórico (3,1%). Las financiaciones a las empresas continúan mostrando mejoras en su desempeño, en tanto que la calidad de la cartera crediticia a las familias ha comenzado a presentar un leve deterioro, principalmente por el desempeño de las líneas destinadas al consumo. La tendencia de caída en la irregularidad de las financiaciones totales al sector privado podría estar encontrando un piso, en un contexto de cierta moderación en el crecimiento económico y del crédito, tras un período prolongado de elevada expansión de ambas variables.

**Gráfico 3**  
**Irregularidad del Crédito al Sector Privado**  
Cartera irregular en % de las financiaciones



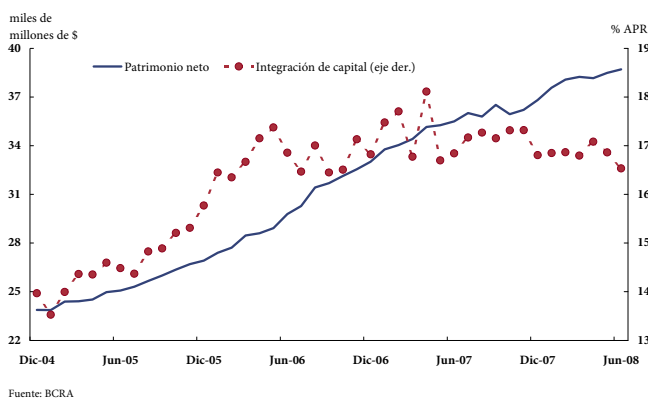
Fuente: BCRA

Merced a la normativa e incentivos establecidos por el BCRA, y tras cuatro años de sostenida y significativa reducción, la exposición del sistema financiero al sector público alcanza 14% del activo total. Esta evolución se da en un contexto en el cual el sector público sostiene su capacidad de pago de la mano del superávit fiscal y de la disponibilidad de fuentes de fondeo para enfrentar las necesidades de financiamiento de los próximos períodos.

El sistema financiero mantiene una gradual mejora en su posición frente al riesgo de moneda extranjera, movimiento impulsado por un menor descalce, atento a las disposiciones normativas implementadas por la Autoridad Monetaria, en un marco de acotada variabilidad en el tipo de cambio peso-dólar. La exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés se mantiene relativamente estable, si bien sigue verificándose una reducción en los activos del sector público, cartera con mayor plazo de madurez y tasas de interés fijas. El riesgo de mercado verificó una disminución, recogiendo el efecto de las medidas de valuación de títulos públicos implementadas por el BCRA destinadas a morigerar el impacto de las turbulencias excesivas sobre el patrimonio de los bancos.

En línea con las buenas prácticas de gestión del riesgo operacional del Comité de Basilea, en abril el BCRA dio a conocer los estándares mínimos para la gestión de este riesgo. La norma requiere que se aborde su gestión como una disciplina integral y separada de otros riesgos, identificando los factores que lo inducen, su modo de monitoreo y administración. Asimismo, da los principales lineamientos con que debe contar el proceso de gestión. De acuerdo al cronograma establecido, hacia fines de 2009 las entidades financieras deberán haber implementado los requerimientos establecidos.

**Gráfico 4**  
**Solvencia**  
Sistema financiero



La solvencia del sistema financiero continúa con su proceso de consolidación, producto de los beneficios obtenidos y de las nuevas capitalizaciones recibidas. Este proceso resulta fundamental a fin de fortalecer el grado de resistencia de la banca a un eventual entorno adverso, al tiempo que consolida las bases para continuar con una expansión saludable del crédito. El capital medido según la normativa prudencial vigente alcanza 16,5% de los activos ponderados por riesgo, superando así tanto los requisitos locales como los niveles mínimos recomendados internacionalmente. La rentabilidad de la banca alcanza 1,6% del activo en los primeros seis meses de 2008, con ingresos netos por intereses y por servicios que constituyen la principal fuente de fondos. El bajo riesgo crediticio asumido permite sostener reducidos niveles de erogaciones por incobrabilidad, mientras que los gastos de administración crecen de la mano de los salarios y de la capacidad operativa.

El BCRA sigue generando medidas para lograr un mayor alcance del sistema financiero extendiendo el nivel de bancarización. Así, se recalibraron las categorías para establecer el capital mínimo por jurisdicciones y se redujo la carga burocrática para la apertura de nuevas sucursales. Con el objetivo de lograr que los bancos ofrezcan un producto estándar que facilite la comparación y la transparencia, se está implementando la “Cuenta Básica” en la normativa sobre depósitos de ahorro y pago de remuneraciones.

El Sistema Nacional de Pagos continúa mejorando su desempeño, impulsado por los continuos esfuerzos del BCRA para consolidar su eficiencia, agilidad y seguridad. Así, se observa una mayor utilización de los instrumentos electrónicos en las transacciones habituales. A fin de agilizar aún más las tareas de gestión de la operatoria de cheques y seguir optimizando el procedimiento de la Compensación Federal Uniforme, se avanzará en estandarizar completamente los documentos compensables e implementar un reservorio de imágenes de los cheques para posibilitar la consulta.

Hacia delante, la severa profundización de un marco de incertidumbre en los mercados financieros internacionales sigue representando un desafío para el adecuado desenvolvimiento de las economías de la región, y en particular para el accionar de sus Bancos Centrales. Se espera que la estrategia preventiva desarrollada, y el eventual uso de las herramientas disponibles por parte del BCRA, permitan proteger a la economía local de los posibles embates derivados de un escenario financiero internacional más hostil. Así, se espera un contexto adecuado para sostener las condiciones que hacen a la estabilidad financiera local.

# I. Contexto Internacional

## Síntesis

La coyuntura económica mundial siguió deteriorándose en forma creciente y marcada: la tensión en los mercados financieros registró nuevos picos, se acentuaron las presiones inflacionarias junto con los elevados precios de las materias primas, y comenzó a sentirse la desaceleración económica. El debilitamiento de la coyuntura se tornaba dramático hacia septiembre, volviéndose evidente el carácter sin precedentes de esta crisis. Al verse seriamente comprometida la estabilidad de los mercados financieros, el Tesoro de EEUU debió presentar un plan de rescate apuntando directamente a los mercados de crédito. Si bien esto ayudó a que las cotizaciones de los activos financieros dejaran de desplomarse, al cierre de este Boletín la incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados seguía siendo crítica.

En la primera mitad del año el crecimiento en las principales economías fue mayor al originalmente esperado. Para EEUU, el efecto riqueza relacionado con las pérdidas en los mercados inmobiliario y financiero se reflejarían negativamente en el consumo privado. Las turbulencias originalmente vinculadas al mercado de hipotecas subprime se derramaron a la generalidad de los mercados, intensificándose hasta niveles críticos. Esto se evidenció en una severa contracción de los índices bursátiles, y en niveles de spreads record en los mercados interbancarios.

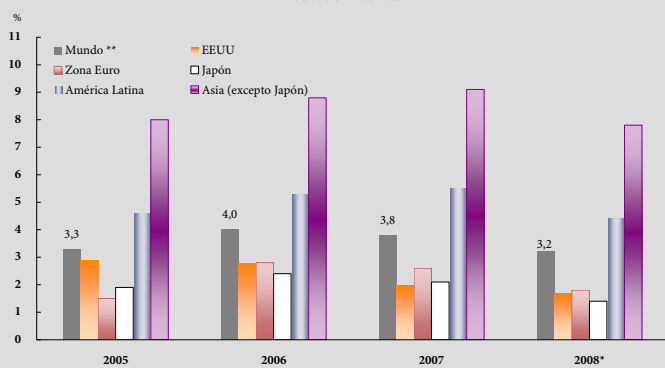
Los principales bancos centrales tuvieron que utilizar los instrumentos disponibles para atender a múltiples objetivos de política, priorizando la estabilidad financiera. En el caso particular de la Fed, se implementaron diversas medidas en pos de contener los problemas observados, con especial foco en la liquidez.

Las presiones inflacionarias se intensificaron a nivel global, impulsadas por los precios récord de las materias primas (especialmente el petróleo y los commodities agrícolas). La inflación en EEUU alcanzó valores en torno a 5%, mientras que en la Eurozona y Japón las subas de precios alcanzaban niveles de 4% y 2%, respectivamente. La inflación subyacente, sin embargo, se mantuvo contenida para éstas economías.

Los países emergentes en general, y Latinoamérica en particular, mantuvieron altas tasas de crecimiento, con signos de desaceleración en los últimos meses. Las presiones inflacionarias se intensificaron, aumentando la inflación subyacente. Esto generó reacciones por parte de los bancos centrales, apuntando a políticas más restrictivas. Las bolsas de los países emergentes tendieron a acompañar el deterioro observado a nivel global, si bien con cierta diferenciación por regiones (con un mejor desempeño de las bolsas de América Latina que luego se fue diluyendo). Los spreads de riesgo tendieron a ampliarse para los emergentes en general, aunque el mayor debilitamiento se vio en los países más vulnerables a un cambio en la disponibilidad de fondeo internacional.

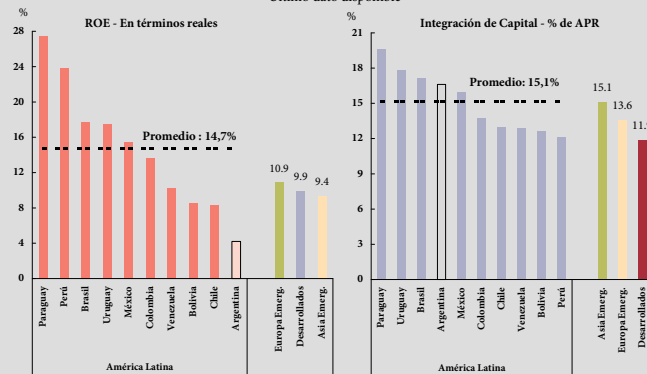
En este escenario, los sistemas bancarios latinoamericanos mostraron cierta moderación en el crecimiento de la intermediación, pero mantienen muy buenos indicadores de liquidez y de solvencia. La exposición directa de los bancos de la región a los activos que se encuentran en el centro de la tormenta es casi nula. Además, en los peores momentos de la crisis financiera pudieron mantener ganancias, mientras que los niveles de solvencia siguen siendo adecuados y superan las recomendaciones internacionales.

Gráfico I.1  
PIB Real  
Variación interanual



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

Gráfico I.2  
Rentabilidad y Solvencia  
Último dato disponible



Nota: ajuste por IPC.  
Fuente: Bancos Centrales, Superintendencias y FMI

## I.1 Coyuntura internacional

**Severo deterioro en el contexto internacional, con desaceleración en la actividad económica, inflación elevada y situación crítica en los mercados financieros**

El contexto internacional continuó desmejorando durante 2008, profundizándose la volatilidad financiera internacional y las interrupciones en los mercados de crédito, al tiempo que se incrementó la inflación y se acentuó la desaceleración de la actividad económica mundial (ver Gráfico I.1). En este escenario los precios de las materias primas se mantienen en niveles históricamente elevados.

El crecimiento de los países industrializados en los primeros meses del año resultó mayor al previsto, pero las expectativas de crecimiento para lo que queda de 2008, así como para 2009, siguen apuntando a una significativa desaceleración económica e incluso, para algunos países, al posible ingreso a una recesión. Particularmente, en EEUU la expansión del primer semestre respondió al desempeño favorable de las exportaciones netas y del consumo privado, estimulado este último por la devolución impositiva que comenzó a operar en mayo. No obstante, la fragilidad del mercado inmobiliario, la debilidad del mercado laboral, la pérdida de riqueza de los consumidores, el carácter transitorio de las devoluciones impositivas y las condiciones más ajustadas en los mercados financieros estarían afectando de manera significativa al consumo privado.

Los episodios de turbulencia en los mercados internacionales se hicieron más frecuentes y se fueron intensificando a medida que avanzaba el año. Así, los índices bursátiles globales reflejaron las preocupaciones en torno a los problemas del sector financiero y la evolución del nivel de actividad, mostrando caídas importantes en lo que va del año (ver Gráfico I.3). El índice S&P500 acumulaba hacia septiembre una merma mayor a 20% en el año, la volatilidad esperada (medida por el índice VIX) fue superior a 20% en promedio y superó los elevados valores de fines de 2007 (tocando picos de 35%). El sector financiero (medido por el S&P500 *financials*) llegó a acumular una disminución cercana a 40% hacia septiembre.

Los mercados interbancarios siguieron mostrando altos *spreads*, evidenciando la crisis de confianza existente entre entidades financieras (dada la incertidumbre acerca de las pérdidas finales a ser computadas por los bancos) y el almacenamiento de liquidez con fines precautorios (ver Gráfico I.4). Esto llevó a que los bancos centrales (con un comportamiento más agresivo por parte de la

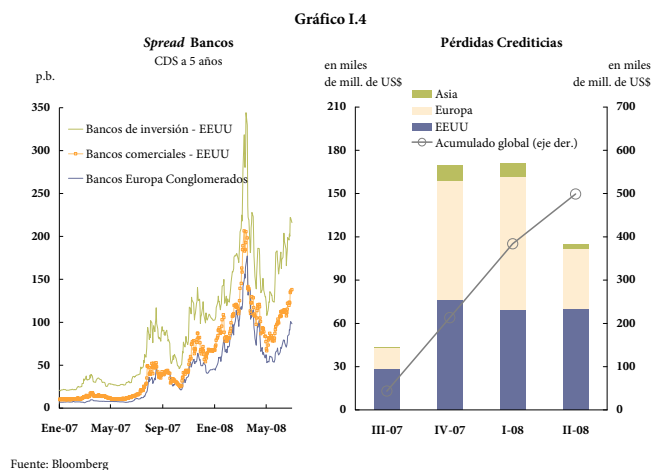
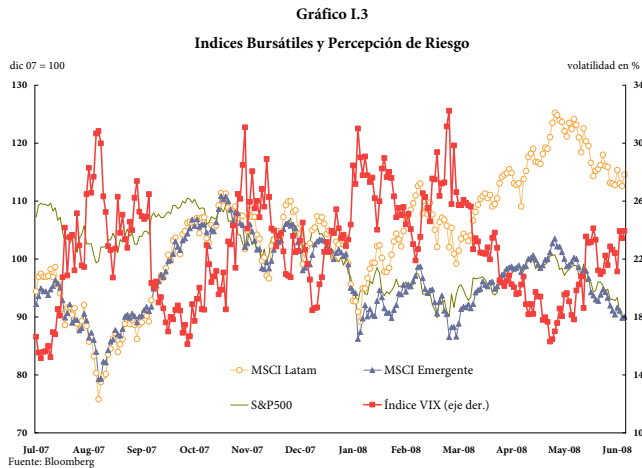
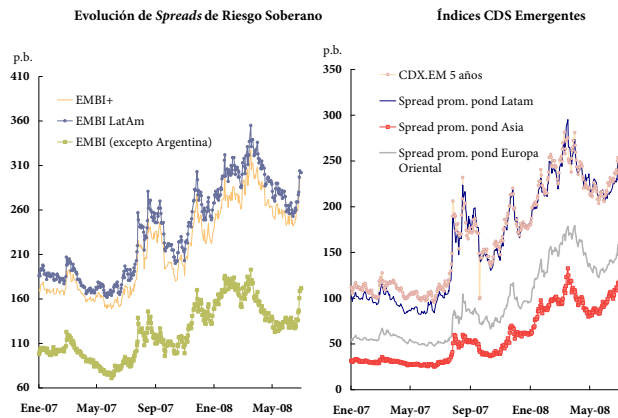




Gráfico I.5



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y Markit

Fed) instrumentaran una serie de medidas con el fin de evitar mayores interrupciones en los mercados (ver Apartado 1). A pesar de estas acciones, y dada la persistencia de diversos focos de riesgo (incluida la problemática de las aseguradoras de bonos y las agencias norteamericanas de créditos hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac) se mantuvo el contexto de alta aversión al riesgo y la tendencia al desapalancamiento.

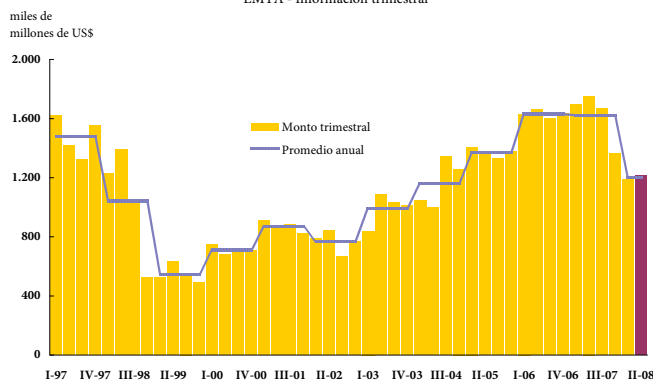
En este contexto, las perspectivas para la economía de EEUU se presentan desfavorables, reflejándose en niveles de confianza de los agentes económicos en mínimos históricos. En la zona Euro y Japón la desaceleración también es evidente, a pesar de la sorpresa positiva del incremento del PIB en los primeros tres meses del año.

**Las economías emergentes siguen impulsando el crecimiento mundial, aunque se advierten señales de menor actividad para los próximos trimestres**

Las economías emergentes continuaron siendo las principales impulsoras del crecimiento mundial, pero reducirían el ritmo de aumento de la actividad económica en lo que resta del año. Particularmente, Asia Emergente seguiría creciendo en forma sostenida, aunque 0,4 p.p. por debajo de lo previsto a comienzos de año, impulsada por China e India. Por su parte, América Latina se expandiría por quinto año consecutivo a una tasa superior a 4%, favorecida por la mejora de sus *fundamentals*, que permiten que se encuentre mejor preparada que en el pasado para enfrentar el actual contexto internacional y atenuar el impacto en la región de la debilidad en el crecimiento de las economías industrializadas.

Gráfico I.6

Volúmenes Operados de Títulos Públicos de Economías Emergentes  
EMTA - Información trimestral

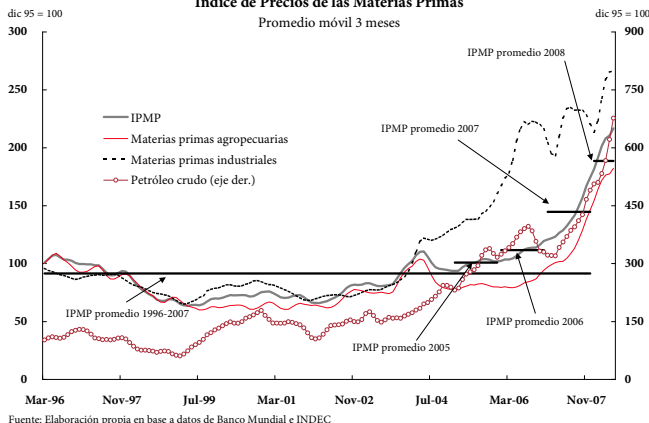


Fuente: EMTA

En la primera mitad del año esta diferencia de comportamiento se reflejó en los índices bursátiles. Mientras el índice MSCI (en dólares) para la generalidad de los países emergentes mostró un deterioro de 12,7%, en el caso de las bolsas latinoamericanas se observó un avance de 8%. Esto último evidencia la concurrencia de diversos factores: baja exposición directa de los sistemas financieros de la región al sector de hipotecas *subprime* de EEUU, sólidas cuentas públicas y externas, credibilidad en las políticas monetarias y, en especial, precios de *commodities* elevados. Sin embargo, esta fortaleza relativa fue perdiendo impulso en los últimos meses.

Por su parte, la deuda soberana de los países emergentes tendió a mostrar una ampliación de sus *spreads*, tanto si se consideran los contratos de *credit default swap* como el EMBI+ (ver Gráfico I.5). El *spread* del índice CDX a 5 años para economías emergentes, que a principios de 2008 estaba en torno a 180 p.b., se acercaba a 400 p.b. en septiembre. Todas las regiones que componen el univer-

**Gráfico I.7**  
**Índice de Precios de las Materias Primas**  
 Promedio móvil 3 meses



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

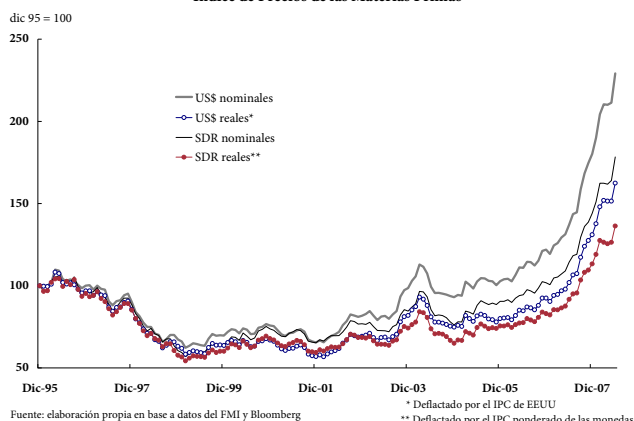
so de países emergentes mostraron subas similares en los *spreads*, observándose un deterioro mayor en el caso de países con una dependencia más importante de los flujos de capitales externos. En el caso del *spread* del EMBI+, partiendo de niveles en torno a los 240 p.b. a principios de 2008, se llegaron a registrar picos superiores a los 430 p.b. en los últimos meses. En el caso específico de Latinoamérica el *spread* llegó ampliarse unos 200 p.b. desde principios de año, alcanzando picos de casi 480 p.b. en septiembre.

Con un entorno más inestable y *spreads* en alza, la emisión de deuda por parte de los gobiernos de países emergentes en los mercados internacionales tendió a contraerse. En los mercados secundarios, a su vez, descendió el volumen operado de deuda de éstos países. Según datos de EMTA<sup>1</sup> el volumen operado en deuda emergente alcanzó US\$2,4 billones<sup>2</sup> en el primer semestre de 2008, con una caída de 30% respecto al monto de igual semestre de 2007 (ver Gráfico I.6).

### **Los precios de las materias primas siguieron elevados, especialmente explicados por las agrícolas y el petróleo**

Las cotizaciones de las materias primas siguieron aumentando, mostrando además una mayor volatilidad (tanto en el caso de las agrícolas como en el caso del petróleo). Si bien a mediados de julio los precios alcanzaron niveles máximos, para luego mostrar importantes retrocesos, los niveles actuales siguen siendo elevados en términos históricos y en relación con los precios ya altos del año pasado. Así, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA, que refleja principalmente la evolución promedio de las cotizaciones en dólares de los productos primarios básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, mostró a junio una suba acumulada de 27,2% respecto de diciembre (67,1% i.a.), alcanzando un nuevo récord (ver Gráfico I.7). Incluso al evaluar los precios en términos reales y con una canasta de monedas, para evitar las distorsiones que provienen de los también volátiles tipos de cambio bilaterales, se observa que los valores de los *commodities* presentan un crecimiento acumulado significativo en la primera mitad del año (ver Gráfico I.8).

**Gráfico I.8**  
**Índice de Precios de las Materias Primas**



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI y Bloomberg

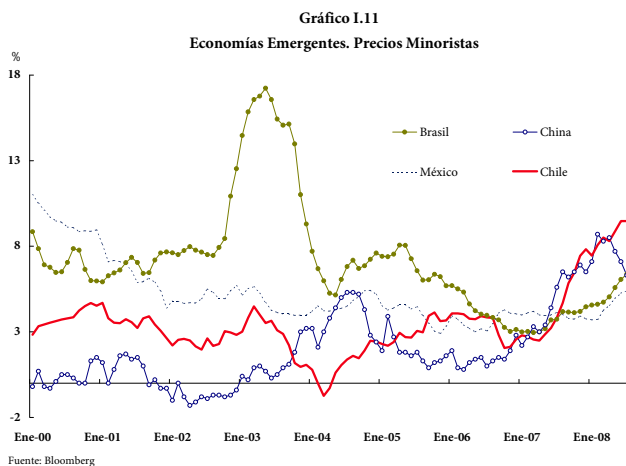
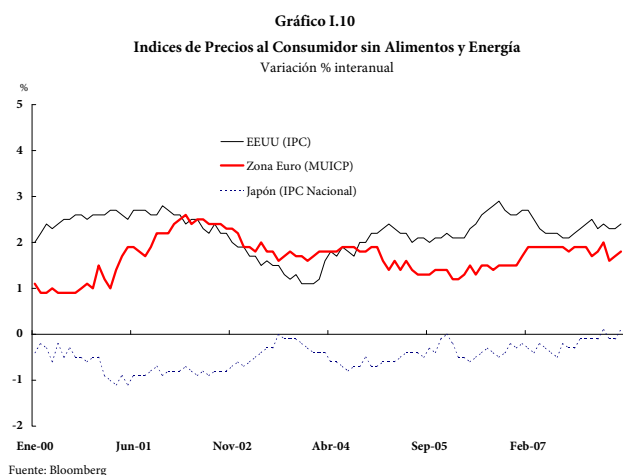
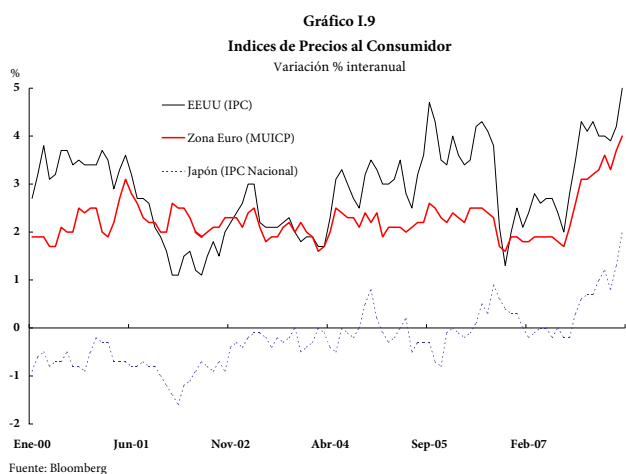
\* Deflactado por el IPC de EEUU

\*\* Deflactado por el IPC ponderado de las monedas

<sup>1</sup> *Emerging Markets Traders Association.*

<sup>2</sup> Millones de millones.





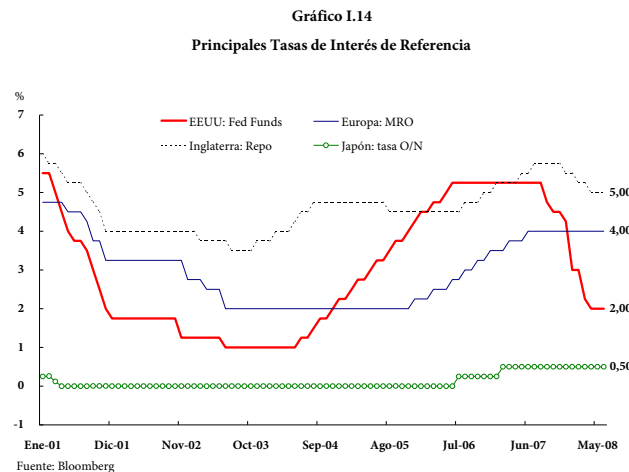
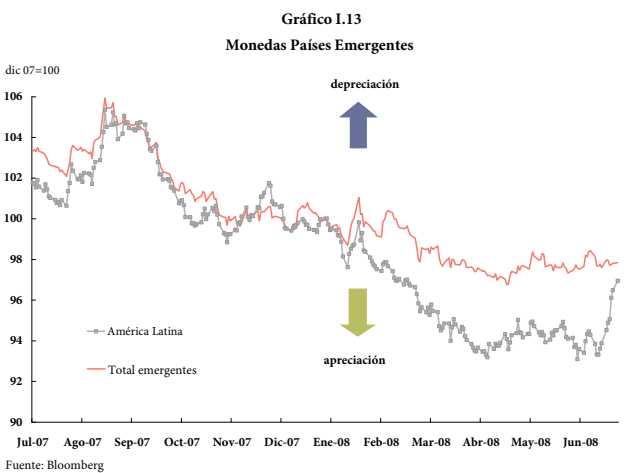
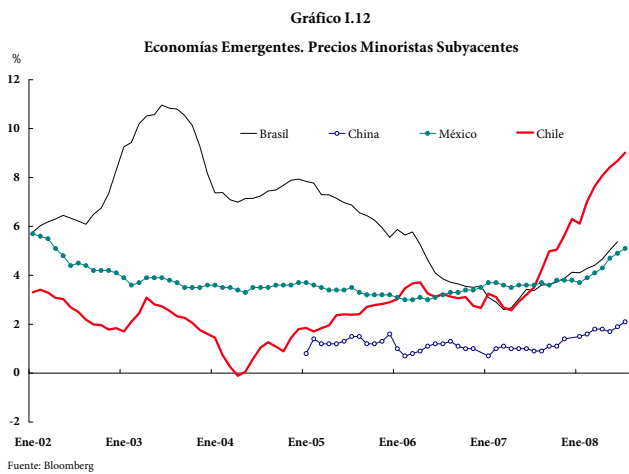
no fue lo suficientemente dinámico. Por su parte, el aumento en el precio del petróleo crudo se explica mayormente por problemas de oferta en las principales zonas productoras junto con una demanda que se mantuvo en ascenso, situación que se vio magnificada por movimientos de las inversiones especulativas. Se espera para los próximos meses que los fundamentos sigan dando sostén a las cotizaciones, principalmente en las materias primas agrícolas, aunque con elevada volatilidad.

### ***Elevada inflación global, impulsada por los precios de las materias primas***

Los altos valores de las materias primas sostuvieron el aumento de los precios de los alimentos y de la energía, que continuaron impulsando al alza a la inflación minorista tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, registrando máximos para la historia reciente (ver Gráfico I.9) y ubicándose por encima de las metas implícitas o explícitas de las autoridades monetarias. En efecto, el incremento del IPC en EEUU se aceleró durante 2008 hasta 5% i.a. a mediados de año, el mayor registro desde mayo de 1991. En la zona Euro la inflación también se incrementó en lo que va de 2008 hasta alcanzar 4% i.a., el mayor valor desde 1992, duplicando de esta manera el nivel de la meta del Banco Central Europeo (BCE). Igual tendencia se observó en los precios minoristas de Japón, registrando la mayor suba de los últimos diez años. No obstante, la medida de inflación que excluye los alimentos y la energía se mantuvo relativamente contenida en estas economías (ver Gráfico I.10).

En las economías emergentes se observó una aceleración tanto de la inflación general (ver Gráfico I.11) como de la subyacente, por lo que se habrían materializado efectos de segunda ronda. En este sentido, la inflación en China continuó registrando niveles elevados, aunque el ritmo de incremento disminuyó desde mayo, en parte debido al retroceso de la inflación de alimentos hacia finales del período. En Brasil el IPC Amplio se aceleró, registrando la mayor variación desde febrero de 2004, mientras que la inflación subyacente superó los niveles de los últimos dos años (ver Gráfico I.12). En Chile ambas medidas de inflación también registraron un crecimiento significativo, alcanzando sus mayores niveles de la década.

Las monedas de los países emergentes continuaron, en términos generales, con su tendencia a la apreciación, aunque con una notable reversión de la tendencia hacia los últimos meses. Las monedas de los países latinoamericanos se fortalecieron acompañando la apreciación de las materias primas (ver Gráfico I.13). Se destaca que las



monedas de los países latinoamericanos habían logrado apreciarse hasta 7% hacia finales de mayo, pero el deterioro del contexto internacional y la moderación en el alza de los precios de los *commodities* terminó impulsando una depreciación generalizada.

**La inflación elevada, los menores niveles de crecimiento y la crisis de los mercados financieros, resultan particularmente desafiantes en términos de política monetaria**

En un contexto macroeconómico global caracterizado por la presencia de significativas oscilaciones en los mercados financieros y en los precios de las materias primas, en momentos en que aún persisten presiones inflacionarias y desaceleración económica, algunos bancos centrales siguieron realizando acciones en pos de flexibilizar su política monetaria (ver Gráfico I.14). Ante la imposibilidad de atender simultáneamente diversos objetivos con instrumentos limitados, se observa hasta el momento el otorgamiento de cierta prioridad a la estabilidad financiera por sobre la inflación o el crecimiento. En este sentido, la Fed continuó el proceso de recortes en su tasa de interés de política monetaria, desde un nivel de 4,25% anual, a inicios de año, hasta 2%, a lo que se sumaron diversas medidas para brindar liquidez al mercado e incluso sustentar a entidades de diversa índole, no en todos los casos bancarias.

El BCE y el Banco de Japón (BoJ) no modificaron sus tasas de referencia en el primer semestre de 2008, manteniéndolas en 4% y 0,5% anual, respectivamente. No obstante, frente a las turbulencias financieras, el crecimiento en las expectativas de inflación y la reducción de las expectativas de crecimiento, algunos de los principales bancos centrales que venían disminuyendo su tasa de referencia discontinuaron el ciclo bajista y también implementaron medidas para proveer liquidez y rescatar entidades financieras.

En este contexto, se espera que la Fed no realice modificaciones de magnitud sobre sus tasas de referencia en los próximos meses, conducta también prevista para la zona Euro (luego del pequeño incremento evidenciado en julio). Asimismo, confirmando el compromiso con la estabilidad financiera, varios organismos monetarios seguirían realizando políticas de mayor inyección de liquidez con el fin de apuntalar a los mercados de créditos de corto plazo.

De esta manera, durante los primeros meses del año la moneda estadounidense continuó depreciándose, pero a medida que la Fed intervino con medidas de asistencia al sistema financiero y el riesgo de desaceleración fuera de

EEUU se hizo más evidente, el dólar comenzó a revalorizarse paulatinamente (ver Gráfico I.15).

Las autoridades monetarias de las economías emergentes aplicaron políticas más restrictivas en respuesta a la aceleración en el ritmo de alza de los precios. El incremento de las respectivas tasas de referencia o de los requisitos de encajes de los depósitos constituyeron algunas de las medidas que se adoptaron. Así, el Banco Central de India aumentó la tasa de pasés en varias oportunidades, llevándola al máximo de los últimos seis años, mientras que el Banco Central de China elevó el coeficiente de encajes cinco veces. Los bancos centrales de Brasil, Chile y México también incrementaron en varias oportunidades sus tasas de interés de política monetaria.

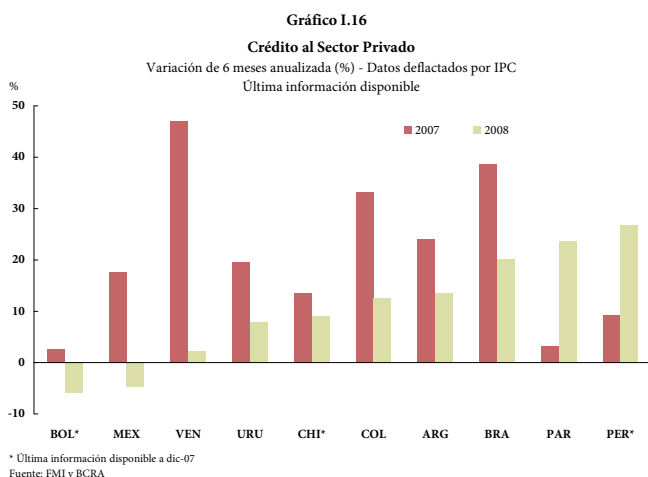
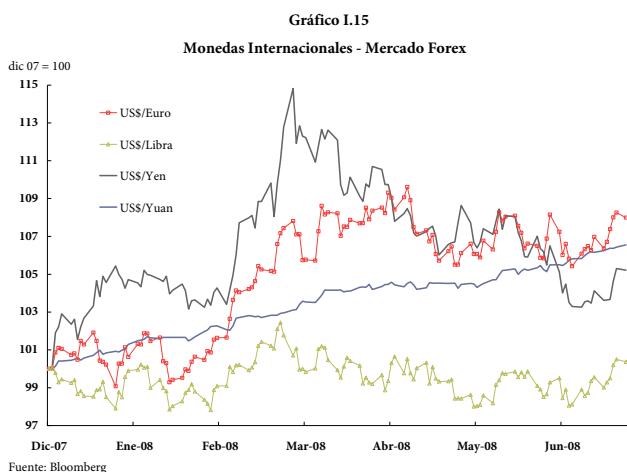
## I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

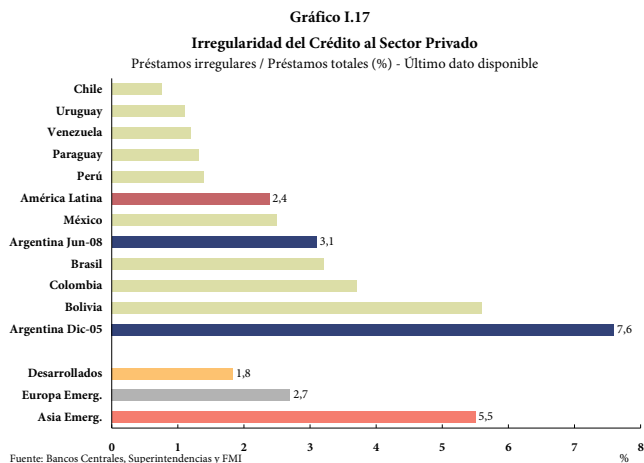
*Con cierta moderación en el crecimiento de la intermediación financiera, los sistemas bancarios latinoamericanos aún se muestran sólidos*

Los sistemas financieros de las economías emergentes continúan demostrando capacidad de resistencia frente a los efectos de las turbulencias evidenciadas en las economías desarrolladas desde mediados de 2007. Esta tendencia se observa particularmente en América Latina y, en menor medida, en otros países emergentes como los de Europa. Estos últimos presentan una mayor vulnerabilidad relativa, dada su dependencia de recursos externos para incrementar el financiamiento local.

Los sistemas bancarios latinoamericanos continuaron incrementando su actividad con el sector privado en el primer semestre, si bien suavizando su ritmo de expansión (ver Gráfico I.16). Cabe destacar que los sistemas financieros latinoamericanos mantienen una exposición directa casi nula a los activos afectados con la crisis de EEUU. En este contexto, los mismos se mantienen rentables, con adecuados niveles de solvencia que superan las recomendaciones mínimas internacionales (ver Gráfico I.2).

El escenario de mayor inflación se reflejó en un aumento en las tasas de interés en varios países de la región, situación que, unida a una desaceleración en la actividad económica, eventualmente se podría plasmar en la capacidad de pago de determinados sectores y en la suba en el riesgo de crédito asumido por los bancos. De todas maneras, las economías latinoamericanas evidencian niveles de irregularidad bajos tanto desde una perspectiva histórica como respecto a otras regiones emergentes (ver Gráfico I.17).





Una consideración adicional proviene del potencial efecto negativo que podría tener el escenario internacional más desfavorable sobre la evolución de la remesas que habitualmente recibe la región. En particular, el fondeo de algunos sistemas financieros de la región depende en parte de tales recursos, por lo que el proceso de intermediación de fondos podría verse afectado.

Otra potencial fuente de contagio en la economía podría darse a través de una contracción en el crédito otorgado por bancos que son filiales de entidades financieras internacionales de países centrales cuyas condiciones económicas y/o financieras se han deteriorado relativamente. Esta situación podría evidenciarse particularmente en aquellas economías latinoamericanas con mayor ponderación de entidades financieras extranjeras.

A pesar de la relativa fortaleza de los sistemas bancarios latinoamericanos, aún existen vulnerabilidades en algunos frentes. El auge del crédito para financiar el consumo de los hogares durante los últimos años y el incipiente deterioro en la calidad de esta cartera han determinado la necesidad de efectuar un seguimiento más detallado por parte de las autoridades de la región de tales deudores y de las prácticas de otorgamiento de esas financiaciones. Las desigualdades en el acceso a los servicios financieros tanto a nivel geográfico como por estratos económicos continúa siendo uno de los retos que enfrentan los bancos de la región. La gradual incorporación de estos sectores a los servicios financieros configura una nueva fuente de riesgos a ser administrados.

## II. Contexto Local

### Síntesis

En los primeros nueve meses del año la actividad económica local muestra algunos signos de desaceleración, en un contexto de marcada profundización de las turbulencias internacionales. Si bien el crecimiento económico continúa a buen ritmo, cierta moderación en el aumento del consumo privado ha implicado una suave reducción en el ritmo de expansión de la economía. Se espera, no obstante, que el crecimiento de 2008 sea superior al promedio de la región, implicando el sexto año consecutivo de marcado incremento en el nivel de actividad económica.

En la primera parte del año se registró un episodio de fuerte y concentrada salida de depósitos privados (en mayo caen 8%, superando lo visto en los peores meses de las crisis de 1995 y de 2001-2002), como contrapartida de un desajuste temporal en la demanda de dinero que originó una importante demanda de moneda extranjera. En este contexto, el BCRA utilizó diversas herramientas, derivadas de las políticas prudenciales anticíclicas oportunamente llevadas a cabo (con ejes en la acumulación de reservas, la creación de colchones de liquidez y la reducción y control de los descalses en el sistema financiero), logrando una rápida reversión de la salida de depósitos, normalizando las variables monetarias, y minimizando así los efectos sobre la economía real.

En particular, el accionar del BCRA se concentró en dos líneas. En primer lugar, atacar las expectativas de depreciación del peso, estabilizando la demanda de dinero. En segundo lugar, inyectar liquidez para reducir las presiones sobre las tasas de interés domésticas y restablecer la dinámica del crédito. El primero de los objetivos se logró proveyendo suficientes divisas para revertir los temores de bruscas fluctuaciones en el tipo de cambio, que habrían originado presiones inflacionarias y afectado seriamente a la economía. La inyección de liquidez en pesos, por su

parte, fue efectuada mediante la disminución del stock de Lebac y Nobac en circulación, la adecuación de las operaciones de pasés (ofreciendo a tasa de interés fija y variable), la compra de títulos del gobierno nacional en el mercado secundario y la habilitación de una ventanilla de liquidez que amplía las garantías aceptadas.

Para lo que resta de 2008 se espera que los mecanismos preventivos desarrollados por el BCRA protejan a la economía local de un contexto internacional muy adverso (sin precedentes en muchas décadas), signado por extrema volatilidad, crisis financiera y alto riesgo de recesión en las economías centrales. Al respecto, probablemente la capacidad y determinación demostrados por el BCRA en el manejo de los dos episodios locales de alta volatilidad financiera (julio-agosto 2007 y mayo 2008) constituyan, en sí mismos, factores que minimicen la posibilidad de aparición de nuevos eventos de excesiva cautela de los agentes económicos (que se sabe, implican dolarización de carteras y caídas de depósitos).

La evolución sectorial muestra que, con algunas diferencias, todos los segmentos productivos continúan creciendo en lo que va de 2008. El sector corporativo cuenta con una mejor capacidad de repago a partir de un menor endeudamiento total. Por su parte, la tasa de crecimiento del consumo de los hogares se modera como consecuencia de un mercado laboral más ajustado, tanto en relación con la creación de empleos como con la evolución de los ingresos reales. El endeudamiento para consumo de los hogares se mantiene en la tendencia ascendente. Finalmente, el sector público nacional sigue contando con fuentes de recursos para afrontar sus obligaciones financieras, principalmente por el sostenido superávit fiscal primario y financiero en los últimos años, en un marco de caída del endeudamiento en términos del PIB.

Gráfico II.1

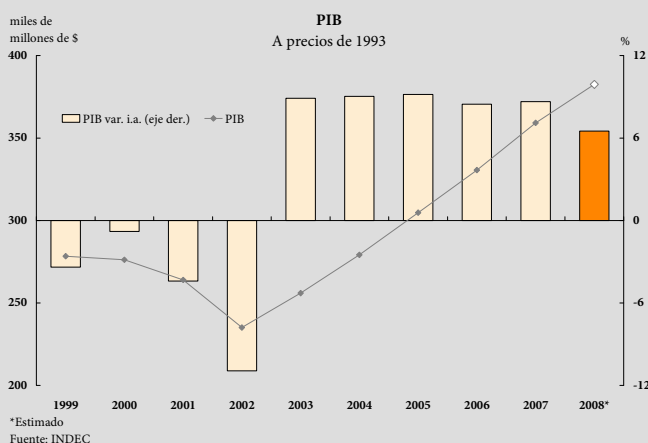
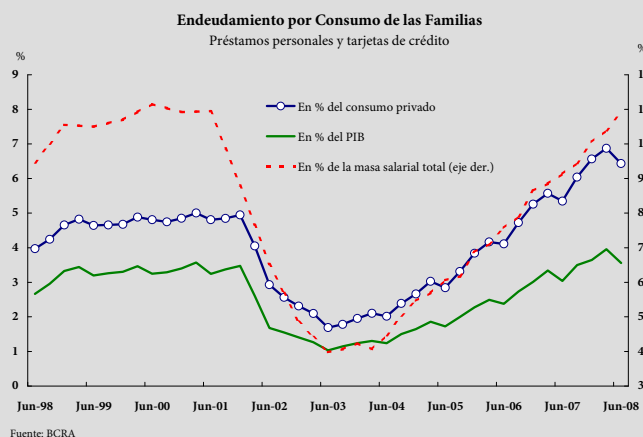
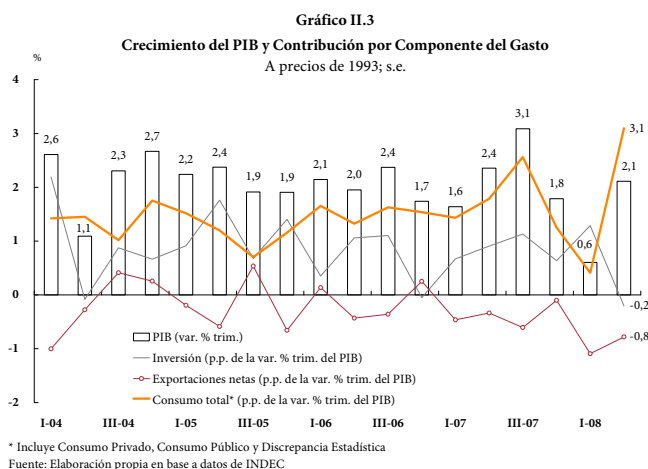


Gráfico II.2



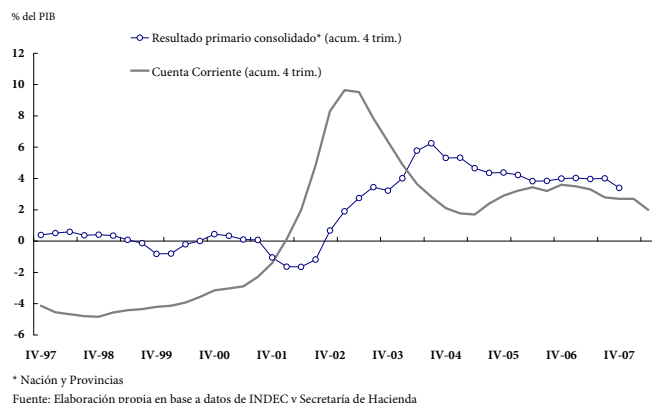
## II.1 Coyuntura nacional

### Se evidencia cierta moderación en el crecimiento de la economía



Diversos indicadores mostraron un menor crecimiento durante la primera mitad del año, lo que parcialmente se estaría revirtiendo al cierre de 2008. El PIB se expandió a una tasa de 7,8% i.a. durante el primer semestre de 2008 (ver Gráfico II.1). El buen desempeño de la inversión (en particular durante el primer trimestre) principalmente en equipo durable, sumado a la significativa acumulación de existencias, permitieron que el crecimiento del PIB no se vea marcadamente afectado por la moderación en la tendencia ascendente del consumo privado (ver Gráfico II.3).

**Gráfico II.4**  
Resultado Fiscal y Cuenta Corriente



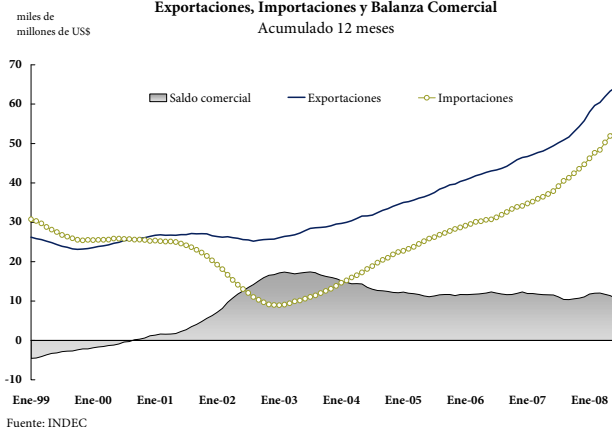
El desempeño de las cuentas fiscales y externas siguen constituyendo pilares fundamentales para enfrentar el cambio de contexto internacional y sus efectos sobre las expectativas a nivel local (ver Gráfico II.4). La Cuenta Corriente alcanzaría en 2008 el séptimo año consecutivo con superávit, sostenida por el excedente comercial de bienes (ver Gráfico II.5). El crecimiento de las exportaciones de mercancías fue de 34% i.a. en el primer semestre, en gran medida por los mayores precios. Además, se destacó el aumento de los volúmenes exportados de manufacturas industriales (18% i.a.), que resultó incluso mayor al verificado en 2007.

### El accionar del BCRA permitió consolidar la liquidez sistémica

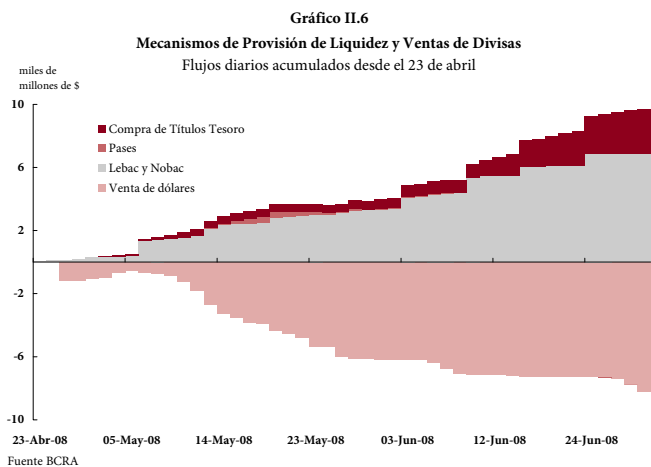
Los agregados monetarios siguieron creciendo durante los primeros cuatro meses del año sin apartarse de la tendencia evidenciada en 2007. Pero, entre abril y junio se registró una caída de los depósitos privados y, a la vez, un aumento de la demanda de divisas, fenómenos que no estuvieron relacionados con las condiciones del sistema financiero ni con los fundamentos de la economía. En este contexto, el BCRA impulsó un conjunto de acciones que permitieron a las variables locales volver a evidenciar signos de normalidad.

El BCRA, para evitar eventuales impactos negativos sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes privados generó diferentes mecanismos que simultáneamente atacaron las expectativas de depreciación del peso para estabilizar la demanda de dinero, y proveyeron liquidez. Así, como una señal de la disposición y la capacidad de proveer las divisas que el mercado demandara, se intervino en el mercado *spot* de cambios y a partir de fines de mayo se ofrecieron pases activos en dólares.

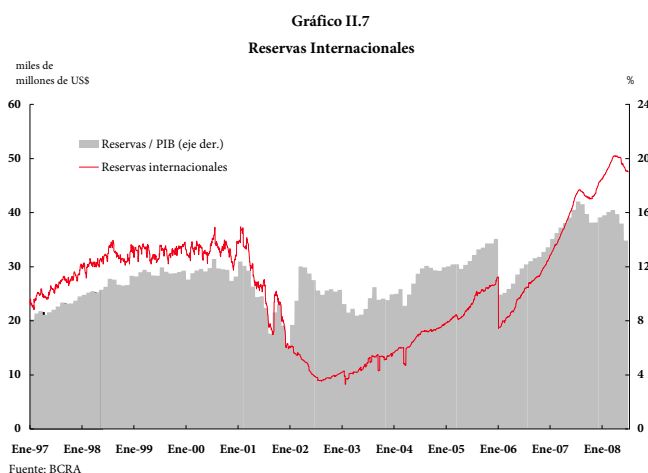
**Gráfico II.5**  
Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial  
Acumulado 12 meses





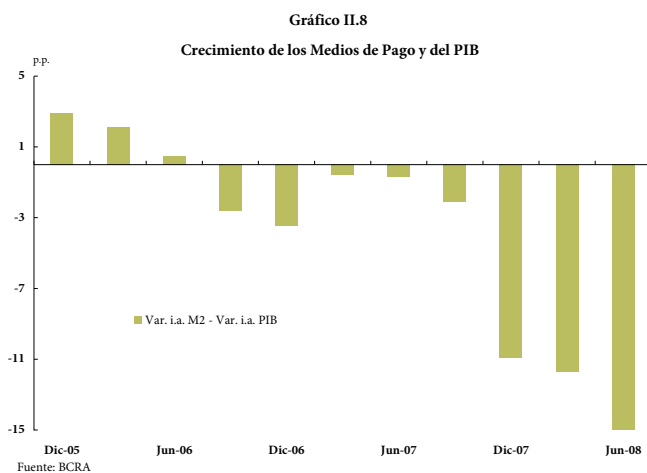


Por su parte, dentro de los mecanismos utilizados para inyectar liquidez, se destacó la disminución del *stock* de Lebac y Nobac en circulación (mediante su rescate en el mercado secundario y la renovación parcial de vencimientos) y la adecuación del esquema de operaciones de pases. A mediados de mayo se reactivó la línea de pases activos a tasa de interés fija, por hasta \$3.000 millones, y se comenzaron a ofrecer pases activos adicionales a tasa de interés variable (con margen fijo sobre la tasa de interés BADLAR de bancos privados). El BCRA complementó esas operaciones con la compra de títulos del gobierno nacional en el mercado secundario, tal como lo realiza la mayoría de los bancos centrales del mundo a través de las operaciones de mercado abierto (ver Gráfico II.6).



Con el objetivo de facilitar la administración de los fondos líquidos, el BCRA dispuso un período bimestral (junio/julio) para el cómputo de los requerimientos de encajes. Finalmente, a fines del semestre se habilitó una ventanilla de liquidez que permite a los bancos tomar fondos con garantía de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020, disponiéndose que esos títulos también puedan emplearse como garantía de préstamos interbancarios.

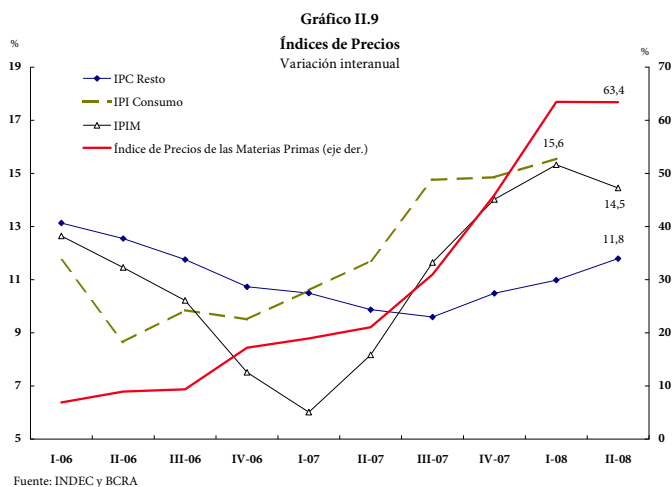
De esta forma, una vez demostrada la intención y la capacidad del BCRA para atenuar la volatilidad de los mercados locales, las variables monetarias comenzaron a regresar a la normalidad. Así, a partir de mediados de junio los depósitos del sector privado comenzaron a recuperarse. Asimismo, las principales tasas de interés (BADLAR y el *call* interbancario) empezaron a revertir las subas que habían evidenciado en meses anteriores.



### ***Las herramientas resultantes de la política de acumulación de reservas internacionales permitieron acotar la volatilidad***

De esta manera, una vez más quedó en evidencia la conveniencia de la política prudencial de acumulación de reservas internacionales impulsada por el BCRA como reaseguro para evitar el avance de volatilidades excesivas que puedan perturbar las decisiones económicas. Este objetivo se logró haciendo uso de sólo una pequeña proporción de las reservas internacionales (ver Gráfico II.7).

En este marco, el agregado en pesos más amplio M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos se desaceleró, alcanzando una variación interanual cercana a 17%. Por su parte, el M2 mostró un comportamiento similar verificando tasas de crecimiento de 18% i.a.. De esta forma, se completaron 20 trimestres consecutivos de cumplimiento del programa

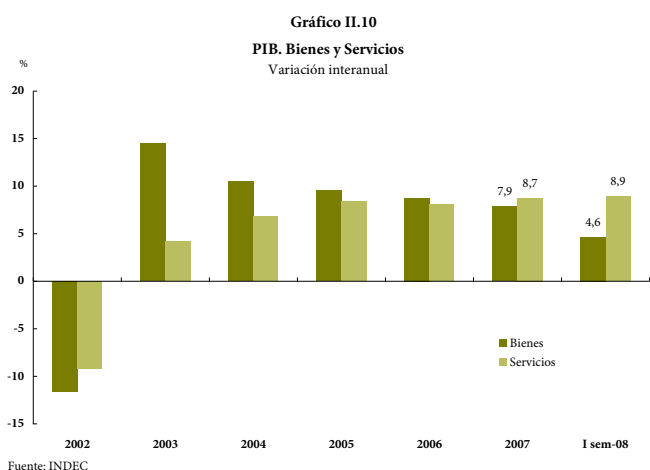


monetario, con medios de pago que continuaron creciendo por debajo del producto nominal (ver Gráfico II.8).

En materia de precios internos, los distintos indicadores disponibles continuaron presentando una trayectoria divergente, aunque con una ligera moderación en el margen. Considerando un indicador de precios amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se evidencia actualmente un mayor impulso, principalmente explicado por la evolución de los precios de exportación y por el IPI del consumo privado (ver Gráfico II.9).

**El 2008 sería el sexto año consecutivo de crecimiento económico**

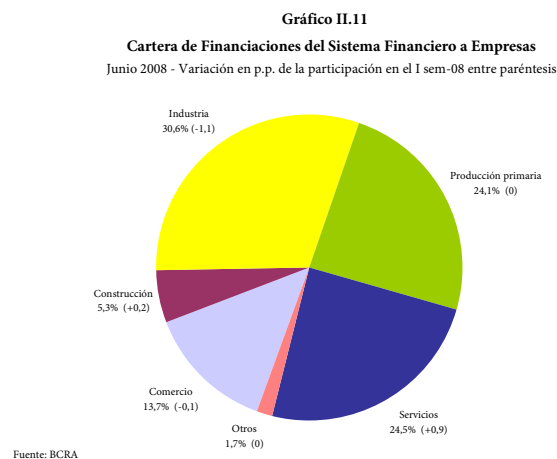
Para lo que resta de 2008 se espera que las condiciones crediticias en los mercados financieros internacionales sigan siendo rigurosas. Frente a este escenario, los resultados positivos de las cuentas fiscales y externas de Argentina, sumados a los mecanismos preventivos desarrollados durante los últimos años por el BCRA, permitirán que las fluctuaciones de las variables monetarias y financieras resulten acotadas, apoyando la consolidación del proceso de crecimiento económico. Para lo que queda del año se prevé un mayor dinamismo de la actividad agregada, impulsado por la recuperación de las exportaciones y un mayor gasto de los hogares, luego de la estabilización de las expectativas y las condiciones financieras.



**II.2 Deudores del sistema financiero**

**II.2.1 Empresas**

*Los niveles de actividad del sector corporativo, en un marco de menor endeudamiento externo y creciente utilización del financiamiento local, delinean una buena posición financiera para el sector*

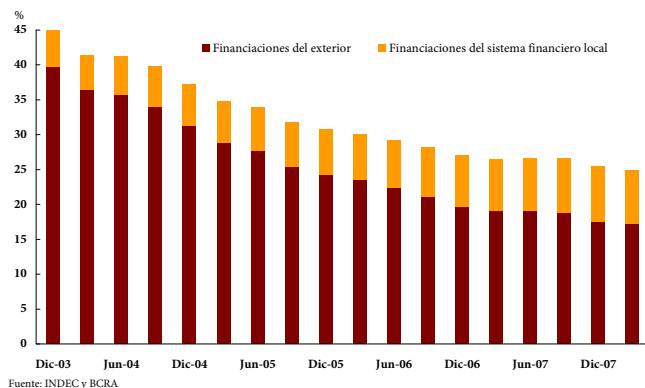


La expansión de la economía evidenciada en el primer semestre de 2008 estuvo liderada por los sectores productores de servicios, especialmente el comercio, el transporte, el almacenamiento y las comunicaciones. En tanto, la producción de bienes registró un dinamismo más moderado durante la primera parte de 2008 (ver Gráfico II.10). Este desempeño estuvo influenciado por el menor incremento de la producción agrícola en la última campaña y la mayor volatilidad en la actividad de la construcción.

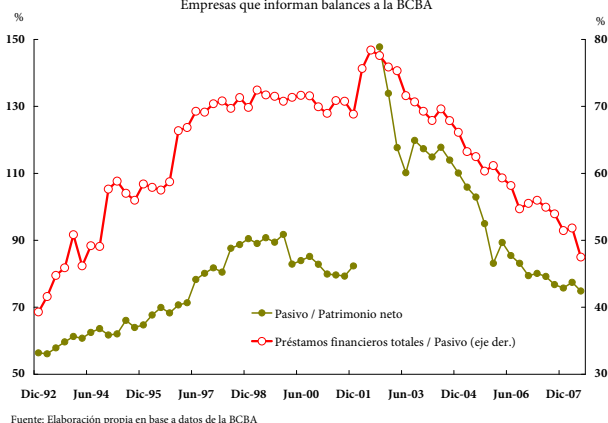
A lo largo de la primera parte del año se registró un incremento relativo en el financiamiento bancario a los sectores proveedores de servicios y a la construcción. La



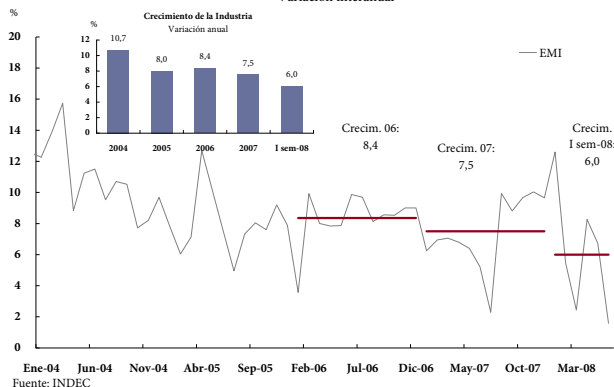
**Gráfico II.12**  
**Deuda de las Empresas**  
 En % del PIB promedio móvil 4 trimestres



**Gráfico II.13**  
**Carga de la Deuda del Sector Empresas**  
 Empresas que informan balances a la BCBA



**Gráfico II.14**  
**Evolución de la Industria**  
 Variación interanual



industria continúa siendo el principal receptor de recursos bancarios (30,6% del crédito total destinado a las empresas), mientras que los servicios desplazaron a la producción primaria como segundo segmento corporativo tomador de préstamos del sistema financiero (ver Gráfico II.11).

El endeudamiento total de las empresas continúa reduciéndose, hasta ubicarse en valores cercanos a 25% del PIB (ver Gráfico II.12). Esta evolución está siendo liderada por la sostenida caída en los pasivos con el exterior, aunque aún representan poco más de dos tercios de las obligaciones totales, constituyendo una fuente de vulnerabilidades ante modificaciones en el tipo de cambio peso-dólar, en la medida que las empresas no cuenten con ingresos por divisas (principalmente por exportaciones) para enfrentar estas obligaciones. Por su parte, gradualmente se incrementa la participación del financiamiento local en el sector corporativo.

Más allá de las mayores turbulencias internacionales que se reflejan en la evolución del Mercado de Valores local, la posición financiera de las empresas grandes con cotización continuó mejorando en 2008 (ver Gráfico II.13). Esta tendencia está en parte impulsada por los decrecientes niveles de apalancamiento, y la menor ponderación de los préstamos en sus pasivos. Así, en términos generales estas firmas presentan una mejora relativa en su posición financiera, en un marco en el cual las perspectivas de negocios locales y de exportación siguen siendo positivas.

Se estima que la economía sostendría su sendero expansivo. Así, para todo 2008 se proyecta un alza del PIB en torno a 6,5%, impulsada tanto por las empresas proveedoras de servicios como por aquellas productoras de bienes. Este contexto permitirá al sector corporativo continuar incrementando relativamente su utilización del financiamiento bancario local.

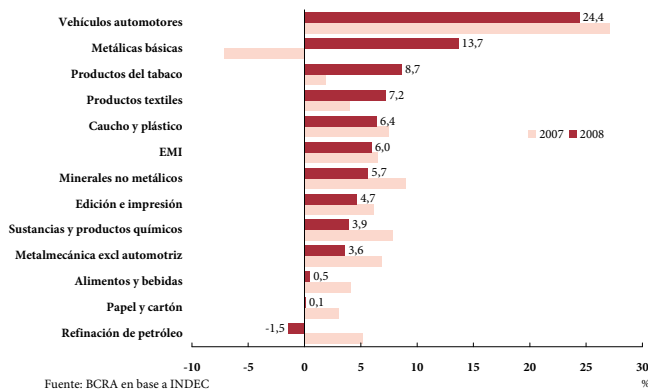
### II.2.1.1 Industria

**La industria moderó su ritmo de crecimiento y mantiene una buena posición económica y financiera**

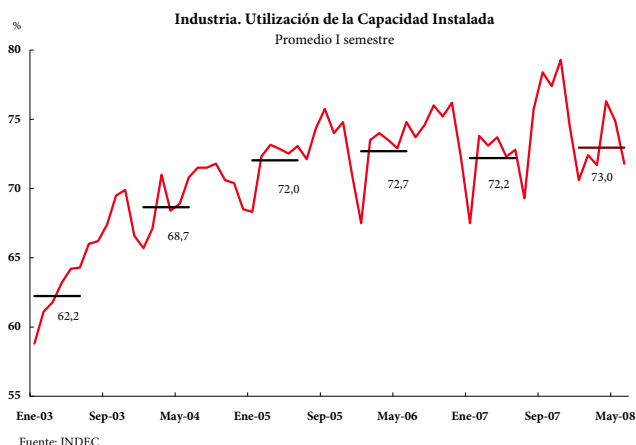
La producción manufacturera continúa en ascenso, aunque a un ritmo algo menor al observado el año pasado (ver Gráfico II.14).

La producción de automotores y de metales básicos exhiben los mayores crecimientos relativos (ver Gráfico II.15), debido a la entrada en funcionamiento de nuevas líneas productivas resultantes de las inversiones llevadas

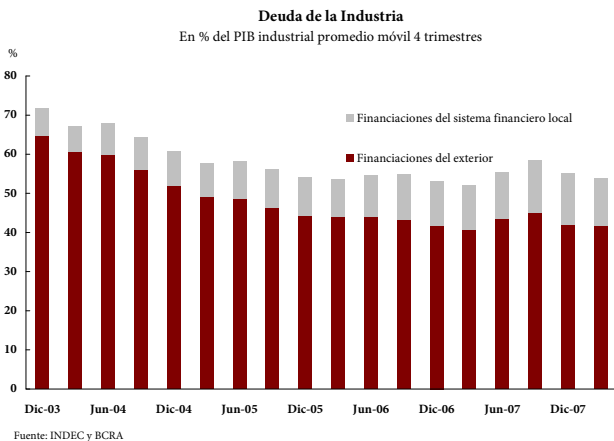
**Gráfico II.15**  
EMI. Evolución Sectorial  
Variación interanual primer semestre



**Gráfico II.16**



**Gráfico II.17**



a cabo en los últimos años, y al alza en el uso de las instalaciones existentes. Por su parte, la evolución de la producción de alimentos y bebidas aumentó levemente, condicionada principalmente por la caída en la producción de carnes rojas y por el menor crecimiento de los lácteos, la molienda de cereales y las oleaginosas. Estas últimas ramas fueron afectadas por el cese temporal de comercialización de granos y de ganado en el segundo trimestre del año.

La utilización de la capacidad instalada (UCI) promedio de la industria en el primer semestre se ubicó en 73%, ligeramente por encima del mismo período de 2007 y en niveles similares a los años previos (ver Gráfico II.16). Las mayores subas en la UCI se verificaron en los vehículos automotores, industrias metálicas básicas y en los productos de caucho y de plástico.

Para lo que resta del año se prevé que la industria registre un aumento levemente superior al alcanzado en el primer semestre, finalizando así su sexto año consecutivo de crecimiento, con una expansión de 6%. Asimismo, el sector continuaría reduciendo su dependencia del financiamiento externo como en los últimos períodos (ver Gráfico II.17), con una mayor utilización de fondos locales. Como resultado, este segmento productivo consolidará su posición económico-financiera, reflejándose en su capacidad de pago.

### II.2.1.2 Sector Primario

*El sector primario continúa aumentando su actividad, consolidando su ya buena capacidad para afrontar obligaciones financieras*

La campaña agrícola 2007/08 finalizó con una producción de casi 95 millones de toneladas, lo que implicó sólo una leve alza con respecto al ciclo previo (ver Tabla II.1). Este movimiento estuvo explicado por la ampliación de la superficie sembrada, en parte contrarrestada por las condiciones climáticas que afectaron negativamente los rindes.

En el inicio de la campaña 2008/09 las perspectivas son divergentes entre cultivos. Por un lado, la sequía que está afectando algunas regiones del país ha impedido la siembra de los granos de invierno, explicando el descenso del área sembrada con trigo. Con respecto a los granos gruesos, las primeras estimaciones indicarían un importante avance de la intención de siembra de soja.

De esta forma, la campaña 2008/09 se ubicaría en niveles similares a la precedente, aunque con una mayor parti-

Tabla II.1

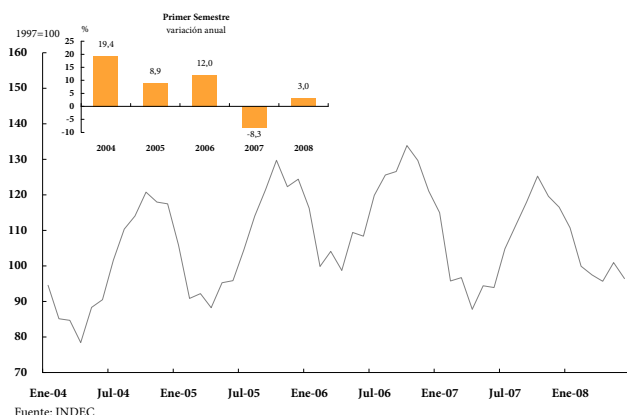
Producción de Cereales y Oleaginosas

	2006-07		2007-08		Var % 2007-08 / 2006-07	Dif. tns 2007-08 / 2006-07
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
<b>Cereales</b>	<b>41.731</b>	<b>44,4</b>	<b>42.681</b>	<b>44,9</b>	<b>2,3</b>	<b>950</b>
Maiz	21.755,4	23,1	20.400	21,5	-6,2	-1.355
Trigo	14.548,0	15,5	16.067	16,9	10,4	1.519
Sorgo granífero	2.795,0	3,0	2.900	3,1	3,8	105
Otros	2.632,4	2,8	3.314	3,5	25,9	682
<b>Oleaginosas</b>	<b>52.339,5</b>	<b>55,6</b>	<b>52.295</b>	<b>55,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-44</b>
Soja	47.460,9	50,5	46.500	49,0	-2,0	-961
Girasol	3.630,2	3,9	4.630	4,9	27,5	1.000
Otros	1.248,3	1,3	1.165	1,2	-6,7	-83
<b>Total</b>	<b>94.070</b>	<b>100,0</b>	<b>94.976</b>	<b>100,0</b>	<b>1,0</b>	<b>906</b>

Estimaciones USDA: producción de arroz, maíz, trigo, algodón, soja  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA y USDA

Gráfico II.18

Producción de Lácteos

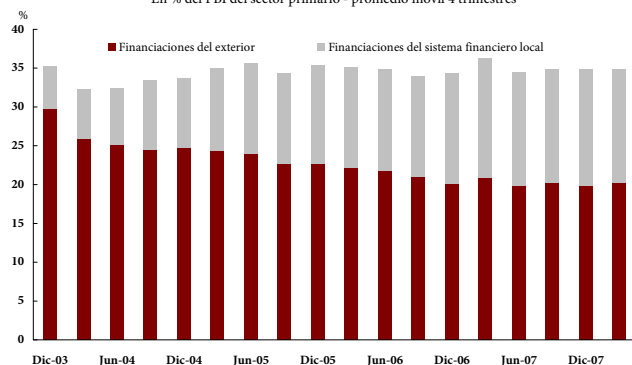


Fuente: INDEC

Gráfico II.19

Deuda del Sector Primario

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



Fuente: INDEC y BCRA

cipación de los granos oleaginosos y de otros cereales no tradicionales.

El volumen de carne obtenido en la primera parte de 2008 fue inferior (-5,6%)<sup>3</sup> al de igual período de 2007, descenso originado en una menor cantidad y peso promedio de los animales enviados a faena. El volumen de exportación de las empresas frigoríficas cayó (18% i.a.), aunque el incremento de los precios hizo que las ventas del sector muestren un alza (11,3% i.a.). En el caso de la producción primaria de leche, se observa un leve crecimiento en los volúmenes pero el panorama para el productor sigue siendo ajustado, dada la pérdida de rentabilidad en el sector (ver Gráfico II.18).

La suba de los precios internacionales ha ayudado a consolidar la posición patrimonial de los productores del sector, luego de varios años de ganancias e inversiones. En particular, el IPMP del BCRA, exhibió un importante ascenso, alcanzando niveles muy superiores al promedio histórico de la serie (ver Gráfico I.7).

El endeudamiento moderado del sector primario se mantiene sin cambios significativos (ver Gráfico II.19). Las buenas perspectivas de actividad, de exportación y de precios, le siguen permitiendo disponer al sector de una buena posición económica y financiera.

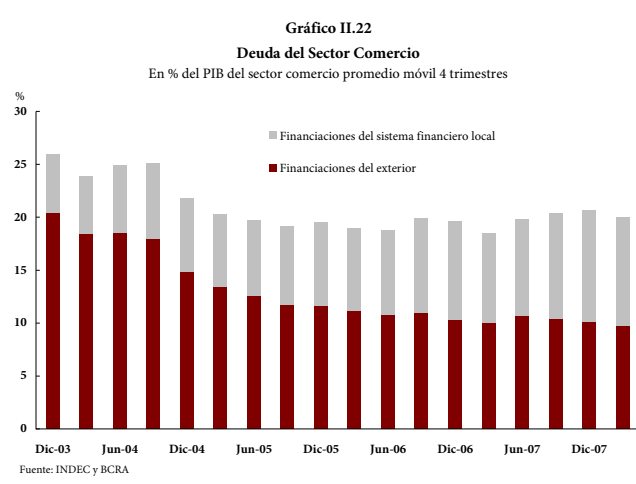
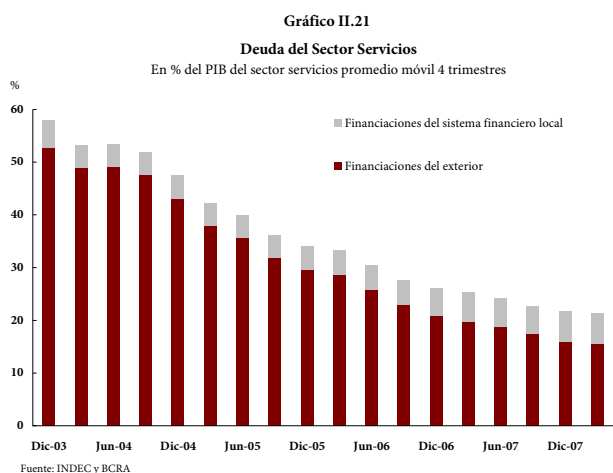
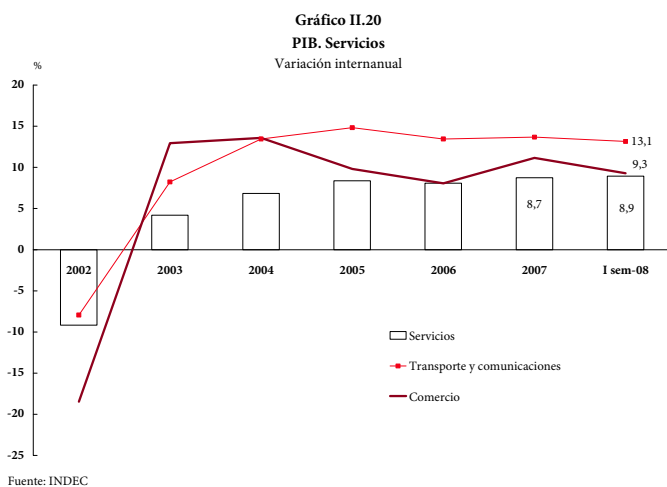
### II.2.1.3 Servicios

***El crecimiento de la actividad y la reducción del endeudamiento externo de las empresas de servicios se traduce en un buen desempeño financiero***

Las firmas proveedoras de servicios mantienen un elevado ritmo de expansión (ver Gráfico II.20), incluso a pesar de la reducción en el nivel de actividad del transporte durante el segundo trimestre.

En este contexto, se espera que los servicios sigan mostrando un mayor dinamismo que el segmento de bienes en lo que resta de 2008, ganando participación en el PIB. Además, a lo largo del año el Gobierno autorizó incrementos de tarifas en varios servicios públicos, permitiendo a las empresas mejorar su flujo financiero. Este escenario, combinado con los moderados niveles de endeudamiento total (ver Gráfico II.21) y con decrecientes obligaciones con el exterior, permite robustecer la posición económica y financiera del sector.

<sup>3</sup> Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario (ONCCA)



### II.2.1.4 Comercio

#### **Bajos niveles de endeudamiento y buenas perspectivas económicas para los próximos meses configuran una buena capacidad de pago**

El comercio minorista continúa evolucionando positivamente, a la vez que se mantienen los planes de inversión dentro de este segmento. El incremento de la facturación nominal se aceleró, mientras que en los centros de compra la tasa de expansión se ubica en línea con la observada en los tres años previos, si bien con una desaceleración en las cantidades comercializadas. Las ventas de electrodomésticos y de otros bienes durables continuaron exhibiendo un considerable ritmo de expansión.

En el primer semestre de 2008 se observó una maduración de las inversiones realizadas por las cadenas comercializadoras, reflejándose en el aumento de las bocas de expendio tanto en los supermercados como en los centros de compra. Esta tendencia se mantendría en el corto plazo, dada la elevada ocupación de los locales comerciales disponibles.

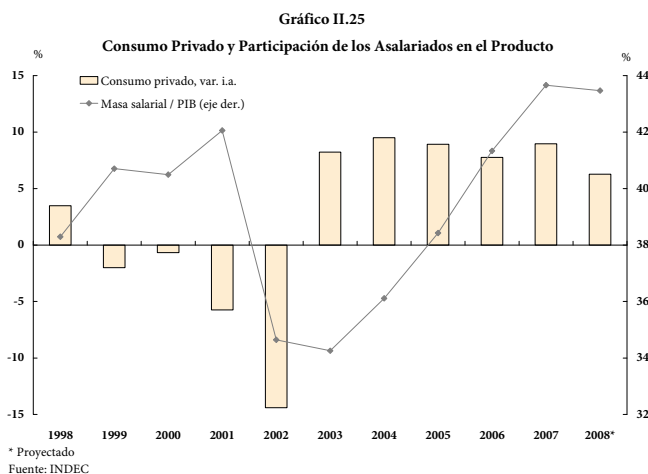
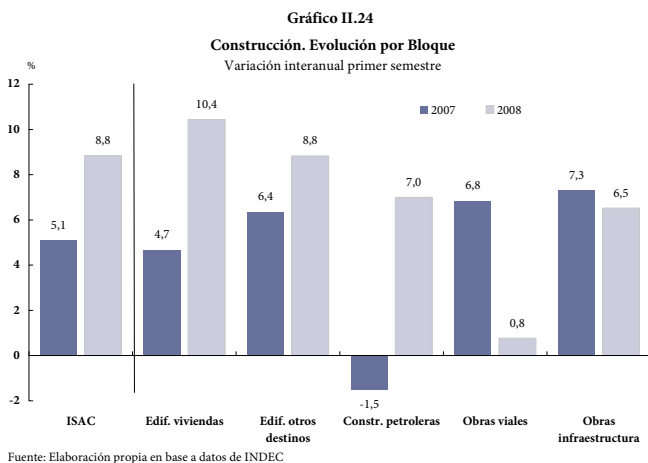
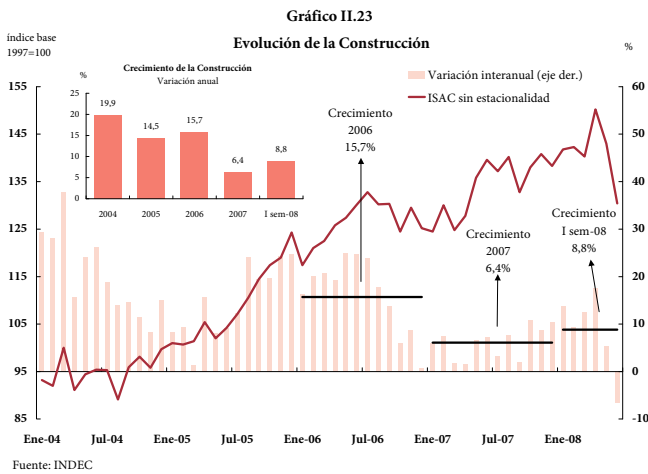
Para los próximos meses se espera un moderado incremento de la capacidad de compra de las familias, dando un marco de dinamismo al sector. Con un endeudamiento que se mantiene bajo y estable (ver Gráfico II.22), con partes iguales en la utilización de recursos locales y extranjeros, el sector sigue disponiendo de una adecuada capacidad de pago y, como resultado, de un acceso a los recursos bancarios locales.

### II.2.1.5 Construcción

#### **Las empresas de la construcción consolidan su posición financiera, en un marco de crecimiento de la actividad y de bajos niveles de endeudamiento**

El crecimiento de la actividad de la construcción se ubicó por encima del registro de 2007 (ver Gráfico II.23) a pesar de los inconvenientes para el transporte de insumos que operó en el segundo trimestre. El sector más dinámico fue el de edificación de viviendas (ver Gráfico II.24), mientras que las obras públicas registraron una suba menor.

Hacia fin de año se espera una desaceleración en el nivel de actividad sectorial, de acuerdo con las expectativas de los empresarios y la madurez del mercado inmobiliario. En este sentido, en mayo por primera vez en los últimos 5 años se evidenció una caída en el empleo registrado en



el sector a nivel país<sup>4</sup>, al tiempo que se evidencian menores pedidos de permisos de edificación. No obstante esta eventual desaceleración, el sector continuará creciendo, en un marco de aún bajos niveles de endeudamiento local y externo, situación que le brinda un adecuado perfil financiero.

## II.2.2 Familias

**Un mercado laboral más estrecho plantea las primeras dudas sobre la capacidad de repago del sector**

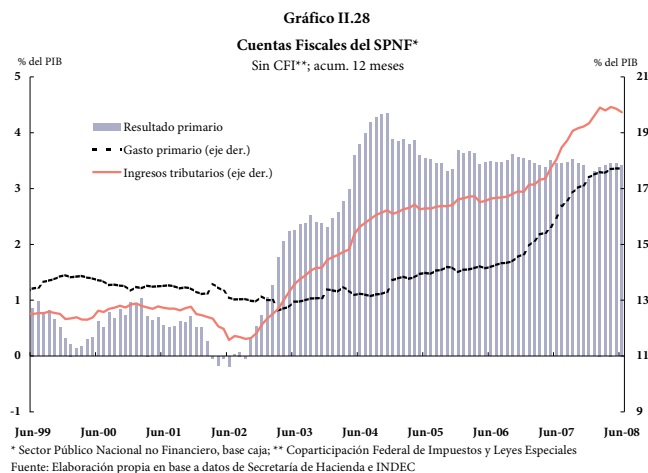
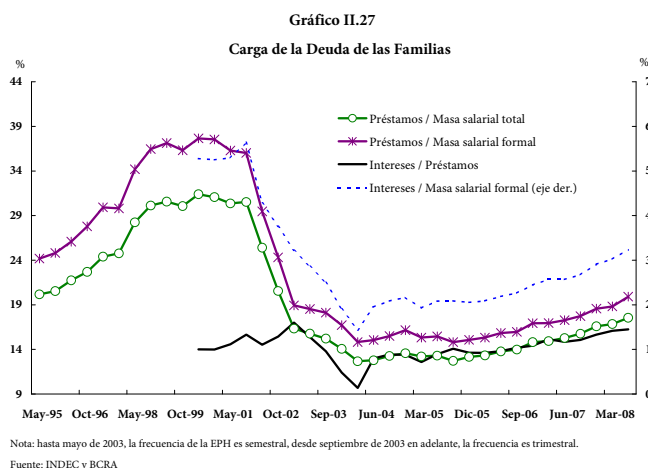
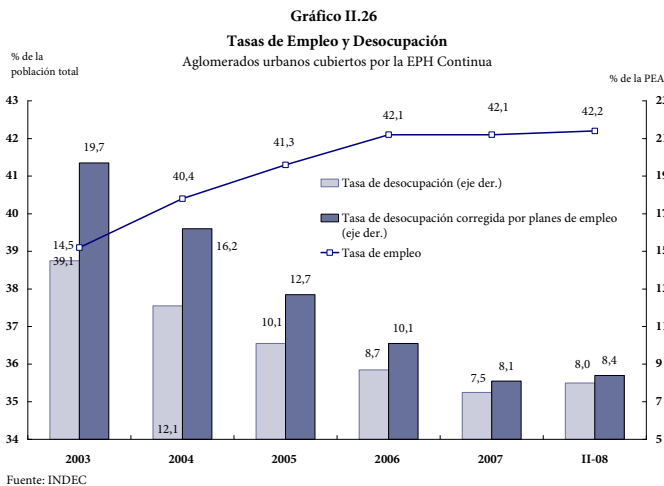
El gasto de los hogares continuó en ascenso a una tasa similar a la del crecimiento promedio de la economía, levemente por debajo de 2007. El menor aumento se originó en un incremento menos pronunciado del consumo privado (ver Gráfico II.25), dada la desaceleración de la masa salarial real, en un contexto de mayor endeudamiento y de cierto deterioro de la confianza de los consumidores.

La creación de nuevos puestos de trabajo fue más débil, por debajo del crecimiento poblacional, aunque de todos modos se registró una nueva caída interanual en los niveles de desempleo. Así, la tasa de desocupación se ubicó en 8% de la PEA en el segundo trimestre (ver Gráfico II.26), 0,5 p.p. menos que un año atrás. Asimismo, se evidenció un aumento del empleo en el segmento formal, continuando con la mejora en la calidad del trabajo observada en los últimos años, implicando mejores sueldos y una menor probabilidad de despido.

Por su parte, los ingresos nominales habrían mantenido una tendencia ascendente. Las negociaciones colectivas dentro del sector privado formal establecieron mejoras escalonadas en los salarios (entre 20% y 30%), mientras que los trabajadores del segmento no registrado presentaron una importante suba en sus salarios en lo que va del año. Los trabajadores del sector público nacional recibieron un incremento salarial en el mes de junio y otro en agosto. Adicionalmente, también favorecen a las familias las recomposiciones en los haberes previsionales de pensionados y jubilados en el año. De todas formas, la evolución de los salarios reales del sector privado registrado dejó de ser tan positiva, para volverse al menos neutra.

En este escenario, el grado de endeudamiento y la carga de los servicios de deuda afrontados por los hogares sigue superando a la expansión de sus ingresos (ver Gráfico II.27), aunque la situación sigue siendo más holgada

<sup>4</sup> De acuerdo con los datos del Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC)



que en la década anterior. Las líneas de financiamiento para el consumo de las familias se ubican en valores similares a los observados en el cierre de 2007, tanto en términos del consumo privado como del PIB (ver Gráfico II.2). Esta tendencia, que se espera siga registrándose en los próximos meses, permitiría sostener la capacidad de pago del sector, que se vio algo debilitada.

Para los últimos meses del año se espera que los ingresos reales de las familias aumenten levemente, en parte por las subas salariales ya acordadas y la implementación de nuevas medidas de ingresos del Gobierno Nacional. Por su parte, en un contexto donde el mercado laboral se encuentra ajustado, la tasa de desocupación sólo exhibiría mejoras marginales.

### II.2.3 Sector público

#### Se sostiene el desempeño positivo en las cuentas del sector público<sup>5</sup>

El superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se incrementó con respecto al 2007, (ver Gráfico II.28). La Recaudación Tributaria Nacional continuó creciendo significativamente en términos nominales, impulsada principalmente por los ingresos del Impuesto al Valor Agregado (IVA), los derechos de exportación y los recursos de la seguridad social. Así, estos ingresos se siguen ubicando en un nivel récord, superior a 25% del PIB (ver Gráfico II.29). Si se considera la recaudación real, se evidencia una reducción en su tasa de crecimiento (ver Gráfico II.30).

El aumento en el gasto primario se explicó principalmente por el incremento de los subsidios al sector privado y por las prestaciones de la seguridad social. Esta suba fue parcialmente compensada por la reducción de las transferencias a las provincias. De esta manera, el gasto primario volvió a registrar un nuevo récord histórico de 24% del PIB (ver Gráfico II.31).

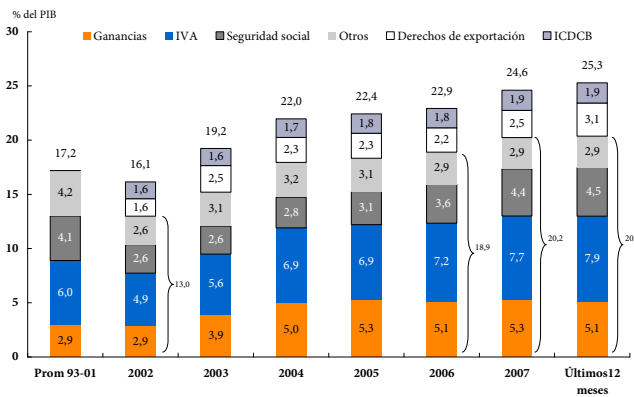
El superávit financiero se incrementó significativamente en lo que va del año, a pesar del aumento en el pago de intereses. Así, el resultado fiscal se encuentra en valores cercanos a 2,5% del PIB anualizado.

#### La deuda pública continúa reduciéndose en términos del PIB, tendencia que se profundizará en los próximos meses

A junio de 2008 la Deuda Pública Nacional (DPN) ascendió a US\$149.847 millones, US\$5.119 millones por

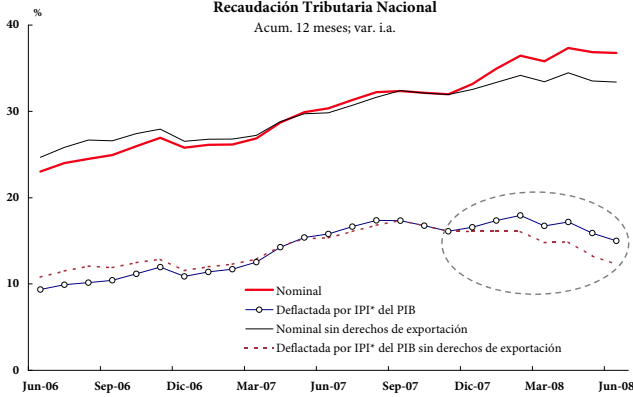
<sup>5</sup> Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del segundo y tercer trimestre de 2008.

**Gráfico II.29**  
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



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

**Gráfico II.30**  
Recaudación Tributaria Nacional  
Acum. 12 meses; var. i.a.

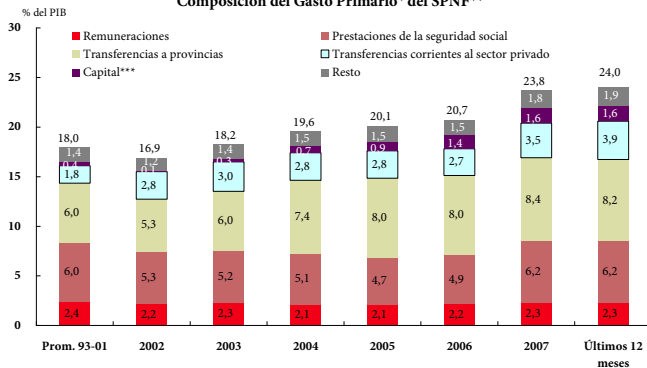


\* Índice de Precios Implícitos

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

**Gráfico II.31**

Composición del Gasto Primario\* del SPNF\*\*



\*Estimación propia en base a metodología anterior; incluye Transferencias Automáticas a Provincias; \*\*Sector Público Nacional no Financiero; \*\*\*No incluye Transferencias de Capital a Provincias

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

encima del cierre de 2007 (movimiento vinculado a la apreciación del peso respecto del dólar, el ajuste de la deuda por CER y la capitalización de intereses). Así, la DPN representó aproximadamente 49% del PIB y exhibió una reducción de alrededor de 7 p.p. respecto de diciembre de 2007.

**Las fuentes de recursos resultan suficientes para enfrentar necesidades de financiamiento para lo que queda del año, brindando al sector público una buena capacidad de repago**

Dada la evolución esperada de los ingresos y de los gastos, y las medidas anunciadas por el Gobierno Nacional, se prevé que el superávit primario del SPNF supere este año la pauta del Presupuesto Nacional (3,15% del PIB). Teniendo en cuenta el pago de intereses, el resultado financiero del SPNF superaría 1,5% del PIB en todo el año. A nivel consolidado, el superávit primario superaría 3% del PIB, dado el desempeño prácticamente neutro que registrarían las provincias, en tanto que el saldo financiero superaría 1% del PIB.

En este marco, se prevé que las necesidades de financiamiento se concentren en el último trimestre de 2008 y sean afrontadas por fuentes domésticas e intra-sector público. Se estima que tanto la Nación como las provincias cubrirían sin mayores dificultades sus necesidades de financiamiento en lo que resta del año.

Para 2009 las necesidades de recursos serán mayores, dados los vencimientos de capital que operan el próximo año de Préstamos Garantizados Nacionales (PGN), pero no lucen difíciles de afrontar dadas las múltiples fuentes alternativas de financiamiento.





### III. Mercado de Capitales

#### Síntesis

Las turbulencias internacionales condicionaron fuertemente el desempeño del mercado de capitales local en lo que va de 2008. El escenario de alta volatilidad, sumado a cuestiones de índole doméstica (que fueron perdiendo peso a medida que se agravaba la situación crítica a nivel global), impactó negativamente en las cotizaciones de los distintos activos financieros argentinos. Si bien se espera que los efectos de la crisis continúen reflejándose en lo que queda de 2008 y a lo largo de 2009, en la medida que la aversión al riesgo comience a ceder podría observarse una paulatina recuperación en la demanda de activos locales.

Con caídas que llegaron a ser mayores a 30% en las cotizaciones de los bonos del Gobierno Nacional en lo que va del año, las curvas de rendimientos tanto en dólares como en pesos ajustables por CER mostraron un fuerte desplazamiento ascendente. En un contexto de apreciación de los Treasuries, esto se vio reflejado en un deterioro de los spreads de riesgo de Argentina, a la vez que se incrementaron los diferenciales con respecto a los benchmarks entre los países emergentes.

En este marco, el BCRA implementó una serie de medidas con el objetivo de morigerar los efectos locales de la crisis internacional, incluyendo la adecuación de la emisión de instrumentos a la demanda cambiante de los inversores y la inyección de liquidez. Como resultado se redujo el stock de Lebac y Nobac en circulación, ganando

ponderación los instrumentos a tasa fija y verificándose una disminución en la duración de la cartera.

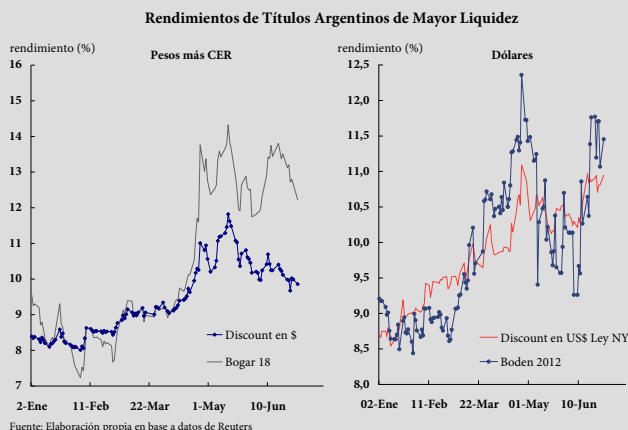
La negociación en el MAE continúa en aumento, siendo explicada tanto por la mayor negociación de instrumentos del Gobierno Nacional como de las letras y notas del BCRA.

La colocación de obligaciones negociables (ON) disminuyó considerablemente, con un monto de \$350 millones en la primer mitad del año, explicado por emisiones de los sectores financiero, comercial y metalúrgico. Por su parte, las ON bancarias negociadas mostraron ampliaciones en sus rendimientos en el mercado secundario. La colocación de fideicomisos financieros continuó creciendo en el período, posicionándose como la principal fuente de financiamiento en el mercado de capitales. En este sentido, se consolida la tendencia respecto a la titulización de activos vinculados al consumo.

De la mano de sucesivos episodios de alta volatilidad, el índice Merval aceleró su deterioro en los últimos meses, manteniendo un peor desempeño relativo que el resto de las bolsas de la región. Sin embargo, los montos negociados en acciones se mantuvieron estables.

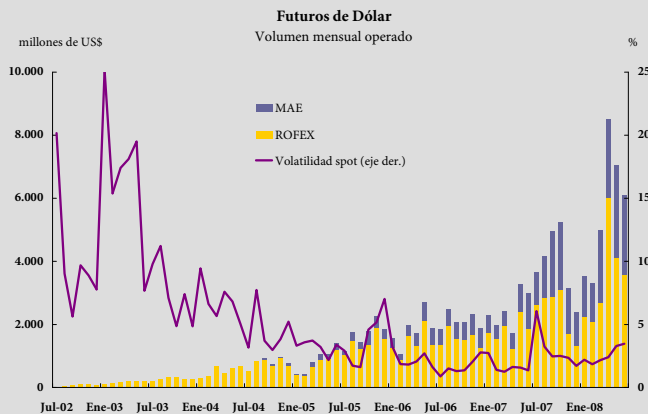
La evolución de los mercados a término de divisas fue consistente con un entorno de mayor volatilidad, con incremento de los volúmenes operados en los mercados de futuros y forwards de monedas.

Gráfico III.1



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

Gráfico III.2



Fuente: ROFEX y MAE

### III.1 Renta fija del sector público

**La volatilidad en los mercados internacionales, junto con ciertos factores de carácter local, presionaron fuertemente a la baja a las cotizaciones de los títulos públicos argentinos**

Los bonos del Gobierno Nacional experimentaron un fuerte y generalizado deterioro en lo que va de 2008. Este comportamiento estuvo vinculado al contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales (ver Capítulo I), al que se sumaron cuestiones de índole local. Con una significativa suba en la aversión al riesgo, la demanda de instrumentos de deuda del Gobierno se vio claramente afectada, lo que se reflejó en un retroceso de las cotizaciones y en una ampliación de rendimientos, que alcanzaban picos ya en mayo (ver Gráfico III.1).

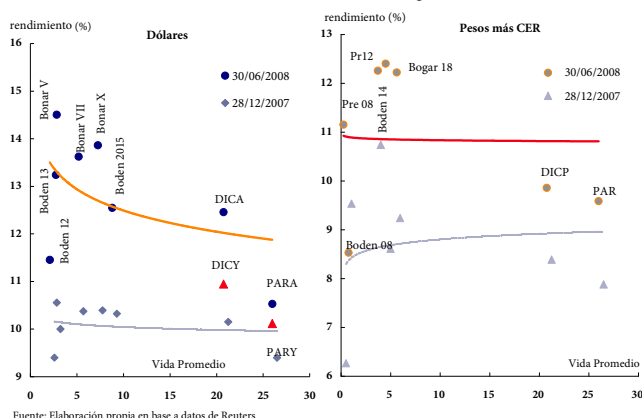
Con caídas de precios que en algunos casos superan 30% con respecto a fines de 2007, las curvas de rendimientos de los bonos del Gobierno -tanto en dólares como en pesos indexados- mostraron un notorio desplazamiento ascendente este año. Para los instrumentos en moneda extranjera, el incremento en los rendimientos llegó a superar los 800 p.b. en el marco de las últimas turbulencias, con subas más pronunciadas en el tramo corto de la curva (llevando a que la pendiente se volviese negativa). En este contexto, el *spread* sobre *Treasuries* fue en aumento, con incrementos más notables en el tramo corto de la curva. La menor demanda de instrumentos ajustables por CER, más afectada por cuestiones de índole local, llevó a que la curva de rendimientos indexados tuviera un desplazamiento ascendente que en promedio fue cercano a 300 p.b. en lo que va del año. De esta manera, la curva se mostraba aplanada hacia mediados de año (ver Gráfico III.3) y con cierta pendiente positiva al cierre de este Boletín.

Los bonos de largo plazo de Argentina mostraron un deterioro relativo al compararlos con instrumentos *benchmark* de similar *duration*. Efectivamente, se observó un incremento en los diferenciales de rendimiento con respecto a la deuda de países como Turquía, Rusia, Brasil y México (ver Gráfico III.4).

La mayor percepción de riesgo para los bonos soberanos locales se evidenció en los incrementos de los *spreads* de riesgo de Argentina, tanto teniendo en cuenta a los *credit default swaps* (CDS) como a los *spreads* del EMBI+ (ver Gráfico III.5). Los precios de los contratos de CDS a 5 años marcaron máximos en el año (llegando a superar los 1.000 p.b. en los últimos meses, cuando a fines de

Gráfico III. 3

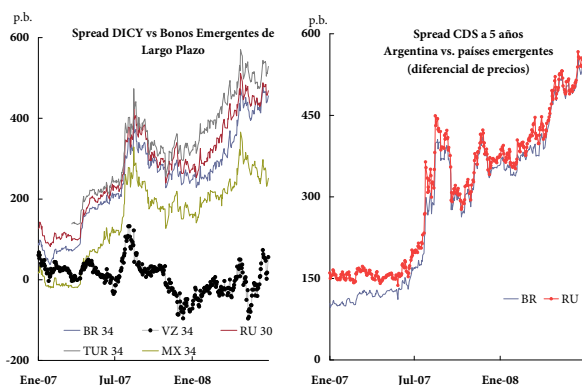
Curvas de Rendimientos: Bonos Argentinos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

Gráfico III. 4

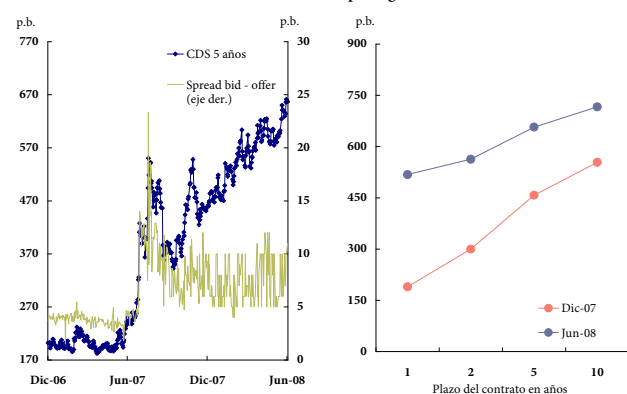
Valor Relativo de los Bonos Argentinos



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

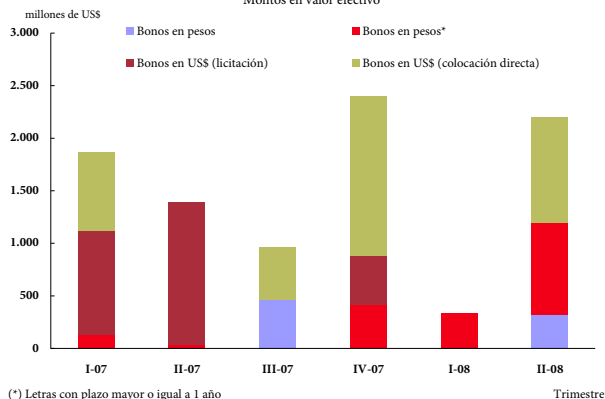
Gráfico III. 5

Credit Default Swaps: Argentina



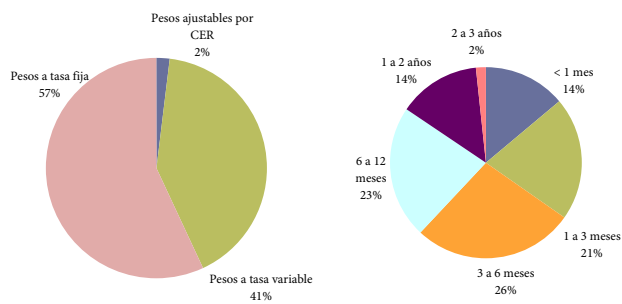
Fuente: Bloomberg

**Gráfico III. 6**  
Colocaciones del Gobierno Nacional  
Montos en valor efectivo



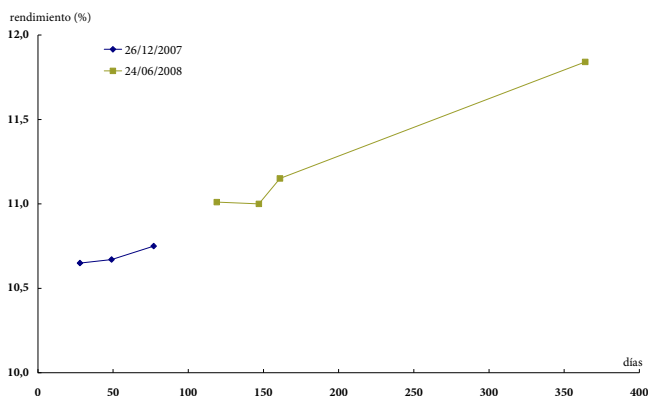
(\*) Letras con plazo mayor o igual a 1 año  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

**Gráfico III. 7**  
Composición del Stock de Lebac y Nobac en Circulación  
Por tipo de tasa y plazo en base al stock en circulación al 30-jun-08



Fuente: BCRA

**Gráfico III. 8**  
Curva de Tasas de Licitaciones de Lebac



Fuente: BCRA

2007 su nivel era de 461 p.b.). El incremento fue más marcado para los contratos de plazos más cortos, a 1 y 2 años. En el caso del *spread* del EMBI+ de Argentina, la suba llegó a ser de más de 400 p.b., frente a un aumento de más de 100 p.b. en el índice para el agregado de los emergentes. Los diferenciales en los *spreads* de riesgo de Argentina con respecto a otros países emergentes, como Brasil y México, superaron los 600 p.b. en lo que va del año.

El Gobierno anunció en abril su Programa Financiero para 2008, que incluía colocaciones de bonos (directas y de mercado) y de letras a organismos del sector público para hacer frente a los compromisos financieros hasta fin de año, por un monto aproximado de US\$6.100 millones. En este sentido, en abril el Gobierno logró financiamiento a través de un Bono en Pesos ajustable por BADLAR, con un rendimiento de 13,3%<sup>6</sup>. A partir de entonces, como producto del contexto desfavorable en los mercados, no se verificaron nuevas colocaciones por medio de licitación. En mayo el Gobierno colocó en forma directa a Venezuela Boden 2015 por US\$1.000 millones (en valor efectivo), con un rendimiento de 12,9% (ver Gráfico III.6). Más recientemente, en julio, se llevó a cabo una colocación similar, por igual monto pero con rendimiento de 14,81%. Por su parte el financiamiento a través de letras intra-sector público llegó a alcanzar un nivel mayor a los VN \$8.000 millones en lo que va del año, con emisiones a 152 y a 365 días, incluyendo refinanciamientos. De esta forma, el *stock* de Letras intra sector público se incrementó casi \$2.000 millones.

***El BCRA disminuyó el stock de letras y notas, con pérdida de la ponderación de los instrumentos a tasa variable***

El BCRA instrumentó una serie de medidas con el objetivo de administrar los efectos locales de la crisis en los mercados financieros internacionales (ver Sección II.1). Se adecuó la emisión de títulos a la demanda de colocaciones de corto plazo, se realizaron rescates anticipados en el mercado secundario y se inyectó mayor liquidez. Así, tomando como referencia los datos a fines de junio, el *stock* de Lebac y Nobac se ubicó en VN\$50.363 millones, con una significativa contracción interanual (VN \$61.500 millones a mediados de 2007).

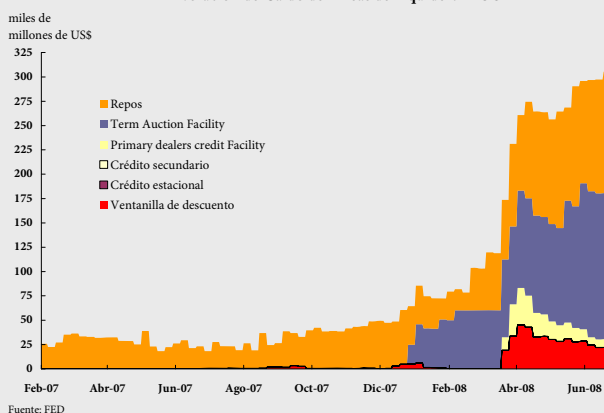
<sup>6</sup> Logró captar \$828 millones en valor efectivo con este instrumento que devenga intereses en forma trimestral equivalente a tasa BADLAR más un margen de 350 p.b. y paga capital al vencimiento. El monto ofertado en la licitación, que tuvo lugar el día 4 de abril, superó ampliamente el monto licitado (ratio *bid to cover* de 2,1).

## Apartado 1 / Turbulencias y Medidas de Provisión de Liquidez

Las tensiones evidenciadas en los mercados interbancarios desde mediados de 2007 obligaron a los principales Bancos Centrales a implementar diversos tipos de medidas para apuntalar las condiciones de liquidez, con operaciones cada vez más importantes en lo que va de 2008. Las distintas autoridades monetarias (en particular, la Reserva Federal) mostraron una importante flexibilidad, logrando reducir la volatilidad en las tasas de corto plazo, aunque los mercados interbancarios se mantienen bajo situación de stress (con nuevos picos en el segundo semestre del año)

El escenario de turbulencias observado en los mercados financieros a partir del segundo semestre de 2007 viene representando un importante desafío para las autoridades monetarias de las principales economías a nivel mundial. A los problemas en los mercados financieros se le suman importantes riesgos sobre el nivel de actividad, en un escenario agravado por la fuerte suba en los precios de las materias primas.

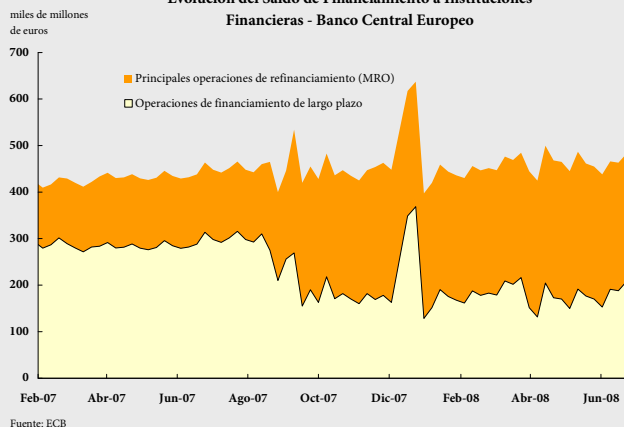
Gráfico A.1.1  
Evolución del Saldo de Líneas de Liquidez: EEUU



El contexto de incertidumbre reinante y la desconfianza prevaleciente entre los distintos agentes del sistema financiero se trasladaron a fuertes tensiones en los mercados interbancarios. Esto se evidenció en los amplios *spreads* que pasaron a mostrar las LIBOR y Euribor con relación a tasas de interés con riesgo de contraparte casi nulo (antes de las turbulencias estos márgenes eran poco significativos). Los Bancos Centrales (BCs) de las principales economías desarrolladas se vieron entonces obligados a intervenir para anclar las expectativas de tasa de interés de corto plazo, evitar que se amplíen las presiones sobre el costo de fondeo y preservar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, además de cambiar el sesgo de la política monetaria (con los recortes en la tasa de referencia de la Fed

como caso emblemático), los BCs debieron introducir medidas específicas para inyectar liquidez en los mercados.

Gráfico A.1.2  
Evolución del Saldo de Financiamiento a Instituciones Financieras - Banco Central Europeo



A medida que la tensión en los *money markets* se fue agravando, las inyecciones de liquidez (que inicialmente se hicieron por medio de mayores montos a través de operaciones regulares) implicaron un accionar cada vez más flexible. De esta manera, comenzaron a aceptarse nuevos tipos de colateral y se amplió el universo de contrapartes (permitiendo, por ejemplo, que los *primary dealers* accedan a la ventanilla de descuento en el caso de la Fed). Adicionalmente se extendió el plazo de las operaciones y se introdujeron medidas de carácter extraordinario (como las licitaciones de TAF y TSLF<sup>7</sup> de la Fed). También se impulsaron medidas coordinadas entre diferentes BCs (*swaps* de monedas entre la Fed, el Banco Central Europeo –BCE– y el *Swiss National Bank*). En el caso del Banco de Inglaterra se dio además un cambio en los requerimientos de reservas.

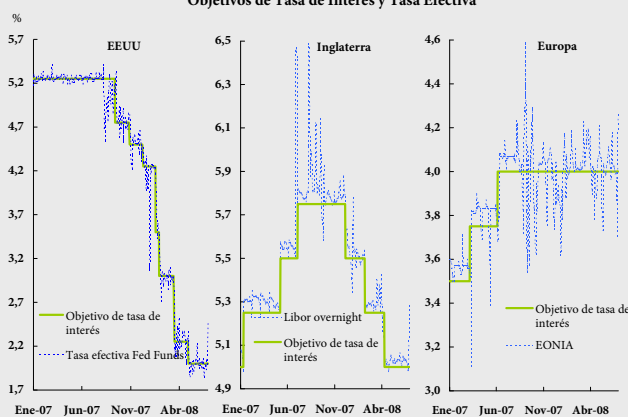
En EEUU (ver Gráfico A.1.1), se observó en el segundo semestre de 2007 un incremento en el saldo de pases, con un salto en la liquidez otorgada al introducirse el esquema de TAF a fines de 2007. Sin embargo, el incremento fuerte se dio en marzo-abril, con un sustancial aumento en los montos asociados a pases y a TAF, junto con un uso más intensivo de la ventanilla de descuento, a lo que se sumó la utilización de facilidades por parte de los *primary dealers*. El accionar del BCE, por su parte,

<sup>7</sup> La *Term Auction Facility* –TAF– es un procedimiento de carácter temporal anunciado en diciembre de 2007 (operaciones de mercado abierto con un rango amplio de potenciales contrapartes y de colateral). La *Treasuries Securities Lending Facility* –TSLF– (anunciada en marzo) representa un intercambio de activos (*Treasuries* por activos menos líquidos).

implicó un cambio más discreto en términos de saldos (ver Gráfico A.1.2).

Aunque el cambio en las condiciones de otorgamiento de liquidez fue generalizado entre BCs, las modificaciones introducidas en cada caso mostraron diferencias, sobre todo en función de las divergencias existentes en el instrumental originalmente disponible. En el caso de la Fed, el BC que mayores modificaciones introdujo, se observa una aproximación al modelo que ya venía manejando el BCE (con un esquema operacional más amplio).

Gráfico A.1.3  
Objetivos de Tasa de Interés y Tasa Efectiva



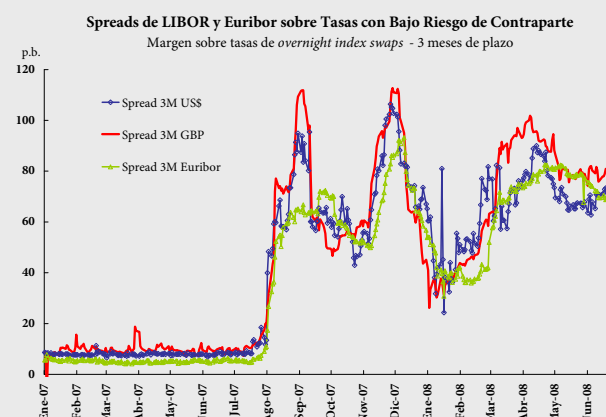
Fuente: Bloomberg

Las medidas implementadas evidenciaron la necesidad de los BCs de contar con un marco de operaciones flexible que permita adaptarse a circunstancias inéditas. Sin embargo, el uso temporal de herramientas novedosas abre el debate en torno a las consecuencias de este accionar en términos de riesgo moral en el manejo que cada banco hace de su liquidez.

Otra de las lecciones del contexto de turbulencias aún en desarrollo está dada por la relevancia del estigma asociado al uso de facilidades que tienen tasas con penalidad. Dado que su utilización puede interpretarse como señal de problemas en la entidad tomadora, existe un costo de reputación que inhibe su uso: a pesar de los cambios instrumentados (tasas menos punitivas) los bancos evitaron utilizar la ventanilla de descuento. El problema del estigma no es un atributo exclusivo de los sistemas financieros más desarrollados. A nivel local, por ejemplo, si bien este problema era más grave en el pasado (cuando el BCRA tenía una capacidad más limitada de asistir a las entidades financieras) se continúa trabajando en pos de reducir sus efectos.

Si bien las medidas implementadas ayudaron a mantener las tasas de corto plazo cerca de los objetivos de política monetaria (ver Gráfico A.1.3), las tasas de interés observadas en los mercados interbancarios mantuvieron amplios *spreads*. En efecto, los *spreads* de tasa LIBOR en dólares, en libras y Euribor a tres meses (*benchmark* de mercado) contra tasas con riesgo de contraparte nulo (como las que surgen de los *overnight index swaps* o equivalentes), que antes de desatarse las turbulencias eran menores a 10 p.b., se ampliaron a más de 100 p.b. (ver Gráfico A.1.4), obligando a los BCs a mantener sus esfuerzos en materia de inyección de liquidez.

Gráfico A.1.4



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

La persistencia de amplios *spreads* en los *money markets* refleja la falta de voluntad de las entidades financieras para prestarse entre sí (crisis de confianza) en un contexto en el cual sigue acumulándose liquidez para poder enfrentar la materialización de eventuales problemas. Dadas las distintas dimensiones que presenta la problemática actual de los mercados y en función de las particularidades de los factores en juego (ajuste lento en el mercado inmobiliario, incertidumbre acerca de las pérdidas finales asociadas a las turbulencias de mercado, falta de transparencia con respecto a la situación de cada entidad financiera), se espera que el ajuste en los *money markets* sea lento y se dé en forma progresiva. Esto implica que la volatilidad seguiría siendo alta por lo menos en lo que queda de 2008 y durante buena parte de 2009, obligando a su vez a que los BCs de los países desarrollados mantengan una política activa en materia de provisión de liquidez. De hecho, las autoridades de EEUU se vieron obligadas a diseñar medidas aún más drásticas, apuntando ya no sólo a la liquidez sino directamente a los problemas en los mercados de créditos.

Gráfico III. 9

Mercado Secundario de Instrumentos del BCRA  
Lebac internas vs. emitidas con anterioridad a octubre de 2007

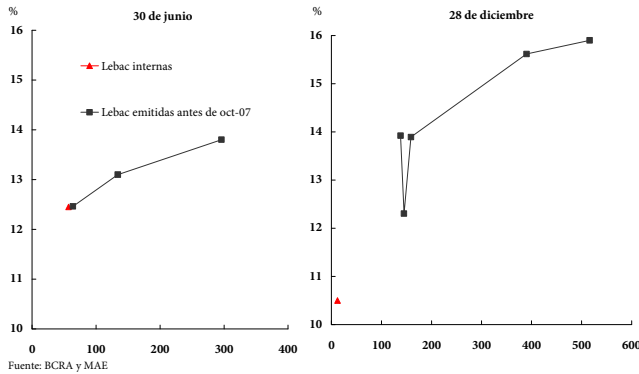


Gráfico III. 10

Mercado Secundario de Nobac  
Curva de rendimientos y evolución de Nobac más líquida

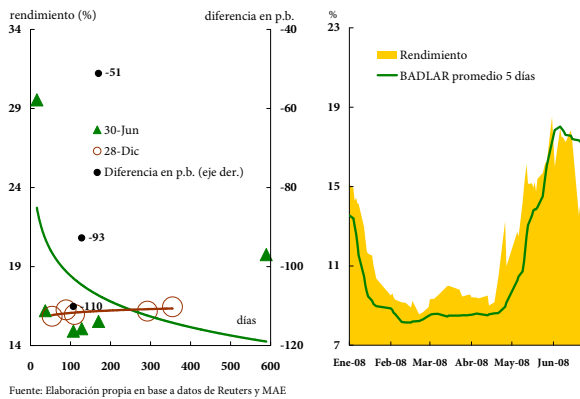
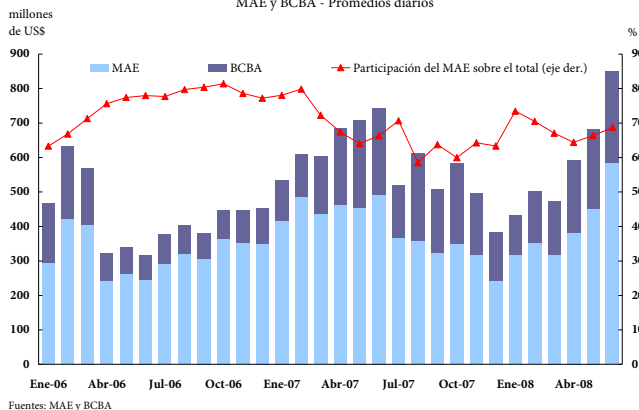


Gráfico III. 11

Montos Negociados de Títulos Públicos  
MAE y BCBA - Promedios diarios



Como resultado, ganaron participación los títulos a tasa de interés fija en el *stock* total de instrumentos del BCRA en circulación, en detrimento especialmente de aquellos a tasa de interés variable y, en menor medida, de los ajustables por CER (ver Gráfico III.7). Por ejemplo, a mediados de año el 57% del *stock* de Lebac y Nobac del BCRA se conformaba por instrumentos a tasa fija (básicamente Lebac), mientras que 41% estaba compuesto por títulos a tasa variable (Nobac con cupón ajustable por BADLAR), frente a ponderaciones de 41% y 55% a fines de 2007, respectivamente. En contrapartida se dio un acortamiento del plazo promedio de los instrumentos colocados: a mediados de año 62% del *stock* de instrumentos en circulación tenía un plazo residual igual o inferior a 6 meses (10 p.p. más que a fines de 2007).

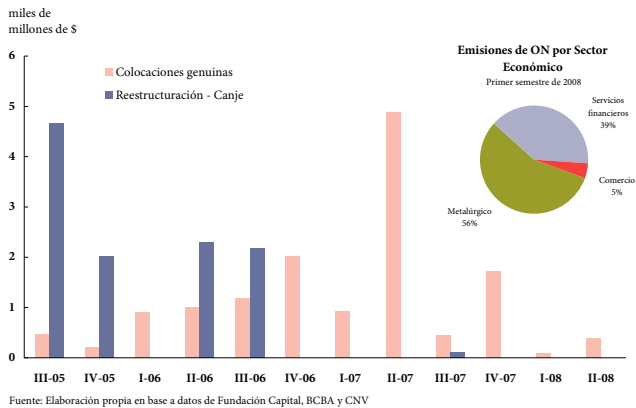
En lo que respecta a los rendimientos en las licitaciones de Lebac, los mismos tendieron a ampliarse. De un rango de 10,65%-10,67% a 28-77 días en la última licitación de 2007 (ver Gráfico III.8), a mediados de este año se pasó a un entorno de 11,0%-11,8% para plazos entre 119 y 364 días, y de ahí a 11,75%-12,26% a fines de septiembre (tasas a menos de un año). En el caso de las Nobac, los rendimientos mostraron sensibles bajas en el mercado primario durante el año (acompañando la evolución de la BADLAR), aunque no exentos de volatilidad<sup>8</sup>.

En el mercado secundario de Lebac, continuaron siendo más negociadas las emitidas con anterioridad a octubre de 2007 en comparación con las Lebac internas. Se observó un acortamiento de los plazos de los instrumentos negociados, mientras que los rendimientos comparables mostraron un recorte en torno a los 100 p.b. en el caso de las Lebac tradicionales (ver Gráfico III.9). Por su parte, en el mercado secundario de Nobac se observan cotizaciones en alza en lo que va del año. Esto implica, para plazos comparables, un recorte promedio de más de 400 p.b. en los rendimientos (buena parte del mismo explicado por la evolución en los últimos meses), mientras que las operaciones se realizaron por plazos más largos. Este comportamiento se dio en un contexto signado por una fuerte presión sobre la tasa BADLAR a partir del segundo trimestre del año (ver Gráfico III.10).

<sup>8</sup> Como referencia, mientras que en la última licitación de 2007 (18/12) para 287 días de plazo residual el rendimiento convalidado fue de 15,76% -spread 2,20%-, el rendimiento en la licitación del 13/05/08 para 315 días de plazo fue de 11,96% -spread 1,50%-. Al 23 de septiembre el rendimiento para una Nobac a casi un año de plazo era de 13,71% -spread 1,35% -.



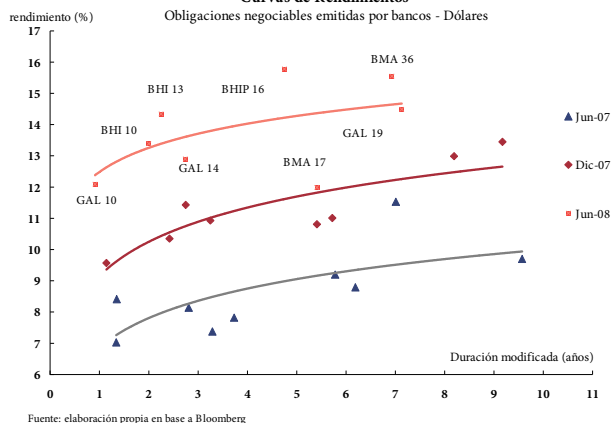
Gráfico III. 12  
Emisión de ON, Valores de Corto Plazo y ON Pymes



### Los montos negociados de instrumentos de renta fija (incluyendo Lebac y Nobac) en los mercados locales tendieron a recuperarse

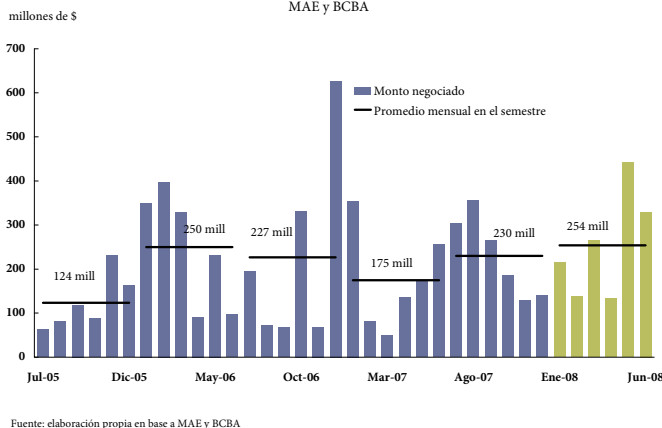
Los montos operados en instrumentos de renta fija en los mercados locales de deuda (BCBA y MAE) se recuperaron en lo que va del año, ubicándose en niveles similares a los de la primera mitad de 2007. Considerando lo ocurrido en el primer semestre de 2008, el promedio diario negociado alcanzó US\$589 millones, 14% por encima del semestre anterior (ver Gráfico III.11). Continuó ganando participación el volumen operado en el MAE: mientras que el promedio diario operado en la BCBA descendió levemente, en el MAE aumentaba más de 20%.

Gráfico III. 13  
Curvas de Rendimientos



Se verificó un incremento en los volúmenes negociados de instrumentos emitidos por el BCRA. Considerando lo ocurrido en la primer mitad del año, el alza es de 13% con respecto al semestre anterior, manteniéndose la ponderación en lo que respecta a la negociación por instrumento: 31% del monto negociado en promedio en el primer semestre correspondió a Lebac mientras que el 69% restante estuvo vinculado a Nobac. Por su parte, los montos negociados de bonos del Gobierno en el MAE tuvieron un incremento promedio de 56% en la primera parte de 2008 (representaron en el semestre casi la mitad del volumen total negociado en el MAE).

Gráfico III. 14  
Negociación de Obligaciones Negociables  
MAE y BCBA



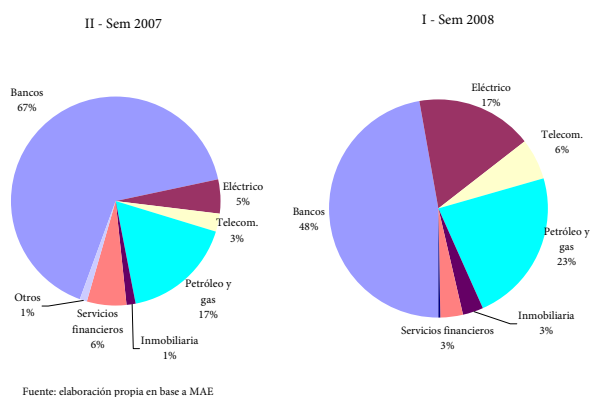
Con la situación internacional mostrando un crítico deterioro en agosto - septiembre, el contexto seguirá condicionando la capacidad de recuperación de las cotizaciones de la deuda argentina. Se espera, entonces, que los títulos públicos sigan mostrando una considerable volatilidad en lo que queda del año y en 2009, aunque dados los pisos registrados hasta el momento (en particular, para la deuda soberana), no se descarta que –en la medida en que vaya cediendo la aversión al riesgo- las cotizaciones comiencen a recuperarse progresivamente.

### III.2 Otros instrumentos de renta fija

#### Disminuyeron las colocaciones de deuda corporativa, al tiempo que aumentó el volumen operado en el mercado secundario

El financiamiento a través de la emisión de obligaciones negociables (ON) disminuyó en lo que va del año, como consecuencia de la coyuntura en los mercados locales e internacionales. Así, mientras que durante el primer semestre de 2007 se colocaron aproximadamente \$6.100

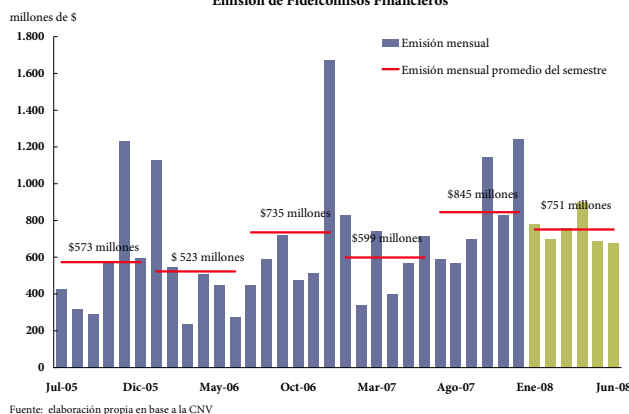
**Gráfico III. 15**  
Negociación de Obligaciones Negociables en el MAE por Sectores Económicos



millones a través de este tipo de instrumentos, en igual período de 2008 el monto bajó a \$350 millones (la tendencia se mantuvo en los meses siguientes, aunque hubo una emisión de magnitud). Teniendo en cuenta la totalidad de las emisiones de deuda corporativa (ON, ON Pymes y valores de corto plazo o VCP), el financiamiento alcanzó \$490 millones durante la primera mitad de 2008, sensiblemente por debajo de lo observado en igual período de 2007 (ver Gráfico III.12). La totalidad de las emisiones realizadas correspondió a nuevo financiamiento (en oposición al que se deriva de operaciones de reestructuración), proporción que había sido de 96% y 46% en 2007 y 2006, respectivamente. Cabe mencionar que continuaron predominando las emisiones denominadas en dólares.

En lo que respecta a las emisiones por sector económico, considerando como muestra las ON colocadas en el período enero-junio de 2008, predominaron las de los sectores financiero, comercial y metalúrgico. En cambio, en el mismo período de 2007 hubo una mayor presencia de los sectores de petróleo / gas y de bancos. En el caso del sector bancario, durante el primer semestre de 2008 se realizaron sólo dos colocaciones de VCP (con una colocación más ya en agosto). A su vez, existen dos series de ON de bancos ya autorizadas por la CNV esperando mejores condiciones para salir al mercado.

**Gráfico III. 16**  
Emisión de Fideicomisos Financieros



La coyuntura de los mercados financieros también se reflejó en los rendimientos de los instrumentos de renta fija del sector privado (ver Gráfico III.13). Para las ON emitidas por bancos se observó un movimiento paralelo y ascendente en la curva de rendimientos, con suba de casi 600 p.b. en lo que va del año (en buena parte explicada por el deterioro en los últimos meses).

La negociación de ON en el mercado secundario aumentó. Considerando como muestra el primer semestre del año (ver Gráfico III.14) se dio un incremento de más de 45% respecto al mismo período de 2007. Si bien el MAE continuó abarcando la mayor parte de las negociaciones, la participación de las operaciones realizadas en la BCBA aumentó. Por su parte, la negociación de ON por sector económico en el MAE presentó una menor concentración a lo largo de 2008 (ver Gráfico III.15). Asimismo, mientras que en el primer semestre de 2008 seis ON representaron la mitad de los negocios de estos instrumentos en el MAE, sólo cuatro habían explicado la mitad del volumen en el semestre inmediato anterior.

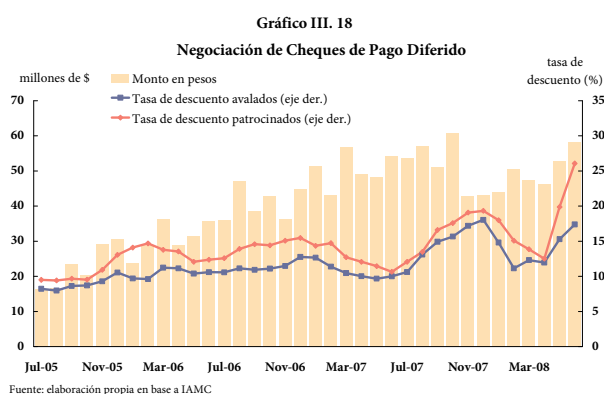
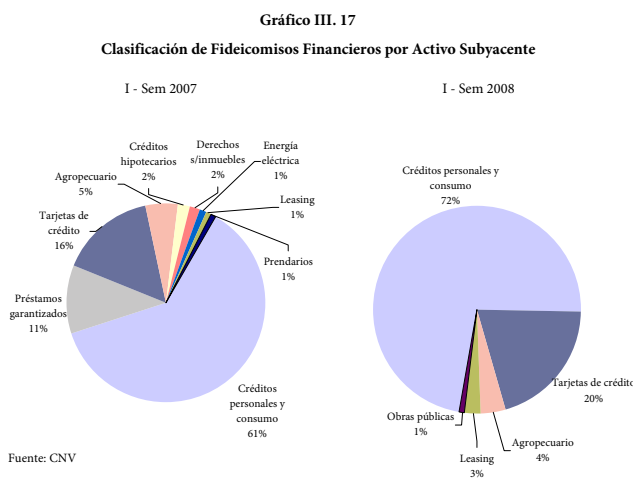


**Los fideicomisos financieros, liderados por aquellos vinculados al consumo, se posicionan como el principal instrumento de financiamiento a través de los mercados**

El financiamiento a través de fideicomisos financieros continuó mostrando un buen ritmo de crecimiento en 2008 (ver Gráfico III.16). Por ejemplo, el monto colocado en la primera mitad del año aumentó 25% con respecto al mismo período del año previo. El monto total colocado superó los \$4.500 millones, originado en 118 emisiones. Esta tendencia (que se mantuvo en el tercer trimestre del año<sup>9</sup>) demuestra la fortaleza de este instrumento como alternativa de financiamiento, incluso en épocas de turbulencias en los mercados de capitales.

Los activos titulizados siguieron fundamentalmente vinculados al financiamiento al consumo -créditos personales y tarjetas de crédito- (ver Gráfico III.17) por un monto de cerca de \$4.000 millones (92% del total colocado) en la primera mitad de 2008. En el mismo período de 2007 el financiamiento al consumo mostró una menor ponderación en el total (77%), debido a emisiones con Préstamos Garantizados como activos subyacentes. La actividad del sector puede explicarse por el origen de la oferta (financiamiento del consumo de las familias) y por el apetito de los inversores por instrumentos de corta madurez y buena relación riesgo-retorno.

La negociación de cheques de pago diferido continuó mostrando un buen volumen, con un leve retroceso respecto a 2007 (ver Gráfico III.18). La tasa de descuento promedio ponderada por monto mostró una fuerte reducción en los primeros dos meses del año, retornando a los valores previos a las turbulencias. El cambio en la coyuntura durante el segundo trimestre del año produjo una importante suba en las tasas, no obstante el rendimiento exigido para los cheques avalados fue menor al observado a fines de diciembre. Mientras que la tasa promedio a la que fueron descontados los cheques avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca retrocedió en promedio 65 p.b., la tasa de los patrocinados aumentó más de 670 p.b. en promedio. Debido en parte al mayor costo relativo, la negociación de cheques patrocinados continúa mostrando una tendencia decreciente.



<sup>9</sup> En agosto se registraba cierta desaceleración en función de cambios instrumentados en el marco tributario.

### III.3 Renta variable

#### *El desempeño de las acciones locales estuvo condicionado por el contexto internacional*

El Merval contabiliza una caída en torno al 20% en lo que va del año (medido tanto en pesos como en dólares) en función de la crisis en los mercados internacionales, a lo que se suman cuestiones de índole local. Se observó entonces un comportamiento fuertemente volátil (ver Gráfico III.19), con marcada caída en enero, mejoras hacia mayo y posterior desplome. La variación acumulada medida en dólares es más marcada que lo observado para países como México y Chile. Estas tendencias se mantendrían en lo que queda del año, en un escenario de alta incertidumbre a nivel internacional y regional.

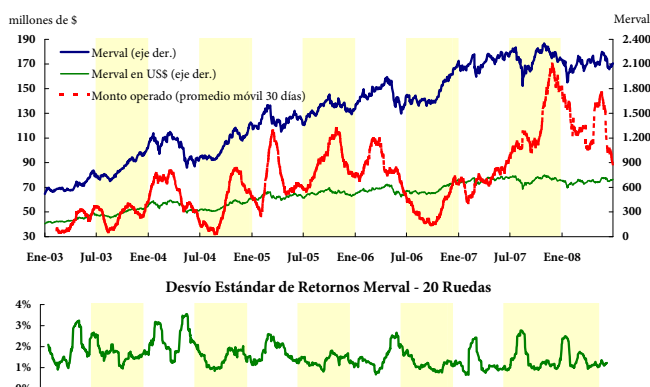
Las turbulencias en los mercados tuvieron un significativo impacto en los papeles ligados al sistema financiero local (ver Gráfico III.20). Las acciones de las entidades financieras con mayor participación en el índice Merval cayeron cerca del 30% en promedio en lo que va del año. Por su parte, las acciones de Tenaris (empresa de mayor ponderación en el índice) acompañaron la suba del petróleo durante buena parte del período.

Los volúmenes operados en renta variable no mostraron cambios significativos. El promedio diario negociado en lo que va del año se aproxima a \$90 millones, en un rango similar al observado para todo 2007.

El financiamiento del sector privado a través de la emisión de acciones se vio claramente impactado por el entorno de mayor incertidumbre. Así, por ejemplo, durante el primer semestre del año este tipo de financiamiento fue de casi \$1.300 millones, incluyendo una oferta pública inicial que obtuvo más de \$350 millones (ver Gráfico III.21). Este monto de emisión por suscripción de acciones se ubicó por debajo del financiamiento obtenido durante los dos semestres anteriores (cerca de \$1.500 millones en cada mitad de 2007).

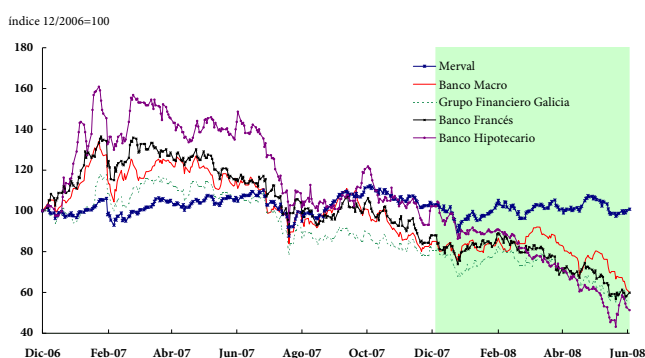
El aumento en el número de empresas listadas y la ampliación de capital de las empresas cotizantes pudo amortiguar sólo parcialmente la caída en el valor de mercado del capital de las empresas, producto de las turbulencias financieras y de la creciente aversión al riesgo. La capitalización bursátil de las empresas locales cotizantes se redujo en más de \$20.000 millones en lo que va del año. Dado el crecimiento de la actividad económi-

Gráfico III. 19  
Evolución del Mercado Local de Acciones



Fuente: BCBA y Bloomberg

Gráfico III. 20  
Acciones de Bancos e Índice Bursátil Merval



Fuente: Bloomberg

ca, el valor del mercado accionario doméstico respecto del PIB se redujo de 20% a menos de 15%.

### III.4. Mercados derivados

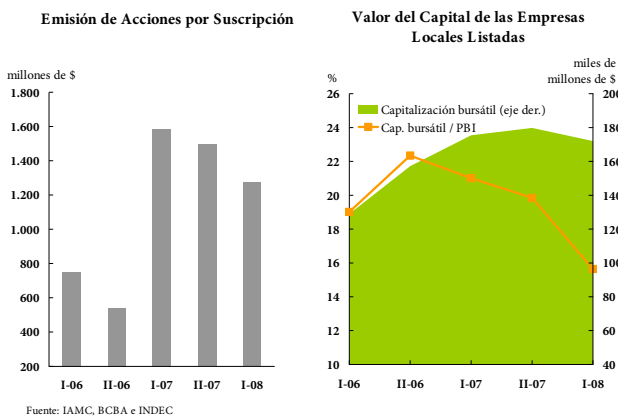
#### *El volumen operado en futuros de tipo de cambio alcanza nuevos máximos*

Los montos operados de derivados de tipo de cambio registraron un nuevo récord en el año, superando en casi 100% a lo observado en el período comparable de 2007. En promedio, se negociaron casi US\$6.000 millones por mes en lo que va del año (ver Gráfico III.2). Tanto en el MAE como en el ROFEX los montos operados en contratos derivados fueron más de 60% superiores al promedio mensual de 2007. Los picos mensuales en términos de actividad se registraron en el período abril/mayo, coincidiendo con uno de los episodios de turbulencia de mayor relevancia (más recientemente, en septiembre, también se observaron altos niveles de negociación). El incremento en los volúmenes operados estuvo en parte vinculado a una mayor actividad del BCRA en los mercados a término. El BCRA intervino tanto en el mercado *spot* como a través de contratos *forward* y a futuro, con el fin de anclar las expectativas.

Al igual que en 2007 se registraron ciertas operaciones de contratos sobre el Bono Discount en pesos. También se registraron operaciones de derivados sobre tasa BAD-LAR. En ambos casos, los montos continúan siendo marginales en relación con el volumen de los contratos de tipo de cambio. No se operaron contratos futuros de CER.

En perspectiva, la expansión del mercado de futuros del dólar posiblemente se sostenga en lo que queda del año y durante 2009, en la medida en que se mantenga la situación crítica en las economías desarrolladas generando un escenario de incertidumbre a nivel regional.

Gráfico III. 21





## IV. Intermediarios Financieros

### Síntesis

El proceso de intermediación del sector financiero continúa con su tendencia de crecimiento, evolución liderada por el comportamiento de la banca. Los Inversores Institucionales (II) registran una expansión reducida de sus activos, principalmente por lo acontecido con los Fondos Comunes de Inversión (FCI) como resultado de un contexto internacional y local más volátil.

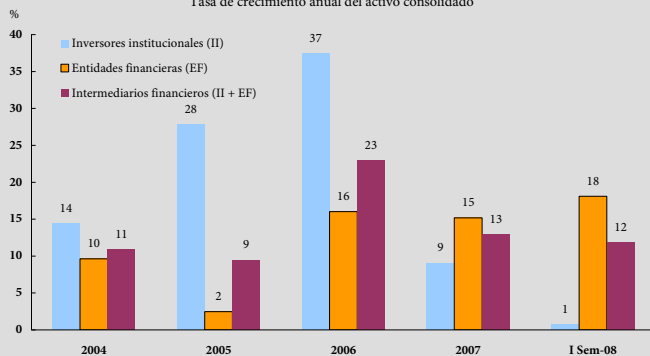
El volumen de recursos de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP) vuelve a crecer luego de la caída verificada en el segundo semestre de 2007, siendo especialmente impulsado por el incremento de la contribución de los trabajadores (el aporte pasa de 7% a 11% a principios de 2008), movimiento que fue parcialmente compensado por el traspaso voluntario de aportantes al Régimen de Reparto y el deterioro de la rentabilidad en un escenario financiero de mayor volatilidad.

Los FJP aumentaron su exposición al sector público y al sistema financiero en la primera parte de 2008, con un deterioro en sus participaciones accionarias y con menores tenencias de cuota-partes de FCI. Mientras el mercado de seguros continúa expandiéndose, principalmente de la mano de los seguros generales y de retiro, los FCI observaron una caída impulsada por los efectos de las turbulencias financieras sobre los fondos de renta variable. Para el

cierre de 2008 se estima que los II gradualmente recobrarán su crecimiento, tendencia que quedaría supeditada a una gradual recuperación en los mercados financieros.

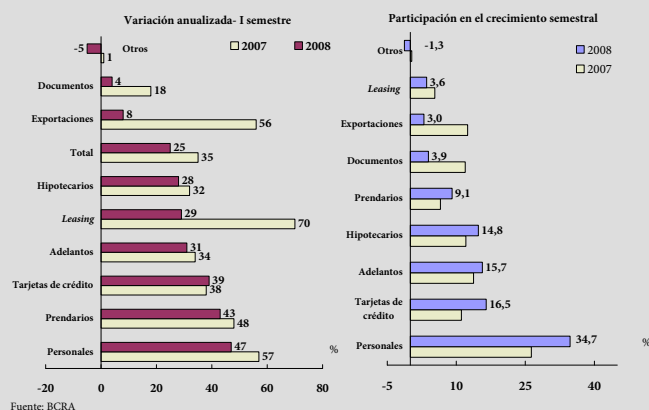
En línea con los incentivos establecidos por el BCRA, la actividad de intermediación financiera de los bancos continúa profundizándose. Las financiaciones totales al sector privado se mantienen en un sendero de crecimiento, si bien registran una suavización en su dinamismo. Se sigue destacando relativamente el ritmo de expansión de los créditos para las familias, especialmente para consumo. En el segmento corporativo, tanto los servicios, la construcción, como el sector primario (excluido el sector agropecuario) ganan participación en el financiamiento bancario. En el contexto de la política financiera implementada por el BCRA, el sistema financiero ha podido avanzar hacia su normalización patrimonial, reflejándose en la sostenida caída en la exposición al sector público y la casi completa desaparición de los pasivos por matching. Por su parte, los depósitos del sector privado alcanzan una participación de 54% en el fondeo total de la banca (pasivo neteado más patrimonio neto), mientras que los depósitos totales ya representan casi tres cuartas partes del mismo.

Gráfico IV.1  
Desarrollo de los Intermediarios Financieros Locales  
Tasa de crecimiento anual del activo consolidado



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

Gráfico IV.2  
Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea



Fuente: BCRA

## IV.1 Intermediarios financieros

### *Los intermediarios financieros locales recogen en parte la volatilidad de los mercados financieros*

Los mercados financieros locales siguen reflejando el impacto de las turbulencias internacionales durante 2008. A este escenario se le sumaron factores locales como el problema con el sector agropecuario y cierta desaceleración evidenciada en el crecimiento de la economía, si bien el PIB sigue expandiéndose a tasas elevadas en términos históricos. En este contexto, los intermediarios financieros locales conformados por los bancos y los Inversores Institucionales –II- (Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Compañías de Seguros y Fondos Comunes de Inversión), verifican un crecimiento ligeramente más moderado en su volumen de activos consolidados<sup>10</sup> respecto a años anteriores (ver Gráfico IV.1), principalmente recogiendo la caída observada en el patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión (FCI).

De cara al segundo semestre del año, el crecimiento estimado para los intermediarios financieros seguiría siendo moderado, principalmente explicado por el sostenimiento de un escenario internacional volátil. Más aún, la suba esperada en la cantidad de aportantes a los Fondos de Jubilaciones y Pensiones –FJP- para lo que queda de 2008 sería relativamente leve, dado un mercado laboral gradualmente más ajustado (ver Página 27). No obstante, nuevos incrementos salariales en determinados sectores y el efecto del aumento en los aportes personales (de 7% a 11%) efectuado a principios de año, podrían fortalecer las fuentes de recursos de este sector. Este contexto será acompañado del sostenido crecimiento de la actividad bancaria, la paulatina recomposición del mercado asegurador, mientras que el mercado de FCI continuará estrechamente vinculado a las condiciones financieras internacionales y al grado de aversión al riesgo local.

## IV.2 Inversores institucionales

### *Crece la participación de los depósitos bancarios en las carteras de los Inversores Institucionales*

El activo consolidado administrado por los II totaliza cerca de \$145 mil millones al cierre del primer semestre de 2008, verificando una expansión en torno a 1%a. entre enero y junio, y una leve caída en términos interanuales. El incremento evidenciado en la primera parte de 2008 recoge principalmente el aumento en los recur-

Gráfico IV.3  
Evolución del Régimen de Capitalización Individual

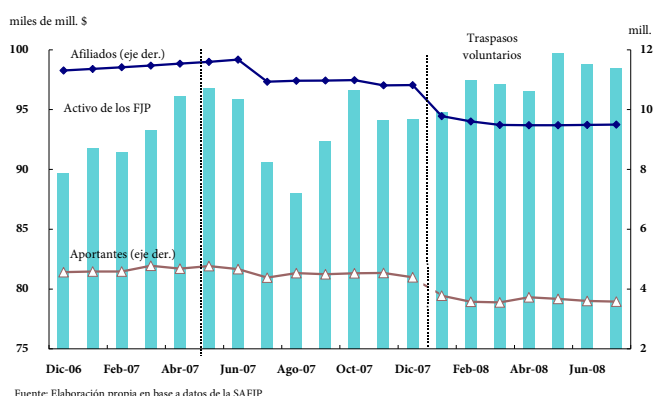
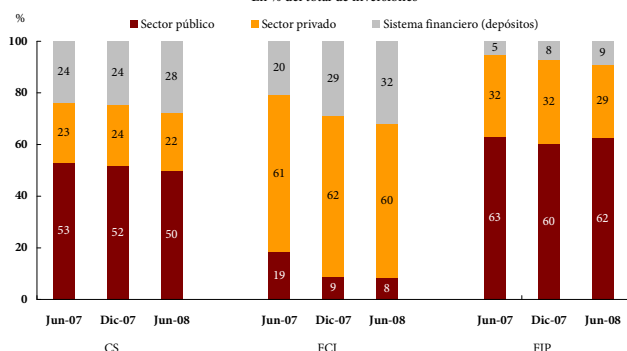


Gráfico IV.4  
Exposición de Cartera de los Inversores Institucionales  
En % del total de inversiones



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

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

<sup>10</sup> Se netean los depósitos bancarios de compañías de seguros, fondos comunes de inversión y fondos de jubilaciones y pensiones.

Los administrados por los FJP y por las Compañías de Seguros (CS), movimientos casi completamente compensados por la caída en los FCI.

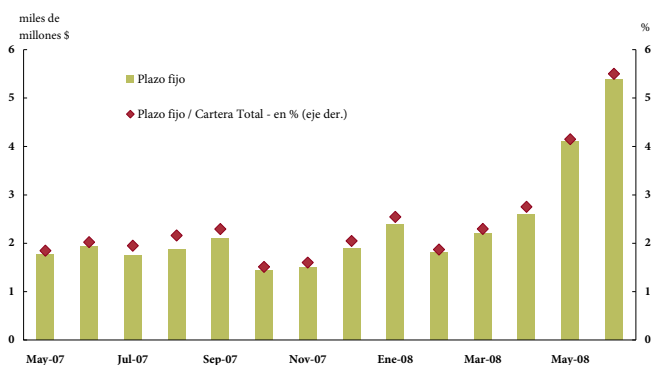
El volumen de fondos administrados por los FJP recupera su tendencia creciente en el semestre, luego de la caída verificada en el cierre del año anterior como resultado de los traspasos de afiliados (y sus respectivas inversiones acumuladas) al Régimen de Reparto (RR)<sup>11</sup> (ver Gráfico IV.3). El portafolio de inversiones de los FJP totaliza aproximadamente \$99 mil millones<sup>12</sup> a fines de junio, con un incremento de 10%a. en los primeros 6 meses del año.

El desempeño de los FJP está principalmente explicado por el incremento de la recaudación, en el marco de la recomposición de la tasa de aportes personales (de 7% a 11%) desde principios de 2008, y de los salarios nominales de los trabajadores. Estos efectos fueron en parte compensados por la disminución en la cantidad de aportantes a lo largo del semestre, reflejando la primera apertura de la opción de traspaso voluntario desde la puesta en funcionamiento del Régimen de Capitalización Individual en 1994, y por el efecto contractivo de la rentabilidad en el período.

La cartera de inversiones de los FJP canalizada a financiar al sector privado verifica una disminución semestral de casi 3 p.p. hasta 29% (ver Gráfico IV.4), movimiento que estuvo principalmente explicado por el impacto de la volatilidad del mercado accionario en el semestre, y por la menor tenencia de participaciones en FCI<sup>13</sup>. Los recursos destinados al sector público siguen verificando la mayor ponderación en la cartera de los FJP (casi 62%), con un incremento de 2 p.p. en la primera parte del año. Los fondos depositados en el sistema financiero (principalmente como colocaciones a plazo) registran un significativo crecimiento hasta alcanzar una ponderación de 9% de la cartera. El incremento de las colocaciones a plazo en los bancos se concentra a partir de abril (ver Gráfico IV.5).

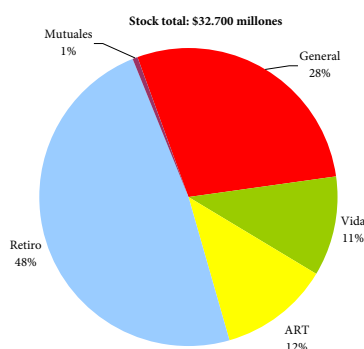
El volumen de activos de las CS alcanza aproximadamente \$44 mil millones a mediados de 2008, evidenciando un incremento 17%a. en el primer semestre, totalizando una expansión levemente menor (16%) en términos interanuales. Los seguros de retiro (con una mayor madurez en el plazo de sus inversiones) y los generales siguen dominando la expansión del sector (ver Gráfico IV.6). Al igual que en el caso de los FJP, los activos

**Gráfico IV.5**  
Evolución de los Plazo Fijo de los FJP  
Saldo total



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFJP

**Gráfico IV.6**  
Composición del Mercado Asegurador  
Inversiones - Junio 2008



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SSN

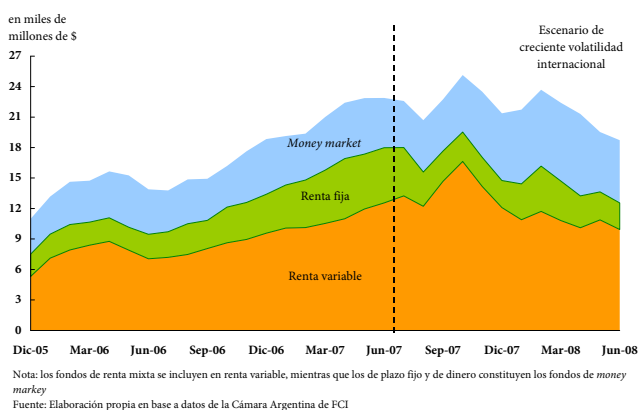
<sup>11</sup> Ley 26.222. Para un mayor detalle de las modificaciones introducidas, ver Sección IV.1 del BEF I-08.

<sup>12</sup> Dato sin consolidar.

<sup>13</sup> En este sentido, cabe considerar que en octubre de 2007 la SAFJP, el BCRA y la CNV emitieron una Resolución conjunta que estableció un límite de 2% para la cartera destinada a FCI con patrimonio integrado por activos de emisores del MERCOSUR.

del sector público lideran ampliamente la asignación de la cartera de inversiones de las CS (más de 50%), seguidos de las colocaciones en el sistema financiero y por el financiamiento al sector privado (dentro del cual se destaca la ponderación de los FCI).

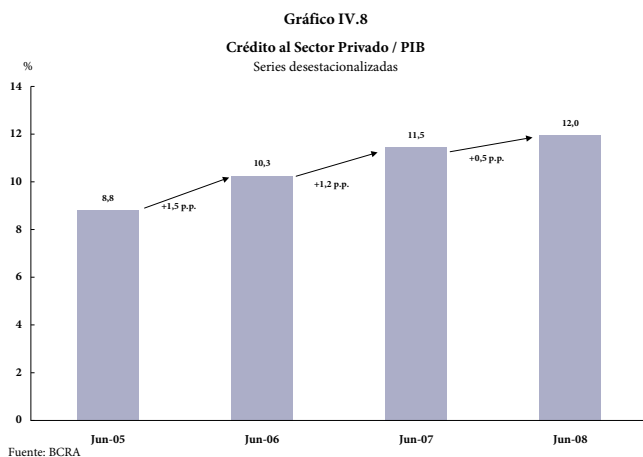
Gráfico IV.7  
Evolución del Patrimonio de los FCI



Al igual que en la última parte de 2007, los FCI continúan siendo afectados por la volatilidad evidenciada en los mercados financieros internacionales y locales. Este escenario impacta sobre las cotizaciones de los títulos valores y de las acciones en cartera, e induce en cierta medida, a retiros de cuotas partes. Al cierre del primer semestre de 2008 el patrimonio de los FCI verifica una disminución de 23%a. con respecto a fines de 2007, totalizando poco más de \$18.700 millones (ver Gráfico IV.7). La caída está principalmente explicada por los fondos de renta variable (de mayor relevancia en términos del volumen), que verifican una merma de casi \$2.150 millones (-32%a.) en el semestre, impulsando casi 80% de la reducción total. Los fondos de *money market* verifican una caída de casi \$450 millones (-13%a.) en la primera parte de 2008. De forma similar al cierre de 2007, el contexto de mayor incertidumbre se ha reflejado en una mayor participación de los activos líquidos en cartera de los FCI (representan cerca de un tercio del total). Este movimiento tiene como contrapartida la caída en la participación del financiamiento al sector privado.

### IV.3 Entidades financieras

#### *El crédito al sector privado continúa aumentando en la primera parte de 2008, si bien suaviza su ritmo de expansión*



Impulsada por la política financiera del BCRA, la banca continúa abasteciendo la demanda de crédito de las familias y de las empresas, a pesar de la volatilidad verificada en los mercados financieros internacionales y cierta incertidumbre a nivel local. En este sentido, el financiamiento al sector privado alcanza a representar 12% del PIB a mediados de 2008. Si bien este valor es levemente menor al del cierre de 2007 dado el dinamismo de la actividad económica, se ubica en 0,5 p.p. por encima del mismo período de 2007 (ver Gráfico IV.8), superando en casi 5 p.p. al mínimo registrado de forma posterior a la crisis de 2001-2002. El alcance del crédito sigue presentando un alto potencial de desarrollo, encontrándose aún por debajo de los niveles observados en otros países de la región y en las economías desarrolladas.

En este contexto, el sistema financiero sostiene la tendencia al *crowding in* del sector privado, en parte como contrapartida del sostenido redimensionamiento en la exposición de la banca al sector público (ver Tabla IV.1).



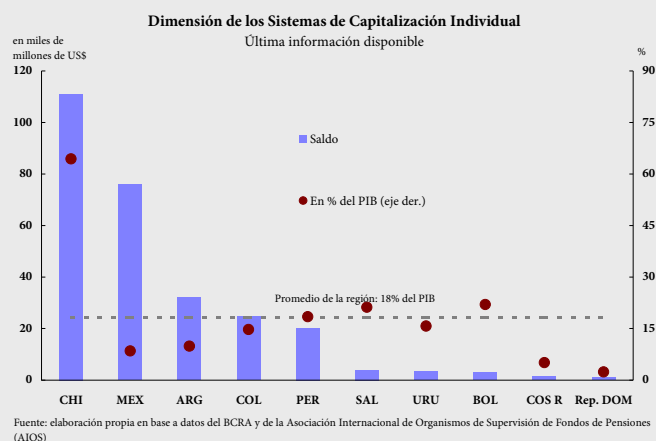
## Apartado 2 / Los Fondos de Jubilaciones y Pensiones en la Intermediación Financiera Local

En los últimos años los Fondos de Jubilaciones y Pensiones han adquirido una considerable magnitud, siendo impulsados por los aportes periódicos de los trabajadores, las nuevas incorporaciones y la rentabilidad de sus inversiones. Esta tendencia no ha estado acompañada de la profundización de sus recursos destinados a financiar al sector productivo local, siendo una de las asignaturas pendientes para los próximos años

A lo largo de los 90 varias economías latinoamericanas modificaron sus esquemas de jubilaciones y pensiones, implementando sistemas de capitalización individual (SCI)<sup>14</sup>. Los SCI en algunos casos comenzaron a funcionar de forma independiente de los Regímenes de Reparto (RR) gubernamentales, mientras que en otros los reemplazaron completamente. En líneas generales, con estas modificaciones se buscaba tanto evitar los problemas de financiamiento que en varias ocasiones se habían observado en los RR, mejorar los incentivos de los aportantes, ya que sus ingresos futuros tendrían un mayor correlato con sus aportes efectuados, así como impulsar la profundización de los mercados de capitales locales, situación que permitiría fomentar el financiamiento al sector privado local, principalmente a las empresas. El fin último de los SCI es incrementar los rendimientos de los aportantes y sus jubilaciones o pensiones futuras.

En el caso particular de Argentina, el SCI comenzó a operar en 1994 de forma paralela al RR, en el marco de la creación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (Ley 24.241). Partiendo de totalizar recursos por aproximadamente \$2.500 millones (1% del PIB) en 1995, actualmente los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP) alcanzan un volumen en torno a \$98.000 millones (casi 10% del PIB), ubicándose en valores intermedios en comparación con los restantes SCI de la región (ver Gráfico A.2.1) y presentando aún un alto potencial de desarrollo y alcance en términos de la población económicamente activa.

Gráfico A.2.1



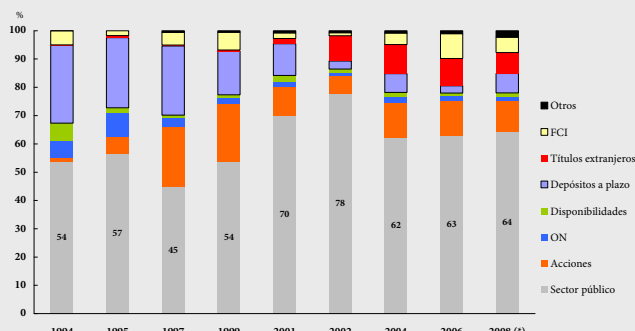
Localmente los FJP constituyen el principal inversor institucional en términos del volumen de fondos disponibles para administrar, seguidos en escala por las compañías de seguros y los fondos comunes de inversión. La considerable evolución del SCI argentino estuvo principalmente explicada por el incremento tanto en la cantidad de trabajadores aportantes, alcanzando actualmente casi 3,6 millones<sup>15</sup> el aumento de la recaudación por aportante y la rentabilidad acumulada del sector (casi 14% nominal histórica o 8% en términos reales), en un marco de aún escasas erogaciones por jubilaciones y pensiones procesadas dado el carácter incipiente del sistema.

Desde la creación del SCI en Argentina, se ha destinado sólo una reducida parte de los recursos disponibles a inversiones en el sector productivo, siendo los fondos especialmente absorbidos por las necesidades de financiamiento del sector público, que superaron en todo el período la mitad de la cartera (salvo en 1997) con picos de 78% con la crisis de 2001-2002, evidenciando cierta estabilización en los últimos años en torno a 60% (ver Gráfico A.2.2).

<sup>14</sup> Chile lo incorporó a principios de los 80.

<sup>15</sup> A partir de las modificaciones implementadas mediante la Ley 26.222 (2007), el sistema de capitalización verificó traspasos al RR.

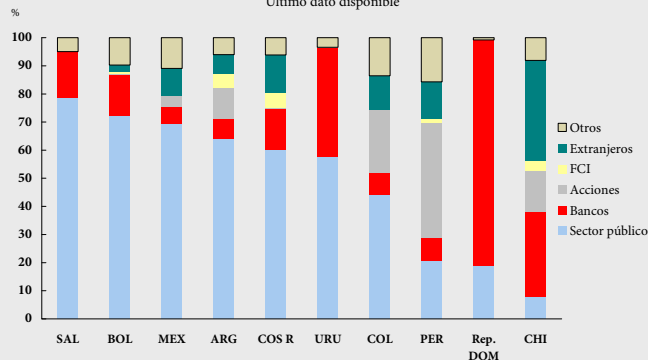
Gráfico A.2.2  
Composición de los FJP. Argentina



(\*) Agosto  
Nota: en exposición al sector público se incluyen títulos y préstamos al sector, fideicomisos financieros con estos títulos como activos subyacentes y UVP  
Fuente: SAFJP

Cabe señalar que la alta exposición al sector público es un rasgo común en la mayoría de los SCI de los países latinoamericanos (ver Gráfico A.2.3), principalmente como resultado de las necesidades financieras de los Gobiernos. Si bien Chile constituye una excepción, en parte debido al bajo nivel de endeudamiento de su sector público, en una etapa temprana de implementación (a principios de los 80) los fondos del sector público tenían un mayor peso en la cartera total.

Gráfico A.2.3  
Composición de la Cartera de Inversiones - Comparación Regional  
Último dato disponible

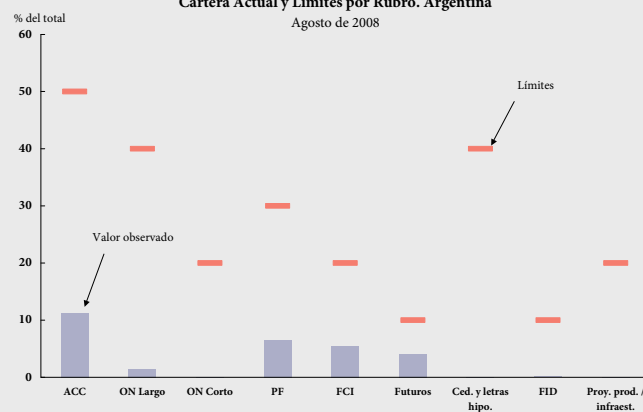


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS)

Como contrapartida de la considerable exposición al sector público, sólo una baja proporción de la cartera de los FJP locales puede considerarse como financiamiento directo a la inversión: Obligaciones Negociables (ON) de largo plazo, fondos de inversión directa –FID– (agrícolas y ganaderos) y, los recientemente incorporados proyectos productivos y/o de infraestructura. Con referencia estos últimos, en la reforma de 2007 al SCI se incorporó un nuevo inciso (“q”) que contempla esas colocaciones entre las alternativas de inversión de los FJP, con un mínimo de 5% de los activos totales de los fondos y hasta un máximo del 20%.

La participación de las ON de largo plazo en la cartera alcanza 1,44%, mientras que para los FID la ponderación es de 0,10% y los proyectos productivos y de infraestructura sólo representan 0,02% de la cartera. Estos valores se encuentran muy lejos de los máximos permitidos por los límites establecidos en el marco regulatorio (casi 70% de la cartera considerando los 3 rubros mencionados). Las inversiones en títulos públicos y en valores extranjeros, constituyen los únicos rubros en los cuales se está cerca del tope máximo admitido. Para el resto de los rubros las ponderaciones están muy por debajo de los máximos (ver Gráfico A.2.4), dejando espacio para incrementar el financiamiento al sector corporativo.

Gráfico A.2.4  
Cartera Actual y Límites por Rubro. Argentina  
Agosto de 2008



Fuente: elaboración propia en base a datos de la SAFJP

Como resultado, hasta la actualidad el SCI local ha presentado ciertas debilidades a la hora de impulsar el financiamiento al sector productivo, encontrando en el crédito al sector público una restricción de magnitud. No obstante, existe espacio para incrementar el financiamiento a la economía, tendencia que deberá ser complementada con la presencia de adecuadas herramientas de inversión y proyectos productivos genuinos que requieran financiamiento.

Tabla IV.1  
Situación Patrimonial

Sistema financiero - En % del activo neteado

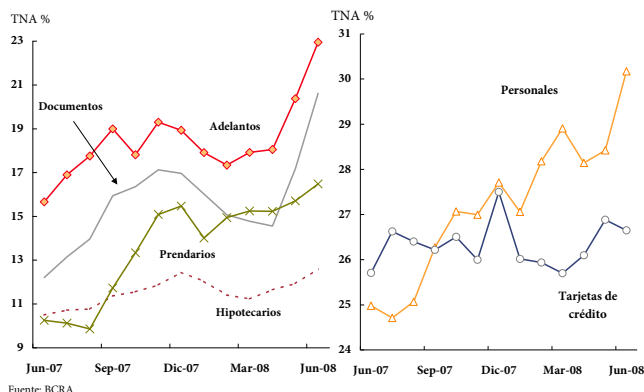
	Jun-07	Dic-07	Jun-08	Var. I sem 08 (p.p.)	Var. saldo I sem-08 anualiz. (%)
<b>Activo</b>	100	100	100		18
Activos líquidos	16	17	18	1	40
Títulos del BCRA	13	11	11	0	12
Crédito al sector privado	34	40	41	1	25
Crédito al sector público	19	17	15	-2	-8
Otros activos	17	15	15	0	14
<b>Pasivo + Patrimonio neto</b>	100	100	100		18
Depósitos del sector público	18	17	20	1	54
Depósitos del sector privado	53	56	54	1	11
Obligaciones con el BCRA (1)	1	1	1	-1	-11
ON, OS y Líneas del exterior	5	4	4	-1	3
Otros pasivos	9	9	9	0	23
Patrimonio neto	13	13	13	-1	11

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

Fuente: BCRA

Gráfico IV.9  
Tasas de Interés Activas

Préstamos al sector privado - Sistema financiero

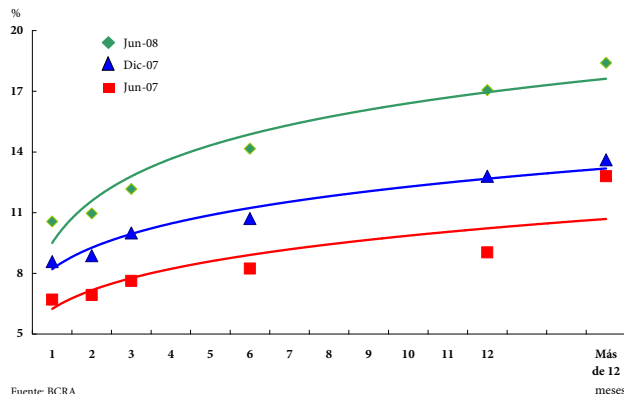


Fuente: BCRA

Gráfico IV.10

Depósitos Privados a Plazo Fijo en Pesos

Curva de rendimientos de operaciones menores a \$100 mil - Sistema financiero



Fuente: BCRA

En particular, la exposición de la banca al Gobierno disminuye 2 p.p. del activo neteado en lo que va de 2008, acumulando una caída de 4 p.p. en los últimos doce meses. Las financiaciones<sup>16</sup> al sector privado prolongaron su crecimiento en la primera mitad de 2008 (25%a.) (ver Gráfico IV.2), aunque suavizaron su ritmo de expansión respecto a igual período del año anterior (35%a.). Como resultado de este incremento, el crédito a las empresas y a las familias se ubicó en junio en 41% del activo neteado del sistema financiero, 7 p.p. más que en igual mes del año anterior.

La disminución en las tasas de crecimiento del crédito al sector privado resulta generalizada entre líneas en la primera parte de 2008, con excepción de las financiaciones mediante tarjetas de crédito que presentan un dinamismo levemente superior. En particular, los créditos comerciales (documentos, *leasing* y financiaciones a las exportaciones) evidencian la mayor suavización en su ritmo de expansión. Por su parte, pese a registrar disminuciones en su desempeño, los adelantos y el *leasing* observaron un ritmo de incremento por encima del agregado.

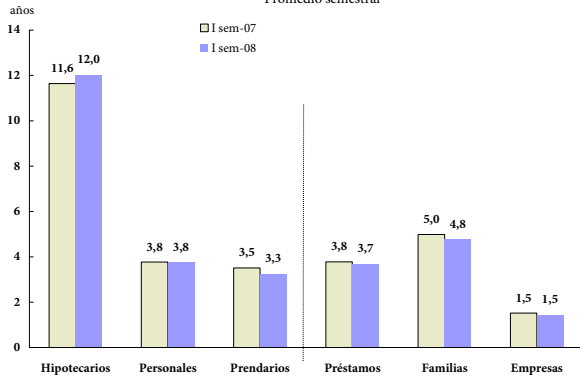
Los préstamos personales siguen siendo los más dinámicos, constituyendo el segmento crediticio que más contribuyó al aumento del *stock* de financiaciones al sector privado. De esta manera, los préstamos personales pasan a tener la mayor participación en la cartera al sector privado (21%) superando a los documentos (19%). Las líneas personales, sumadas a las tarjetas de crédito, muestran un incremento de 44%a., explicando más de la mitad del aumento de los préstamos en los primeros seis meses del año. Por su parte, los préstamos con garantía real siguen evidenciando un destacado dinamismo en la primera parte de 2008, similar al registrado en igual período del año anterior. Como resultado, estas líneas ganan ponderación en el crecimiento total de los créditos al sector privado.

El aumento de las financiaciones a las familias y a las empresas se produce en un contexto de gradualmente mayores niveles de tasas de interés activas (ver Gráfico IV.9). Las subas más significativas se registran en las líneas comerciales (adelantos y documentos) y en los préstamos personales, mientras que las financiaciones mediante tarjetas de crédito resultan las únicas con un leve descenso en su tasa de interés entre puntas del semestre. Cabe considerar que el incremento en las tasas de interés activas recoge principalmente los efectos de las mayores tasas de interés de las colocaciones a plazo fijo (ver Gráfico IV.10), en parte como resultado del

<sup>16</sup> Se incluye las financiaciones mediante *leasing*.

Gráfico IV.11

Madurez de los Préstamos Otorgados al Sector Privado  
Promedio semestral



Fuente: BCRA

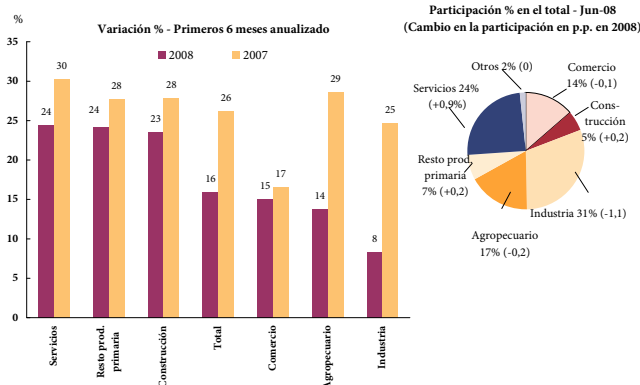
contexto de creciente volatilidad financiera. No obstante, las medidas de liquidez implementadas por el BCRA (ver Página 56) han logrado atemperar este crecimiento.

La madurez de las nuevas financiaciones otorgadas al sector privado se mantiene estable, en líneas generales, en lo que va del año (ver Gráfico IV.11). No obstante, se observa cierta reducción en aquellas líneas destinadas a las familias, con excepción de los créditos hipotecarios que actualmente alcanzan casi 12 años. Más allá de este comportamiento, las financiaciones a los hogares siguen presentando mayores plazos que aquellas canalizadas al sector corporativo.

**El crédito a las empresas continúa creciendo, impulsado principalmente por los servicios y la producción primaria**

Gráfico IV.12

Crédito a las Empresas por Sectores Económicos



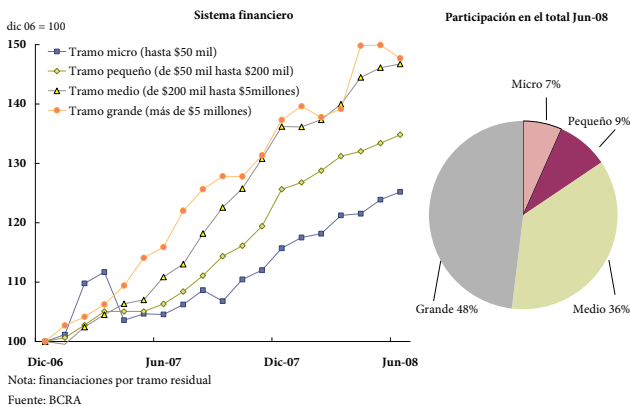
Fuente: BCRA

El financiamiento al sector corporativo registra una desaceleración generalizada en todos los sectores en los primeros seis meses de 2008 (ver Gráfico IV.12). En particular, al crecer por encima del promedio, las financiaciones a las empresas de servicios, construcción y producción primaria (sin incluir al sector agropecuario) ganan participación, aunque la industria sigue concentrando la mayor ponderación (un tercio del total).

La expansión de las líneas de crédito a empresas resulta generalizada entre todos los tramos por saldo residual, verificándose una gradual desaceleración en la expansión de los tramos más grandes. No obstante tener aún una baja participación en el financiamiento al sector corporativo (ver Gráfico IV.13), los préstamos de menores saldos (inferiores a \$200 mil) muestran cierta aceleración en el período.

Gráfico IV.13

Crédito a las Empresas por Tramo

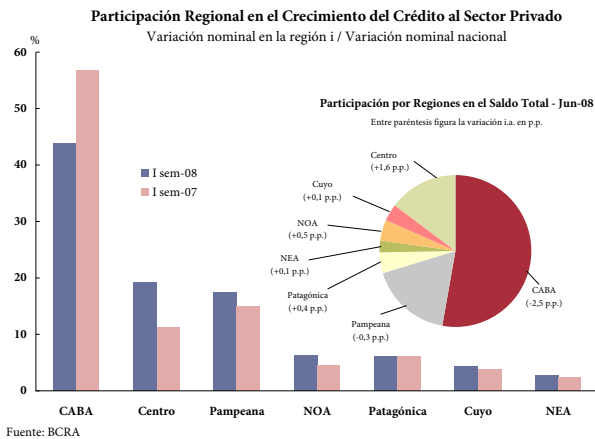


Fuente: BCRA

**Crece la penetración del crédito al sector privado en las regiones geográficas del país con menor acceso relativo**

Si bien el crédito al sector privado sigue encontrándose especialmente concentrado en la Ciudad de Buenos Aires, el crecimiento observado en el primer semestre de 2008 resulta mejor distribuido entre aquellas regiones que tienen una menor ponderación en el total como el NEA, Cuyo y el NOA (ver Gráfico IV.14). En particular, las tres regiones que aglutinan tres cuartas partes del crédito total al sector privado (CABA, Pampeana y Centro) verifican una menor participación en el crecimiento total del crédito respecto al primer semestre de 2007, observándose así una gradualmente mayor uniformidad en la participación de las distintas regiones en el crédito al sector privado. Mientras que la Ciudad de Buenos Aires y la región Pampeana redujeron moderadamente su

Gráfico IV.14

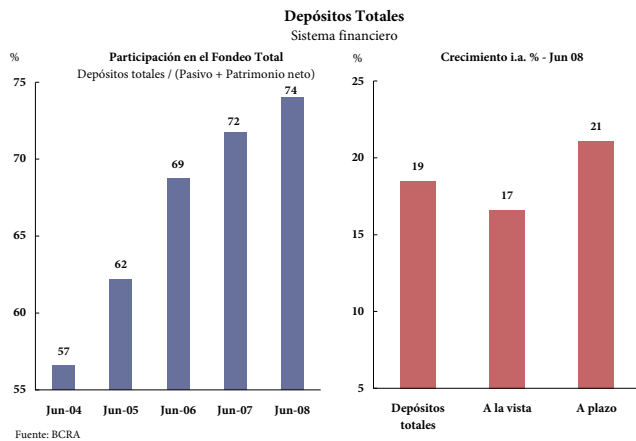


ponderación, las restantes regiones aumentaron su participación en el crédito total.

**En un contexto de sostenida normalización del pasivo, los depósitos aumentan su participación en el fondeo de la banca**

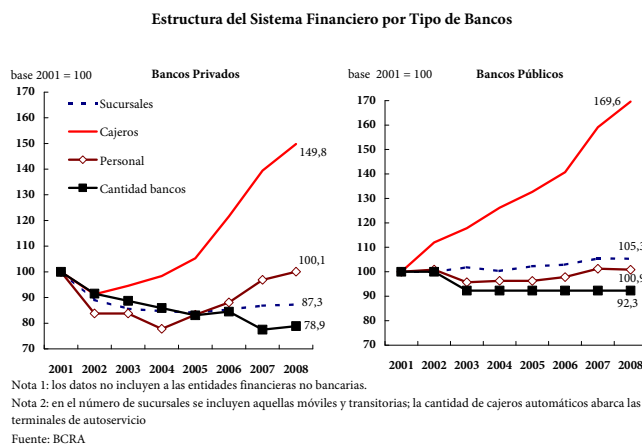
En línea con lo evidenciado en los últimos años, el saldo de los depósitos totales del sistema financiero aumenta 20,4%a. en el primer semestre de 2008, explicado mayormente por el comportamiento de los depósitos del sector público (crecieron 53,6%a.) y, en menor medida, por las imposiciones del sector privado (10,6%a.). Cabe considerar que en mayo los depósitos del sector privado registran una caída transitoria, no vinculada a las variables fundamentales del sistema financiero, siendo rápidamente revertida por el oportuno accionar del BCRA (ver Página 7). Las imposiciones totales están impulsadas tanto por las colocaciones a la vista como por aquellas a plazo, siendo estas últimas las más dinámicas. De esta manera, los depósitos totales continúan ganando participación en términos del fondeo total de la banca (pasivo neteado más patrimonio neto) al representar 74% del mismo, 2 p.p. más que a mediados de 2007 (ver Gráfico IV.15).

Gráfico IV.15



Por otra parte, los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002 se reducen durante la primera mitad de 2008, representando actualmente sólo 0,4% del pasivo del sistema financiero, 0,1 p.p. menos que a fines de 2007 y 9,8 p.p. por debajo del nivel de fines de 2004. Así, estas obligaciones prácticamente desaparecen del balance de los bancos, quedando sólo una entidad financiera de las 24 iniciales, con obligaciones dentro del esquema de *matching*.

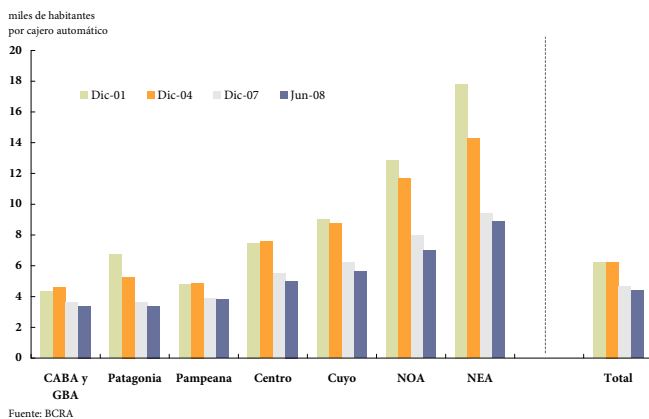
Gráfico IV.16



**Se incrementa el número de cajeros automáticos y de sucursales, mientras la banca privada de capital nacional aumentó su participación en los depósitos del sector privado**

El sostenido incremento de la actividad de intermediación financiera sigue reflejándose tanto en el aumento en la dotación de personal como en el número de sucursales y de cajeros automáticos. En los primeros seis meses de 2008 la dotación de personal crece 1,8% (1.700 empleados), acumulando un crecimiento interanual de 4,4% (4.100 personas), superando de esta manera por primera vez los valores de diciembre de 2001 tanto en los bancos públicos como en los privados (ver Gráfico IV.16). El número de cajeros automáticos sube 7,2% (600 unidades) a lo largo de del primer semestre de 2008 y 16,6% (1.300 unidades) en los últimos doce meses. De esta manera, la cantidad de cajeros automáticos supera

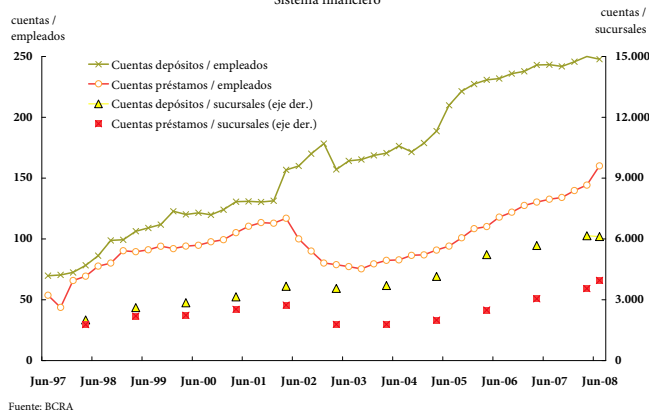
Gráfico IV.17  
Alcance Regional del Sistema Financiero



en casi 55% el *stock* de 2001, tendencia que si bien presenta un mayor dinamismo en los bancos públicos (partiendo desde niveles menores), está principalmente explicada por las entidades financieras privadas. La cantidad de sucursales se incrementa levemente (10 sucursales) en el semestre y 1,7% en el último año (66 sucursales), si bien aún se mantiene por debajo del registro de pre-crisis en lo que se refiere a bancos privados.

El comportamiento observado en los últimos años respecto del crecimiento y distribución de los cajeros automáticos viene generando una mejora en el acceso regional a los servicios financieros a lo largo del país. En este marco, el número de habitantes por cajero automático sigue evidenciando significativos avances en las regiones con menor cobertura (NEA, NOA y Cuyo) (ver Gráfico IV.17), reduciendo a 2,6 veces la brecha entre la región con mayor y menor cobertura (4,1 en pre-crisis).

Gráfico IV.18  
Cantidad de Cuentas en Términos de Empleados y de Sucursales  
Sistema financiero

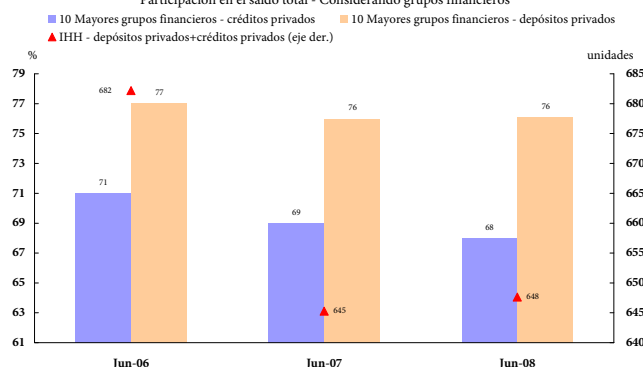


El crecimiento mencionado en la estructura operativa del sistema financiero se da en un marco de expansión en el número de cuentas (de depósitos y de préstamos) por empleado y por sucursal, superando los valores verificados en 2001 (ver Gráfico IV.18). Así, la banca sigue evidenciando progresos respecto de su nivel de eficiencia operativa en términos de estos indicadores.

Cabe considerar que el BCRA sigue incrementando los incentivos para lograr un mayor alcance del sistema financiero local, con el fin último de alentar el nivel de bancarización tanto regionalmente como por estratos económicos. En este sentido, a principios de año se recalibraron las categorías para establecer el capital mínimo de las entidades financieras por jurisdicciones, reduciéndose asimismo la carga burocrática para la apertura de nuevas sucursales. Por otro lado, con el objetivo de lograr que las entidades financieras ofrezcan un producto estándar que facilite la comparación, la transparencia y el alcance de los servicios financieros, se está implementando la "Cuenta Básica" en la normativa sobre depósitos de ahorro, pago de remuneraciones y especiales, para los bancos y las cajas de crédito cooperativas.

Gráfico IV.19

Concentración del Sistema Financiero  
Participación en el saldo total - Considerando grupos financieros\*



El nivel de concentración del sistema financiero se mantiene estable en el período (ver Gráfico IV.19). Por su parte, profundizando la dinámica iniciada en la etapa de post-crisis, la banca continúa acentuando su tendencia hacia una distribución más uniforme del mercado por tipo de bancos. En el primer semestre de 2008 los bancos privados de capital nacional aumentan su participación en depósitos del sector privado hasta 33%, en detrimento de la banca extranjera, si bien este grupo sigue mostrando la mayor participación de mercado (36%).



## Apartado 3 / Dimensión de las Microfinanzas en América Latina

La actividad de las microfinanzas ha logrado una creciente participación en América Latina en los últimos años. Si bien aún cuenta con un alto potencial de desarrollo, este segmento de negocios sigue siendo incipiente en Argentina, al tiempo que una mayor cantidad de entidades financieras deciden incursionar en la provisión de servicios financieros a los sectores de bajos ingresos de la población

La actividad de microfinanzas comúnmente se identifica como la provisión de servicios financieros a personas de bajos ingresos, principalmente mediante pequeños préstamos para uso comercial o personal, depósitos, transferencias de dinero, medios de pago y seguros<sup>17</sup>. Estos servicios son generalmente comercializados por las instituciones microfinancieras (IMF), que engloban tanto a las uniones de crédito, a los bancos comerciales de reducida magnitud, a las organizaciones no gubernamentales (ONG) y a las cooperativas de crédito, entidades que llevan adelante la tarea de identificar a la población a ser atendida y diseñar las metodologías para realizar la asignación de recursos y su posterior recupero.

Las microfinanzas (MF) tuvieron su origen en los años 70, siendo propiciadas por el economista bengalí Muhammad Yunus mediante el otorgamiento de fondos propios a individuos pobres, destinados a financiar pequeños emprendimientos que no contaban con garantías. Posteriormente, estos esfuerzos se plasmaron en la fundación del Grameen Bank, que a fines de 2007 disponía de 7,4 millones de socios y una cartera de préstamos de US\$530 millones<sup>18</sup>.

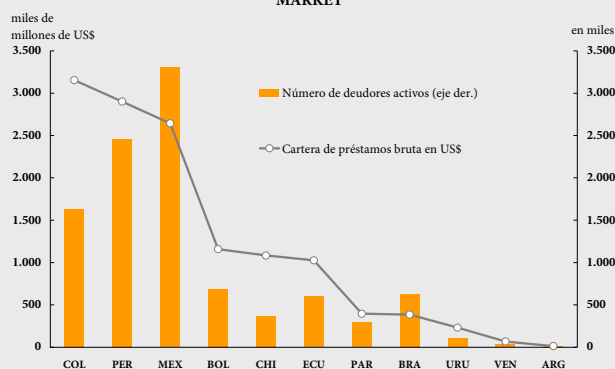
En líneas generales, las MF tienen características que las diferencian sustancialmente de las finanzas tradicionales. Por un lado, para suplir la ausencia de garantías tangibles se suelen utilizar garantías de responsabilidad solidaria o deuda conjunta, atenuando así eventuales problemas de selección adversa y de riesgo moral. Por el otro, la cartera de créditos es atomizada, en general con baja diversificación sectorial y elevado índice de rotación, al tiempo que los préstamos son de plazos cortos, con repagos en función del ciclo de negocios de los microemprendedores (semanales o quincenales). La alta utilización de personal y de técnicas intensivas en información por parte de las

IMF generalmente se traduce en costos operativos altos y, por ende, en mayores tasas de interés en sus créditos.

Estas características intrínsecas de la actividad de MF, combinadas con la baja rentabilidad que usualmente se creía que tenía el sector (dados los altos costos unitarios y la escasa demanda potencial de estos servicios), hicieron que históricamente los bancos comerciales no se vuelquen a la actividad de MF. Esta visión ha ido cambiando en los últimos años, de la mano de la verificable rentabilidad que han obtenido los bancos comerciales que fueron implementando esta actividad (*downscaling*<sup>19</sup>) – algunos a gran escala-, originando una mayor entrada de nuevos bancos en el negocio de MF.

En el caso de América Latina, las MF comenzaron a hacer sus primeros pasos en los 70, de la mano de un conjunto de ONGs que tenían como objetivo cubrir la demanda de un segmento de la población no atendido por la banca. Actualmente, en algunos países las MF forman parte de los sistemas financieros tradicionales, como resultado de transformaciones de ONGs en entidades financieras formales (*upgrading*), como es el caso de BancoSol en Bolivia o MiBanco en Perú, o a raíz de bancos comerciales preexistentes que incursionaron en la provisión de servicios de MF, por ejemplo Bancolombia en Colombia o Banco del Trabajo en Perú. Como resultado, en la región actualmente las IMFs cuentan con cerca de 11 millones de clientes y una cartera superior a los US\$14.000 millones<sup>20</sup> (ver Gráfico A.3.1).

Gráfico A.3.1  
Estadísticas de Entidades Latinoamericanas Listadas en MIX MARKET\*



\*www.mixmarket.org  
Fuente: Elaboración propia en base a Mix Market: www.mixmarket.org (última información disponible a Sep-08).

<sup>17</sup> Consultative Group to Assist the Poor (CGAP, 2003): "Microfinance Consensus Guidelines: Guiding Principles on regulation and supervision of microfinance"; Delfiner, Pailhé y Perón (2006): "Microfinanzas: un análisis de experiencias y alternativas de regulación", BCRA.

<sup>18</sup> www.grameen-info.org

<sup>19</sup> Delfiner & Perón (2007): "Los bancos comerciales y las microfinanzas", BCRA.

<sup>20</sup> De acuerdo a las entidades listadas en Mix Market para América Latina y el Caribe.

Este desarrollo de las MF durante los últimos años las llevó a que, gradualmente, queden bajo el alcance de las regulaciones prudenciales. En este sentido, el logro de mayores tamaños de escala de las IMF, con el objetivo de atender la creciente demanda de servicios financieros, planteó la necesidad de atraer ahorros del público. Como resultado, las IMF comenzaron a quedar bajo la órbita de los reguladores soberanos que tienen mandato de resguardar los intereses de los ahorristas pequeños y asegurar la estabilidad financiera sistémica.

En Argentina sigue observándose un bajo desarrollo relativo de las microfinanzas. En particular, entre las principales figuras jurídicas que han adoptado localmente las IMFs se encuentran las ONGs y las sociedades anónimas (SA), no existiendo bancos dedicados exclusivamente a las MF. Si bien el universo de instituciones y programas es heterogéneo, existe una fuerte concentración en las entidades nucleadas en la “Red Argentina de Microfinanzas” (RADIM)<sup>21</sup> (ver Tabla A.3.1).

Tabla A.3.1

**Dimensión de las Microfinanzas en Argentina**

IMFs	Tipo	Cartera bruta de préstamos en \$	Saldo promedio de créditos en \$	Clientes activos	Asesores de crédito
Asociadas a RADIM	SA	43.069.283	2.699	15.956	94
	ONG	10.316.545	960	10.747	60
Otras	SA	25.652.054	2.693	9.526	120
	ONG	2.229.537	785	2.841	13
<b>Totales</b>		<b>81.267.419</b>	<b>2.080</b>	<b>39.070</b>	<b>287</b>

Nota: Estos totales se hallan subestimados debido a que no se poseen datos de IMFs más pequeñas.

Fuente: Elaboración propia en base a RADIM (información Junio 2008), Proyecto PNUD (información Julio 2008) y otros.

Las entidades financieras argentinas que desean dedicar parte de su negocio a las MF, pueden aprovechar ciertas figuras regulatorias para canalizar sus operaciones. Por un lado, el BCRA puso a disposición los “préstamos de monto reducido”, que sólo requieren la identificación del cliente para ser otorgados, sin requerir garantías formales. Por el otro, se habilitó la posibilidad de las “oficinas de atención transitoria”, que los bancos pueden establecer en localidades que no cuenten con sucursales, permitiéndoles alcanzar potenciales clientes microfinancieros. Asimismo, las MF pueden tener participación en el capital de Cajas de Crédito Cooperativas, las que también cuentan con una línea de préstamos de monto reducido.

Por el lado de los Programas Estatales de apoyo a las MF, en 1997 fue creado el FONCAP, concebido como una SA

que administra un fondo constituido originalmente con un aporte del Estado Nacional. Su misión consiste en destinar dinero para el fondeo de instituciones dedicadas a las MF, de modo que se ubica en un segundo piso organizativo. Por otra parte, la Ley de promoción del Microcrédito promulgada en 2006 creó un programa que dispone de un nuevo fondo para apoyar el accionar de las IMF.

Si bien el desempeño de los bancos comerciales hasta el momento ha sido incipiente, ya son varias las entidades financieras que han incursionado en las MFs en Argentina. Así, actualmente el Banco de la Provincia de Buenos Aires y el Banco de la Ciudad de Buenos Aires tienen un rol de segundo piso, a través de los programas Fuerza Solidaria y Ciudad Microfinanzas, respectivamente. Por su parte, en 2004 el Banco Nación puso en marcha el Fondo Nacional para la Creación y Consolidación de Microemprendimientos (FOMICRO) coordinado en forma conjunta con la Subsecretaría PyME. Posteriormente se creó el FONDER, fideicomiso que brinda asistencia financiera y técnica en una escala intermedia para el desarrollo regional.

Dentro del grupo de bancos privados, en 2006 el Banco Columbia estableció una alianza estratégica con Acción Internacional para desarrollar una rama de servicios microfinancieros, plasmándose en Columbia Microcréditos SA. Por su parte, el Banco Supervielle creó la compañía Cordial Microfinanzas SA, iniciando actividades en 2007. El Banco Hipotecario en 2006 decidió canalizar sus esfuerzos hacia microfinanzas a través de la Fundación Pro Mujer (Salta y Jujuy), mientras que en 2007 el Banco Santander Río desarrolló la primera etapa del Programa de Microcrédito con foco en la asistencia financiera a IMFs organizadas como ONGs, brindando condiciones blandas de financiación.

Si bien aún presentan una alta disparidad por países, las microfinanzas han evidenciado un significativo desarrollo en América Latina en los últimos años. En Argentina también se ha registrado un marcado incremento en la actividad, aunque aún existe un significativo camino que transitar para lograr una mayor satisfacción de las necesidades crediticias de los segmentos de bajos ingresos de la población. Estas podrán ser abastecidas tanto con recursos de las entidades no reguladas (ONGs y SA), como con la gradualmente creciente participación de los bancos comerciales.

<sup>21</sup> Alternativa 3, FIE Gran Poder, FIS Empresa Social, Pro Vivienda Social, Entre Todos, Progresar, Fundación Grameen Mendoza, BM de la Mujer / INTIHUACA, Pro Mujer.



# V. Administración de Riesgos

## Síntesis

En un marco de volatilidad financiera creciente y de cierto deterioro de la coyuntura económica mundial, el sistema financiero local mantuvo un adecuado perfil de los riesgos que asume, situación sostenida por las medidas oportunamente implementadas por el BCRA.

Los bancos continúan profundizando su intermediación financiera con el sector privado, al tiempo que logran robustecer sus niveles de liquidez. Este marco fue favorecido por las acciones tomadas por el BCRA que revirtieron con celeridad el desajuste en la demanda de dinero verificado en mayo. De esta manera, la banca sostiene una buena posición frente al riesgo de liquidez.

El sistema financiero sigue aumentando su exposición al sector privado, evolución que se está dando en un marco de moderadas mejoras en el mercado laboral y de expansión de la actividad de los distintos sectores productivos, que permiten sostener su buena capacidad de pago. Como indicador de este escenario, la irregularidad de las financiaciones al sector privado se ubica en 3,1%, acumulando una caída en el transcurso del año. Los créditos a las empresas continuaron mostrando mejoras en su desempeño, mientras que la calidad de cartera de los créditos a las familias viene evidenciando cierto deterioro, impulsado por las líneas de consumo. En este contexto, los bancos siguen presentando niveles de provisionamiento que superan a su cartera irregular.

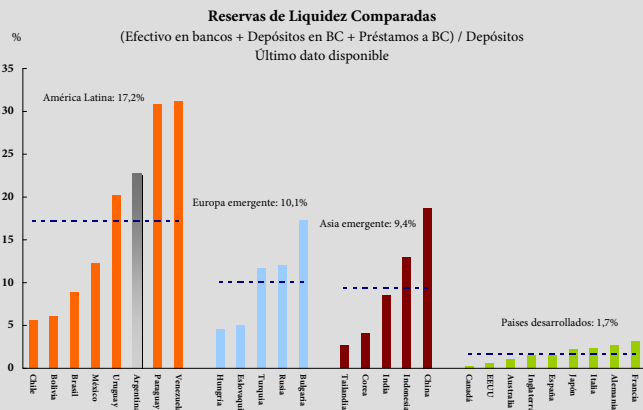
La banca conserva una buena posición frente al riesgo del sector público, en un contexto de cuentas fiscales superavitarias y decrecientes niveles de endeudamiento que sostienen la buena capacidad de pago de este sector.

Enfrentando cierta volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar, el sistema financiero reduce gradualmente su exposición al riesgo de moneda extranjera. A su vez, la banca mantiene relativamente estable su exposición al riesgo de tasa de interés, con descalses de partidas ajustables por CER que no presentaron cambios significativos en 2008. Por su parte, las normas de valuación de títulos introducidas por el BCRA en la segunda parte de 2007 lograron evitar que la volatilidad en los rendimientos de los activos financieros genere un excesivo efecto sobre el patrimonio neto del sistema financiero.

Por su parte, en el comienzo de 2008 se dieron a conocer los estándares mínimos para la gestión del riesgo operacional de las entidades financieras, estableciendo que debe abordarse como una disciplina integral y separada de la gestión de otros riesgos, identificando los factores que lo inducen, su monitoreo y su modo de administración. Se tiene previsto su completa implementación para fines de 2009.

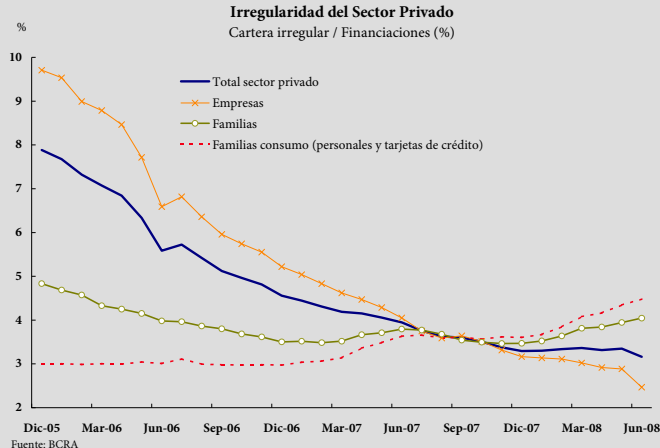
Para lo que resta del año, el impacto local de la profundización de las turbulencias en los mercados financieros constituye el principal factor a monitorear para evitar la materialización de los riesgos enfrentados.

Gráfico V.1



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y FMI

Gráfico V.2



Fuente: BCRA

## V.1 Riesgo de liquidez

**La banca sostiene una buena posición frente al riesgo de liquidez, situación propiciada por el oportuno accionar del BCRA**

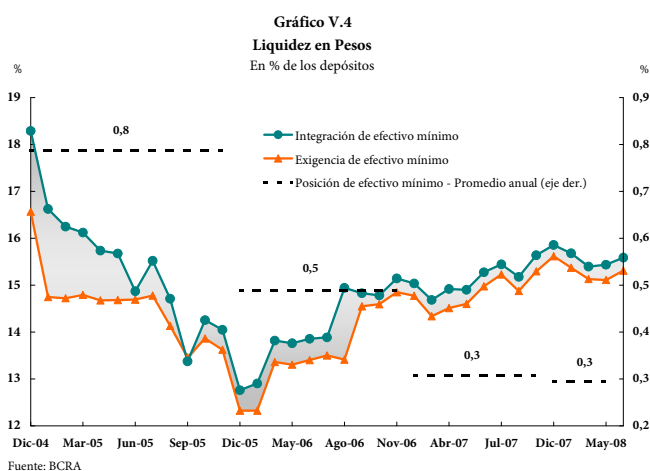
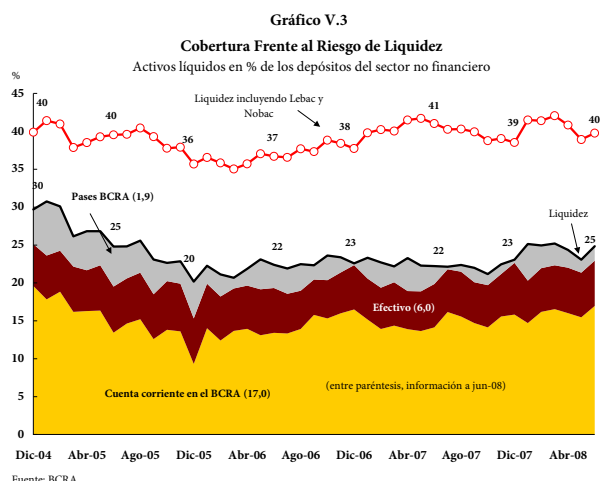
Impulsados por las medidas implementadas por el BCRA durante el primer semestre de 2008, los bancos continuaron profundizando su intermediación financiera con el sector privado, al tiempo de asegurar adecuados niveles de liquidez. De esta manera, se logró reducir el impacto del escenario de mayor volatilidad financiera sobre la actividad bancaria.

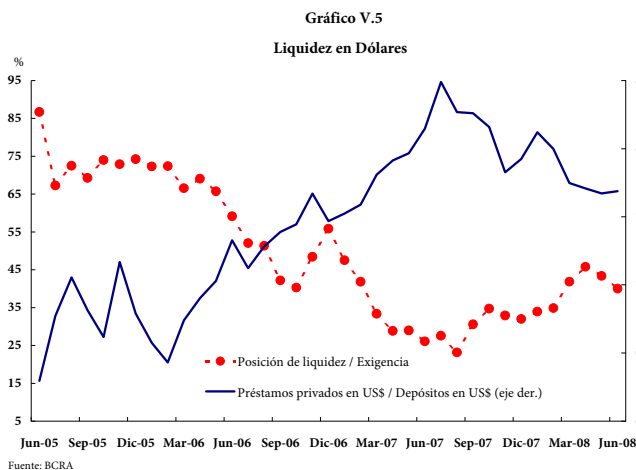
Los depósitos del sector privado registran un aumento (11%a.) en lo que va de 2008, luego de verificar una disminución transitoria en mayo no relacionada con las condiciones del sistema financiero ni con las variables fundamentales de la economía. Ante este contexto, el BCRA impulsó un conjunto de acciones que permitieron rápidamente revertir la situación. En particular, se inyectó liquidez mediante la disminución del *stock* de Lebac y Nobac en circulación y se adecuó el esquema de operaciones de pases: a mediados de mayo se reactivó la línea de pases activos a tasa de interés fija (hasta \$3.000 millones) y también se ofrecieron a tasa de interés variable (con un margen fijo sobre la tasa BADLAR de bancos privados).

Estas operaciones fueron complementadas mediante la compra por parte del BCRA de títulos del Gobierno en el mercado secundario, al tiempo que se dispuso un período bimestral para el cómputo de los requerimientos de encajes (junio/julio). Conjuntamente con estas medidas, desde mediados de año se habilitó una ventanilla de liquidez que permite a los bancos tomar fondos con garantía de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 (títulos que se habilitan para emplearse como garantía de préstamos entre bancos).

Como resultado, a mediados de año las imposiciones del sector privado alcanzaron a representar 54% del fondeo total (pasivo neteado más patrimonio neto) del sistema financiero, presentando un leve incremento interanual. En los últimos meses se evidenció un mayor aumento de las colocaciones mayoristas, especialmente aquellas vinculadas con los FJP, evolución que se dio en un escenario de cierta volatilidad en las tasas de interés sobre las colocaciones a plazo fijo.

En este contexto, en los últimos meses los bancos lograron fortalecer su posición frente al riesgo de liquidez. Los activos más líquidos de la banca (conformados por el efectivo, las cuentas corrientes en el BCRA y los pases





con el BCRA) alcanzaron casi 25% de las imposiciones totales a mediados de año (ver Gráfico V.3), ubicándose por encima de los sistemas financieros de otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico V.1). Este registro superó a los observados a fines y a mediados de 2007, señal de la estrategia de los bancos de expandir su generación crediticia sin descuidar la conformación de un colchón de activos líquidos que brinden un reaseguro ante episodios de repentinos retiros de depósitos. La liquidez amplia, que contempla la posición de Lebac y Nobac, alcanza casi 40% de los depósitos totales a mediados de 2008, también levemente por encima de los valores registrados en los últimos períodos.

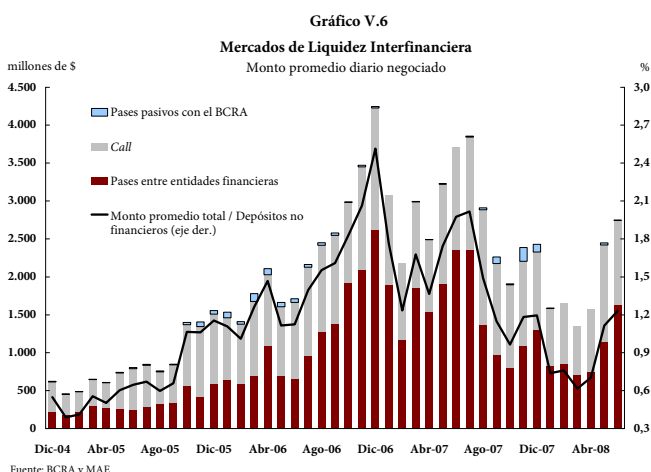
La liquidez de la banca sigue superando a las exigencias en pesos establecidas por el BCRA (ver Gráfico V.4). Por su parte, las colocaciones en moneda extranjera continúan registrando una tendencia creciente (25%a. en el primer semestre de 2008), evolución que se da en un escenario de aumento de las financiaciones en esa moneda. Así, la posición en moneda extranjera alcanzó a representar casi 40% de la exigencia (ver Gráfico V.5), evidenciando una tendencia creciente.

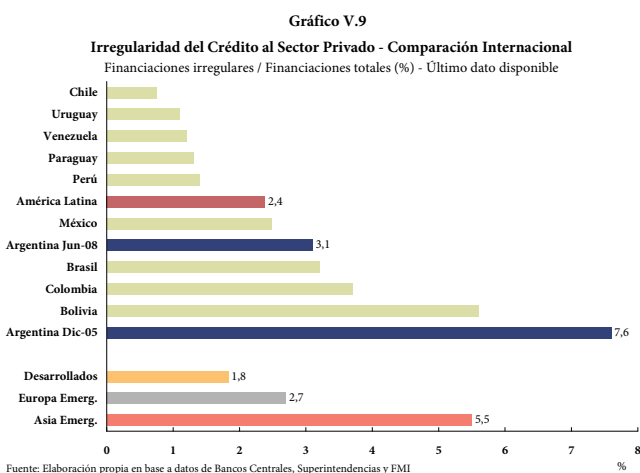
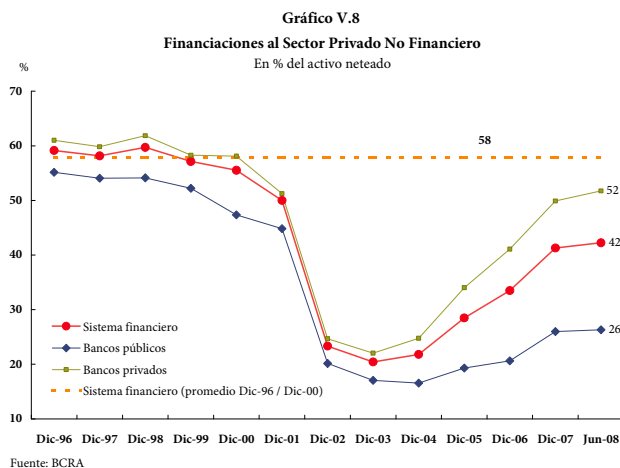
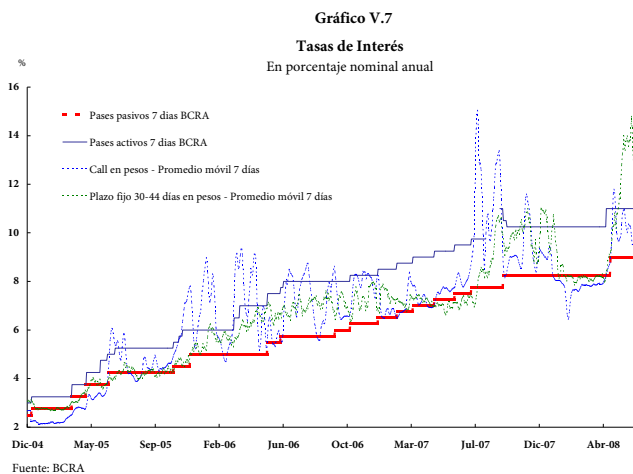
### **Los mercados de liquidez interbancaria reflejaron el efecto de la mayor volatilidad financiera**

En los últimos meses los mercados de liquidez interbancaria siguieron recogiendo parte de los efectos de la mayor volatilidad en los mercados financieros. A lo largo de 2008 se registra cierta disminución en los montos operados en el mercado de *call* y en los pases privados entre bancos (ver Gráfico V.6). Este escenario también se refleja en mayores oscilaciones en las principales tasas de interés (ver Gráfico V.7), si bien su tendencia fue contenida por la efectividad de las medidas de liquidez implementadas por el BCRA.

### **En un contexto de volatilidad que perdurará en los próximos meses, los niveles bancarios de liquidez, sumados a las medidas implementadas por el BCRA, permitirían consolidar la posición del sistema financiero frente a este riesgo**

Las entidades financieras siguen presentando niveles de liquidez que les permiten contar con una buena posición ante eventos de *shock*, en un marco en el cual el BCRA constituye un reaseguro adicional para consolidar las condiciones que contribuyen a la estabilidad financiera. En este marco, a las fuentes de liquidez puestas a disposición por el BCRA en los últimos meses, se le suma la función de prestamista de última instancia, permitiendo contar con una cobertura adicional ante potenciales reti-





ros de depósitos no vinculados a las variables fundamentales del sistema financiero y de la economía.

## V.2 Riesgo de crédito

### V.2.1 Sector privado

**En un marco de riesgo de crédito reducido, durante el 2008 continúa aumentando la exposición del sistema financiero al sector privado**

En 2008 siguió en ascenso la exposición de la banca al sector privado, suavizando su ritmo de aumento respecto a años anteriores. Esta evolución se dio en un marco de ciertas mejoras en el mercado laboral y de expansión de los distintos sectores productivos, aunque a nivel agregado el crecimiento resultó menor al verificado en períodos anteriores. Estas condiciones, conjuntamente con los todavía moderados niveles de endeudamiento de las familias y de las empresas (ver Capítulo II), colaboran para que el sistema financiero siga enfrentando un aco- tado riesgo de crédito del sector privado.

A mediados de 2008 el crédito<sup>22</sup> a las empresas y a las familias se ubicó en 39% del activo total (más de 42% del activo neteado) (ver Gráfico V.8). Aunque todavía no alcanzaron los niveles verificados de forma previa a la crisis de 2001-2002, las financiamientos a las familias y al sector corporativo continúan incrementando su participación en el activo del sistema financiero, verificando un aumento de 21 p.p. en los últimos cuatro años. En línea con lo observado en los períodos anteriores, la suba se- mestrual fue mayormente explicada por la banca privada, presentado una ponderación del crédito al sector priva- do que alcanza más de la mitad de la cartera de activos.

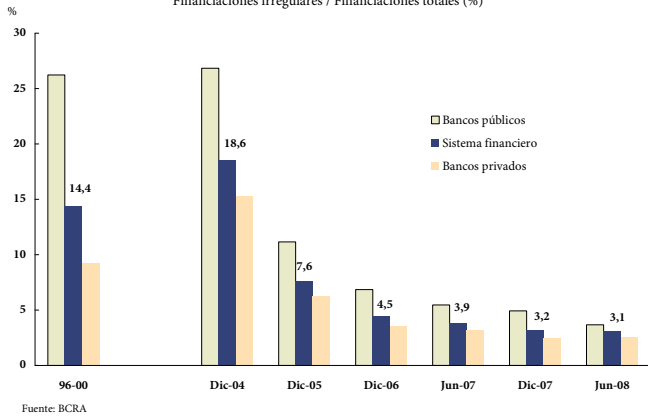
**El incremento del financiamiento bancario al sector privado se desarrolla en un contexto de reducidos niveles de irregularidad**

En el cierre del primer semestre del año la irregularidad de las financiamientos al sector privado se ubicó en 3,1% de la cartera, acumulando una leve caída en el transcurso de 2008. De esta manera, la irregularidad de las financiamientos al sector privado se sitúa en niveles mínimos desde una perspectiva histórica, en línea con los valores verificados en otras economías de la región (ver Gráfico V.9).

La mejora en la calidad de la cartera al sector privado registrada a lo largo de 2008 fue principalmente explicada por los bancos públicos, con una reducción de 1,2 p.p.

<sup>22</sup> Incluye financiamientos a residentes en el exterior

**Gráfico V.10**  
**Irregularidad del Crédito al Sector Privado**  
Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%)



**Tabla V.1**

**Matriz de Transición Diciembre 2007 / Junio 2008**  
Porcentajes en base a las financiaciones al sector privado no financiero

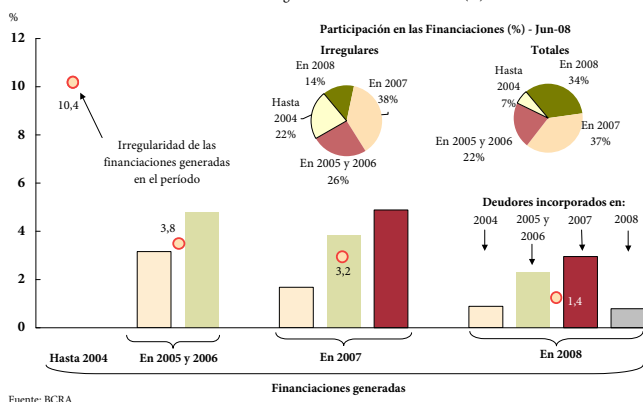
		Junio 2008							Cance- lación (*)	TOTAL
		Regular		Irregular						
		1	2	3	4	5	6			
Diciembre 2007	1	93,0	1,2	0,6	0,2	0,0	0,0	5,0	94,9	
	2	31,6	40,8	8,2	12,8	0,6	0,0	5,9	1,8	
	3	9,6	3,9	51,4	25,0	1,5	0,0	8,5	1,1	
	4	6,0	1,2	2,8	46,8	30,2	0,0	13,0	1,1	
	5	1,6	0,2	0,8	1,1	43,2	0,0	53,0	1,0	
	6	4,7	0,2	0,2	0,1	0,5	87,7	6,7	0,1	
	TOTAL	89,0	1,9	1,3	1,2	0,8	0,1	5,6	100,0	

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

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

Fuente: BCRA

**Gráfico V.11**  
**Financiaciones al Sector Privado por Período de Origenación Estimado**  
Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%)



en su ratio de irregularidad hasta 3,7% (ver Gráfico V.10). Por su parte, los bancos privados exhiben una irregularidad relativamente menor, que se mantiene estable en torno a 2,6% de las financiaciones al sector privado.

Los créditos a las empresas continuaron mostrando mejoras en su desempeño durante el primer semestre de 2008, impulsando la disminución de la irregularidad del sector privado. La irregularidad del sector corporativo cayó en la primera parte del año, hasta 2,5% de las financiaciones<sup>23</sup>. Por su parte, la calidad de cartera de los créditos a las familias viene evidenciando cierto deterioro: su irregularidad se ubicó en 4% del total, 0,5 p.p. más que a fines de 2007. Esta evolución se encuentra principalmente impulsada por las líneas de consumo de los hogares (personales y tarjetas de crédito), cuya irregularidad creció hasta un nivel de 4,5% (ver Gráfico V.2).

Las financiaciones al sector privado vigentes al cierre del año anterior experimentaron un ligero deterioro. Mientras que 90,5% de las líneas mantuvieron su clasificación crediticia en el semestre, 3% de las mismas empeoraron su situación y 0,9% la mejoraron<sup>24</sup>. Los créditos que en diciembre de 2007 estaban en situación 1, casi 95% del total, experimentaron un leve empeoramiento de 2 p.p. en su calidad, de los cuales 0,8 p.p. pasaron a situación irregular (ver Tabla V.1). A su vez, las financiaciones que estaban clasificadas como irregulares a fines de 2007 también presentaron una pequeña desmejora. En particular, 19% de los préstamos en segmentos irregulares a fines del año pasado empeoraron su situación, mientras que sólo 9,2% la mejoraron (7,7% pasaron a presentar pagos normales y el resto permaneció en categorías irregulares), en tanto que casi la mitad de las mismas<sup>25</sup> mantuvieron su categoría.

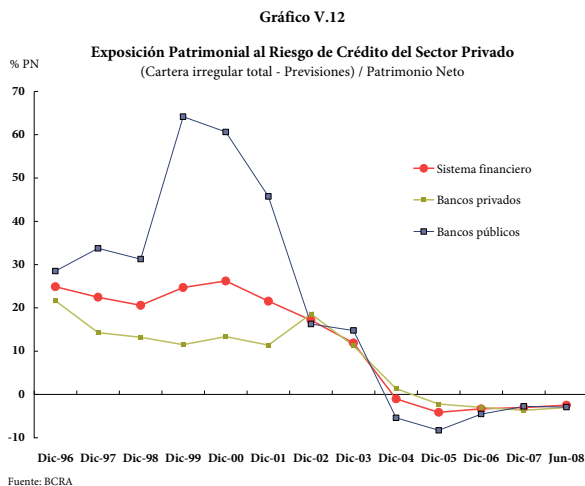
Los deudores incorporados al sistema financiero en los periodos más recientes tienden a presentar una mayor irregularidad relativa dentro de todos los segmentos de financiaciones agrupadas según su período de generación (ver Gráfico V.11), siendo una señal del gradualmente mayor riesgo asumido en la originación crediticia. Este patrón está fundamentalmente asociado a las líneas para consumo de las familias.

Se estima que las financiaciones generadas en el primer semestre de 2008 (algo más de un tercio del total) presentan una irregularidad baja (sólo 1,4%), en tanto que los créditos otorgados en 2007 (37% del total) registran

<sup>23</sup> Esta evolución recoge el efecto de financiaciones irregulares que pasan a presentar pagos regulares, son canceladas o son trasladadas definitivamente a cuentas de orden de acuerdo a la normativa vigente.

<sup>24</sup> El remanente correspondió a cancelaciones

<sup>25</sup> El remanente correspondió a cancelaciones.



una irregularidad ligeramente mayor (3,2%). Por su parte, las financiaciones originadas en 2005 y 2006 evidencian una irregularidad levemente superior (3,8%), si bien por debajo de aquella correspondiente a los préstamos otorgados hasta 2004 (irregularidad de 10,4%, aunque con una baja ponderación en el total).

**Los bancos siguen presentando niveles de provisionamiento que superan a su cartera irregular**

El sistema financiero sigue manteniendo un buen nivel de cobertura frente a eventuales materializaciones del riesgo de crédito. El provisionamiento se ubica en 124% de las financiaciones irregulares al sector privado a mediados de 2008, con niveles similares en las entidades financieras privadas y en las oficiales. En consecuencia, el ratio de financiaciones irregulares no cubiertas con provisiones en términos del patrimonio neto continuó en valores negativos para el sistema financiero (ver Gráfico V.12), siendo una señal de la buena posición de la banca para enfrentar el riesgo de repago del sector privado.

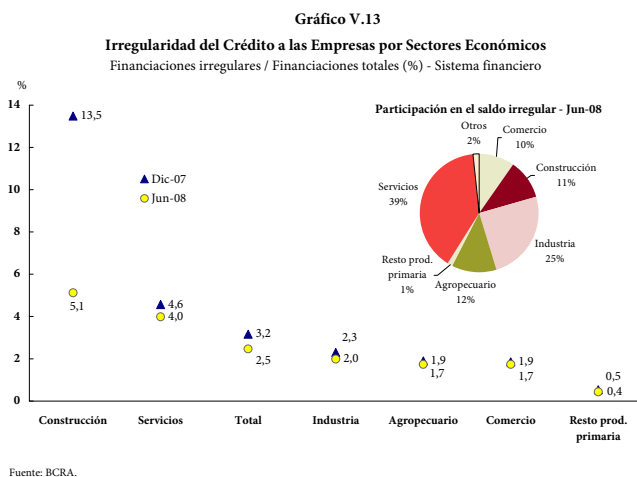
**En un marco de volatilidad financiera y de crecimiento económico más moderado, se estima que la banca podría incrementar gradualmente su exposición al riesgo de crédito del sector privado en los próximos periodos**

Las turbulencias en los mercados financieros imponen nuevos desafíos para la administración de riesgos de las entidades financieras. Esta volatilidad podría impactar sobre las tasas de interés activas, influyendo sobre la capacidad de pago de algunos deudores. Además, la suavización esperada en el crecimiento de la economía local y del crédito, en el marco de una mejora más modesta de los indicadores del mercado laboral, podrían generar cierto incremento del riesgo de crédito enfrentado por el sistema financiero, si bien se mantendría en niveles acotados.

**Empresas**

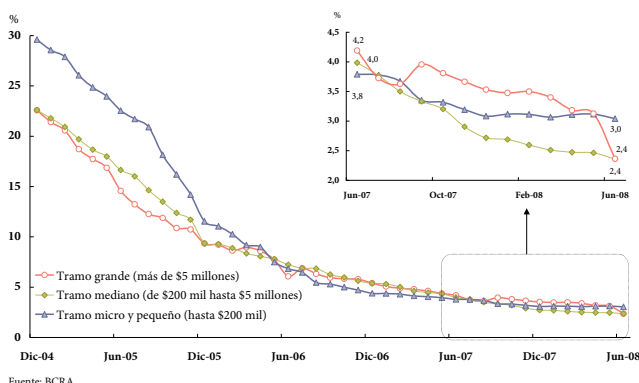
**El financiamiento al sector corporativo estabilizó su participación en los activos bancarios, registrándose señales de mejoras en la capacidad de pago del sector**

En el transcurso de 2008 el sistema financiero está manteniendo relativamente estable su exposición al sector corporativo en 23% del activo neteado. Este desempeño se verifica en un marco de volatilidad en los *spreads* de tasas de interés, producto en parte de las turbulencias en los mercados financieros. En la primera parte de 2008 las firmas presentaron ciertas mejoras en su posición eco-



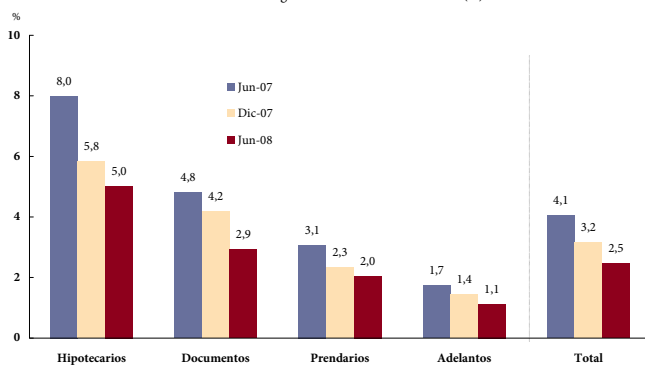


**Gráfico V.14**  
**Irregularidad de las Financiaciones a Empresas por Tramo de Saldo Residual**  
 Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%) - Sistema financiero



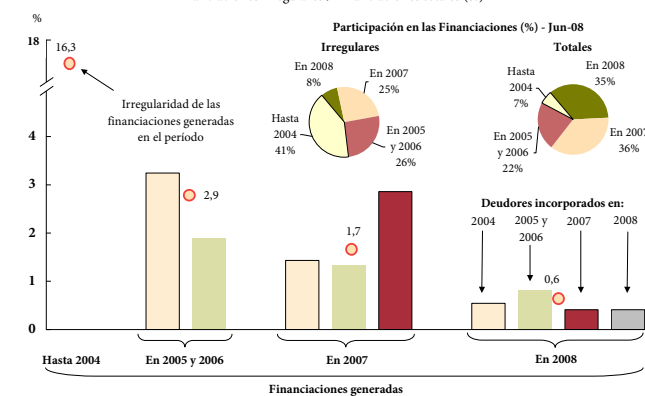
Fuente: BCRA

**Gráfico V.15**  
**Irregularidad de Líneas Crediticias a Empresas**  
 Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%)



Fuente: BCRA

**Gráfico V.16**  
**Financiaciones al Sector Corporativo por Período de Origenación Estimado**  
 Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%)



Fuente: BCRA

nómica y financiera, dado el marco de crecimiento de la actividad económica y sus todavía moderados niveles de endeudamiento (ver Página 22).

En línea con este desempeño, la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito del sector corporativo sigue presentado progresos. La irregularidad de los créditos a las empresas continúa reduciéndose, cayendo 0,7 p.p. en la primera mitad del año hasta 2,5% de las financiaciones. Todos los sectores productivos evidencian descensos en su irregularidad en el semestre, siendo las mayores caídas verificadas en las líneas para la construcción y para las empresas de servicios (ver Gráfico V.13). El sector agropecuario, el resto de la producción primaria y el comercio se destacan como los segmentos productivos con menores ratios de irregularidad. En particular, las perspectivas para la producción del sector primario (tanto para el mercado local como para la exportación) explican su relativamente buena posición económica y financiera, plasmada en los reducidos y decrecientes niveles de irregularidad, más allá de las turbulencias locales evidenciadas en el segundo trimestre del año.

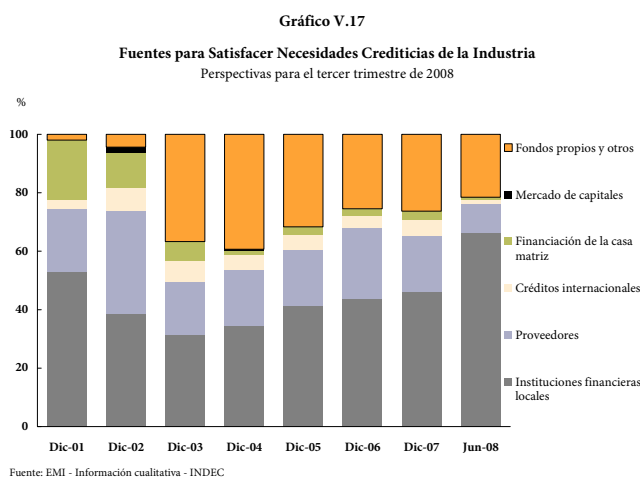
En 2008 la irregularidad de las financiaciones a las empresas se redujo en todos los tramos<sup>26</sup> (ver Gráfico V.14). En particular, los créditos de tamaño relativo más grande presentaron la mayor caída en su irregularidad en el año, mientras que las financiaciones de hasta \$200 mil (asociadas principalmente con los micro y pequeños emprendimientos) siguen presentando un buen desempeño, en el marco de una todavía baja participación.

La mejora en la calidad de la cartera de las empresas es generalizada entre todas las líneas crediticias. En particular, si bien aún presentan los mayores ratios de irregularidad, los documentos y los hipotecarios evidenciaron las mayores reducciones en su irregularidad en el primer semestre del año, alcanzando niveles de 2,9% y 5% a mediados de 2008 (ver Gráfico V.15). Por su parte, los adelantos en cuenta corriente siguen observando el mejor desempeño relativo, con una irregularidad de 1,1%.

**La irregularidad de los créditos a las empresas se concentra en las líneas originadas hasta 2004**

Se estima que la irregularidad de los créditos del sector corporativo se encuentra principalmente explicada por las líneas originadas hace más de tres años y medio, en tanto que las otorgadas posteriormente presentan un mejor desempeño (ver Gráfico V.16). En particular, a mediados de 2008 las líneas generadas hasta 2004 verificaron una irregularidad superior a 16%. Aunque sólo

<sup>26</sup> Por saldos residuales.



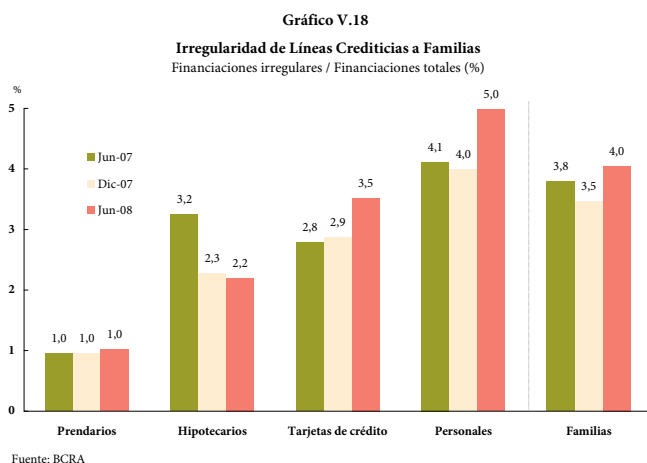
tienen una baja ponderación en las financiaci3nes totales al sector corporativo (6%), estas líneas explican más de 40% del saldo irregular total de las empresas a junio de 2008.

**La posición financiera del sector corporativo hace prever que el riesgo de crédito al que se expone el sistema financiero seguiría siendo bajo, si bien habrá que monitorear el impacto de las mayores volatilidades financieras**

Para lo que resta del año el sector corporativo continuaría aumentando su demanda de crédito bancario. Una señal de esto se verifica en la industria (ver Gráfico V.17), sector con la mayor participación relativa en el saldo de financiaci3nes bancarias a las firmas. Sin embargo, de profundizarse las turbulencias en los mercados financieros, su posible impacto sobre las tasas de interés activas locales podría generar mayores dificultades financieras para ciertos deudores. Además, el marco de suavizaci3n en el crecimiento económico local y el posible impacto del menor crecimiento internacional sobre ciertos sectores exportadores locales, podría influir en igual sentido. Por lo tanto, si bien se espera que el riesgo de crédito de las empresas se mantenga en niveles acotados, existen nuevos factores que imponen desafíos de cara al resto de 2008, pudiéndose reflejar en cierta reversi3n en la tendencia de caída en la irregularidad.

## Familias

**Se percibe cierto deterioro en la calidad de las financiaci3nes a las familias, si bien el riesgo crediticio de este sector sigue siendo bajo**

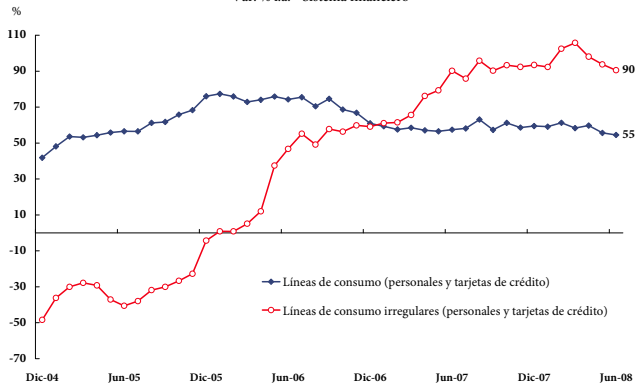


El financiamiento a las familias continúa incrementando su participaci3n en la cartera de activos de los bancos. Los créditos a los hogares superaron 19% del activo neto del sistema financiero a mediados de año, por encima de lo observado a fines de 2007.

Un marco de ciertas mejoras en los indicadores del mercado laboral y de niveles de endeudamiento de las familias aún reducidos, permite sostener relativamente estable la capacidad de pago del sector (ver Página 27). Sin embargo, se percibe un leve deterioro en la calidad de la cartera crediticia de los hogares, partiendo desde niveles bajos en una comparaci3n histórica. La suba en la irregularidad está siendo explicada fundamentalmente por las líneas para consumo de los hogares (préstamos personales y tarjetas de crédito) (ver Gráfico V.18), mientras que aquellas con garantía real (hipotecarios y prendarios) mantienen su desempeño.

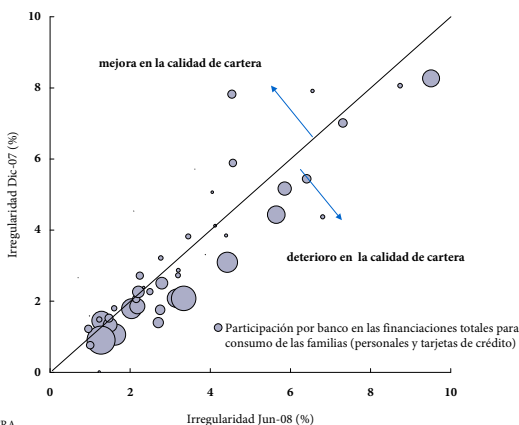


**Gráfico V.19**  
Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias  
Var. % i.a. - Sistema financiero



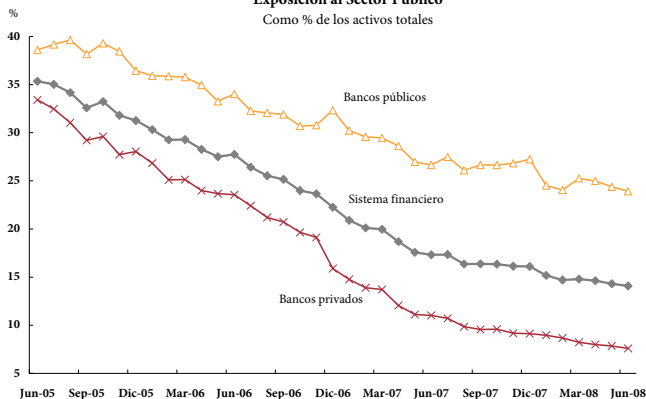
Fuente: BCRA

**Gráfico V.20**  
Cambio en la Irregularidad de la Cartera de Consumo de las Familias por Bancos



Fuente: BCRA

**Gráfico V.21**  
Exposición al Sector Público  
Como % de los activos totales



Fuente: BCRA

El incremento en el ratio de irregularidad de los créditos para consumo de las familias es el resultado del mayor dinamismo presentado por las financiaciones irregulares respecto al crecimiento de la cartera total (ver Gráfico V.19), verificándose de forma generalizada en las entidades financieras que participan en este segmento de negocios (ver Gráfico V.20). La moderada desmejora de esta cartera, sumada a su mayor ponderación dentro del financiamiento bancario al sector privado (29% a mediados de 2008, 3 p.p. más que en el mismo período de 2007), impulsan el aumento en el riesgo crediticio de las familias enfrentado por el sistema financiero. Esta evolución está en línea con la tendencia evidenciada en la mayoría de las economías de la región, conformando un área de creciente monitoreo por parte de los respectivos supervisores.

Dentro del segmento de financiaciones para consumo de los hogares, se estima que una parte relevante del saldo en situación irregular se concentra en las líneas generadas en los últimos años, como resultado del significativo dinamismo observado en este segmento del mercado crediticio. Además, se percibe que los hogares que fueron incorporándose más recientemente al sistema financiero tomando préstamos para consumo, presentan un desempeño relativo más débil.

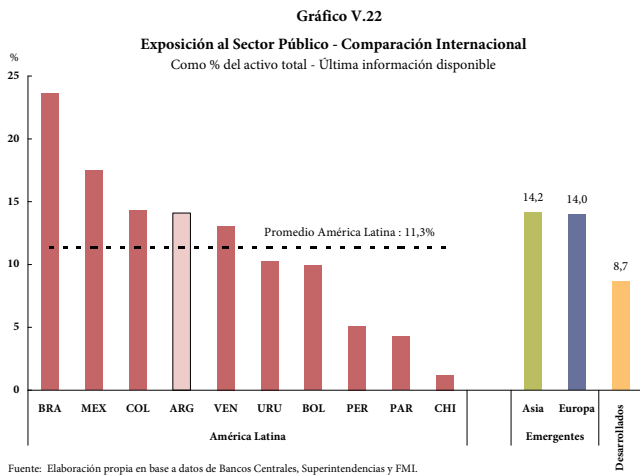
***En un marco de gradual moderación en la expansión del crédito bancario a las familias, el sistema financiero continuaría enfrentando un riesgo de crédito acotado de este sector***

Se prevé que la banca continuará incrementando el crédito a los hogares, si bien se mantendría el patrón de moderación evidenciado en los últimos meses. Para lo que resta del año se espera que los ingresos de las familias sigan creciendo en términos nominales, en un contexto en el cual el mercado laboral exhibiría sólo mejoras marginales, manteniéndose la capacidad de pago del sector. Sin embargo, la mayor volatilidad en los mercados financieros, y su efecto sobre las tasas de interés activas, podría influir sobre la situación financiera de ciertos hogares, haciendo probable un escenario con gradualmente mayor irregularidad.

### V.2.2 Sector público

***El sistema financiero mejora su posición frente al riesgo de crédito del sector público, que mantiene resultados fiscales positivos y decrecientes niveles de endeudamiento***

En 2008 el sistema financiero sigue reduciendo su exposición al sector público. En particular, la participación de

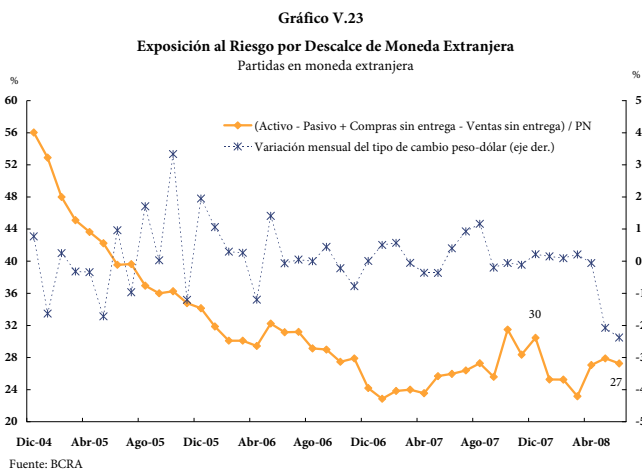


este sector llegó a 14% del activo de la banca a mediados año (15% del activo neteado), casi 2 p.p. por debajo de fines de 2007 y equivalente a menos de la tercera parte de la registrada 4 años atrás. El desempeño en el año es conducido tanto por los bancos públicos como por los privados, verificando estos últimos menores niveles de exposición al Gobierno (ver Gráfico V.21). La disminución en esta exposición es explicada por la gradual amortización y venta de los títulos valores, y por la expansión del activo del sistema financiero, en un contexto en el cual el sector público sostiene su capacidad de pago.

El establecimiento de un tope global de 35% de los activos bancarios desde julio de 2007, de límites máximos en base al capital de las entidades financieras y al nivel de jurisdicción y, la eliminación del sesgo en la exigencia de capitales mínimos (homogenización del requisito entre las financiaciones al sector privado y el público) entre otras medidas implementadas desde el BCRA, impulsan la reducción de la participación del sector público en la cartera del sistema financiero. De esta manera, tal exposición se ubica en línea con los niveles registrados en otras economías de la región (ver Gráfico V.22).

***La buena posición de los bancos frente al riesgo de crédito del sector público se mantendría en lo que resta de 2008***

La gradual reducción de la exposición de la banca al sector público, sumada a los recientes anuncios en materia de regularización de parte de los pasivos del Gobierno Nacional, colaboran para seguir robusteciendo la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito de este sector. Asimismo, los superávits en las cuentas del sector público nacional y el menor nivel de endeudamiento contribuirían a esta evolución (ver Página 28). De cara al resto del año, el superávit fiscal esperado, en un marco de suficientes fuentes de recursos para enfrentar las necesidades de financiamiento, brindan al sector público una buena capacidad de repago, reflejándose en una buena posición del sistema financiero frente a este riesgo de crédito. Sin embargo, el contexto de crecientes volatilidades en los mercados financieros podría imponer nuevos desafíos.



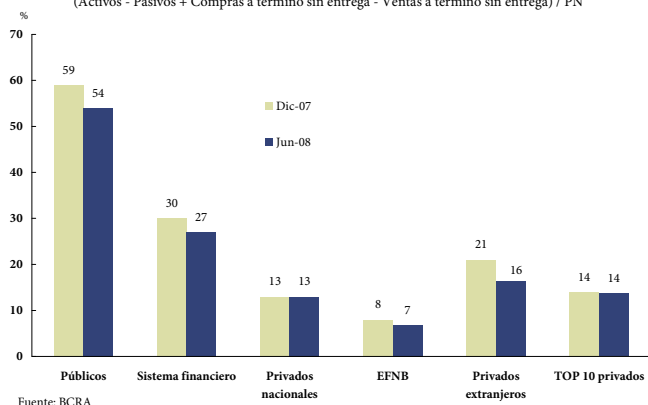
**V.3 Riesgo de moneda**

***El sistema financiero mantiene una acotada exposición al riesgo de moneda extranjera***

En un contexto en el cual se observa cierta volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar, el sistema financiero redujo su exposición al riesgo de moneda extranjera a lo largo de 2008. Esta tendencia viene siendo

Gráfico V.24

Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera por Grupo de Bancos  
(Activos - Pasivos + Compras a término sin entrega - Ventas a término sin entrega) / PN



Fuente: BCRA

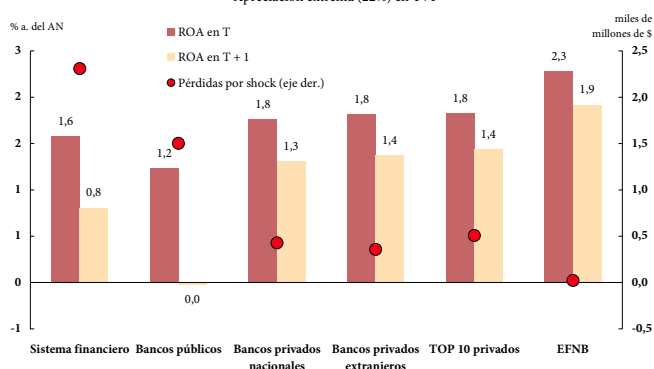
acompañada por la política financiera del BCRA que evita excesivos descalces patrimoniales en moneda extranjera. En particular, solamente pueden recibir créditos en moneda extranjera aquellos prestatarios con ingresos en divisas, debiéndose fondear estas líneas con depósitos en igual moneda.

La posición<sup>27</sup> en moneda extranjera de la banca se redujo levemente en la primera mitad del año, en un marco de incremento de los pasivos que superó en magnitud al de los activos. En particular, los depósitos y, en menor medida, las líneas crediticias del exterior impulsaron la suba del pasivo bancario en moneda extranjera. Por su parte, el incremento de la liquidez y del financiamiento para la exportación explicaron la expansión de los activos en divisa. Adicionalmente, en el marco de crecientes turbulencias financieras, los bancos incrementaron las compras netas de divisas en los mercados a futuro (sin entrega), morigerando la caída en la posición en moneda extranjera, que alcanzó 27,3% del patrimonio neto a mediados de año (ver Gráfico V.23), por debajo del cierre de 2007.

Por su parte, en la primera parte del año se verificó un aumento de la demanda de moneda extranjera, que no estuvo vinculado con las condiciones del sistema financiero ni con los fundamentos de la economía. Esta situación, implicó un leve aumento en la volatilidad en el tipo de cambio peso-dólar en el período, que fue atemperada por el oportuno accionar del BCRA (ver Página 7).

Gráfico V.25

Resultados por Grupos de Bancos - 2008  
Apreciación extrema (22%) en T+1



Nota: se excluye aquellas entidades financieras que no se encontraban activas a junio 2008.  
Fuente: BCRA

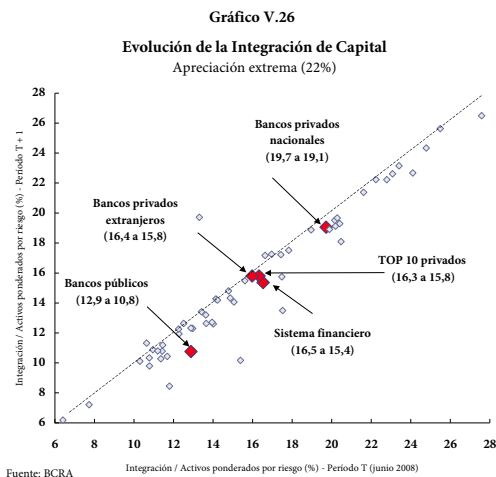
Todos los grupos de entidades financieras verificaron una disminución en su posición de moneda extranjera en la primera parte del año, con excepción de los bancos privados nacionales que mantuvieron un nivel relativamente estable. En particular, los mayores descensos en la posición en moneda extranjera se registraron en los bancos públicos y en los bancos privados extranjeros (ver Gráfico V.24), grupos con la mayor exposición a este riesgo.

Los ejercicios de *stress test* continúan arrojando resultados satisfactorios en caso de materializarse episodios de alta volatilidad sobre el tipo de cambio peso-dólar. Como el sistema financiero presenta una posición activa en partidas en moneda extranjera, se evalúa la sensibilidad de sus resultados contables y de sus indicadores de solvencia en el caso de una apreciación extrema de la moneda local<sup>28</sup>. El análisis también se efectúa sobre los distintos grupos de entidades financieras, dada la diferencia de magnitud en

<sup>27</sup> Se incluyen partidas en moneda extranjera del activo, del pasivo y de compras y ventas a término de moneda extranjera en cuentas de orden.

<sup>28</sup> Equivalente a una reducción de 22% en el valor del tipo de cambio nominal.

los descalces patrimoniales entre los mismos. En particular, los bancos públicos, al ser el grupo con mayor exposición al riesgo de moneda extranjera, recibiría el mayor impacto relativo ante este tipo de *shock* que podría llegar a agotar las ganancias obtenidas en 2008 (ver Gráfico V.25), aunque su integración de capital seguiría por arriba de 10% de los activos ponderados por riesgo (ver Gráfico V.26).

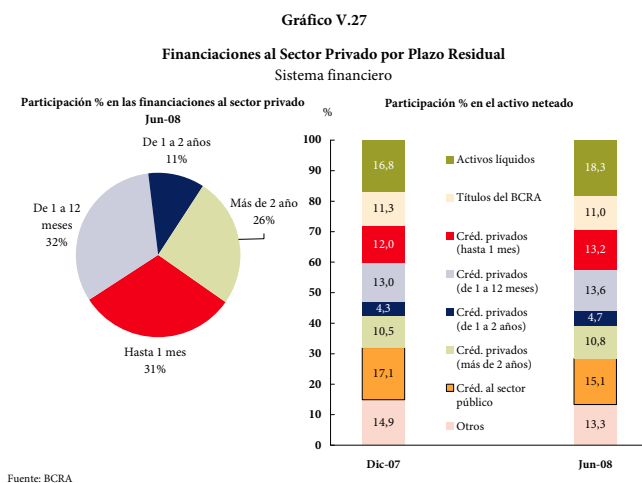


En un marco de crecientes turbulencias en los mercados financieros, se prevé que las medidas implementadas oportunamente por el BCRA colaboren para que el sistema financiero mantenga una adecuada exposición frente al riesgo de moneda extranjera.

#### V.4 Riesgo de tasa de interés

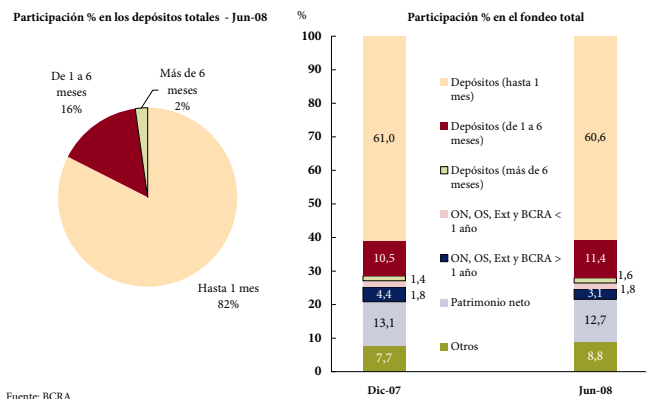
*El sistema financiero mantiene relativamente estable su exposición al riesgo de tasa de interés*

A lo largo del primer semestre de 2008 la banca mantuvo su exposición al riesgo de tasa de interés, presentando un comportamiento heterogéneo entre grupos de entidades financieras. Se estima que durante los últimos meses la madurez de los activos bancarios permaneció en niveles similares a los de fines de 2007. Si bien continuó reduciéndose la participación en la cartera total de ciertos activos de larga madurez y a tasa de interés fija, como los del sector público, también fueron ganando ponderación las financiaciones al sector privado de mayor plazo relativo (ver Gráfico V.27). Por su parte, del lado del fondeo bancario se notó un leve aumento en la participación de los depósitos con menor plazo residual en detrimento de otros pasivos de mayor madurez (ver Gráfico V.28). En particular, el gradual deterioro de las condiciones en los mercados financieros registradas desde mediados de 2007 hizo que ciertas entidades financieras pospongan la emisión de ON, llevando a que estos pasivos sigan reduciendo su importancia en el fondeo del sistema financiero.



La exposición la banca al riesgo de tasa de interés real, producto del descalce patrimonial de partidas ajustables por CER (a tasa de interés fija), no presenta cambios significativos en 2008. En un marco de reducción de los conceptos que se ajustan por este coeficiente, tanto del activo (por la amortización y la venta de títulos valores del sector público) como del pasivo (caída de los plazo fijo ajustables), se verificó un leve incremento en el volumen de este descalce. El mismo se ubicó en tres cuartas partes del patrimonio neto a mediados de 2008 (ver Gráfico V.29), ligeramente por debajo del registro de fines del año pasado, producto de la mejora en la solvencia del sector. Los bancos privados explicaron la gradual reduc-

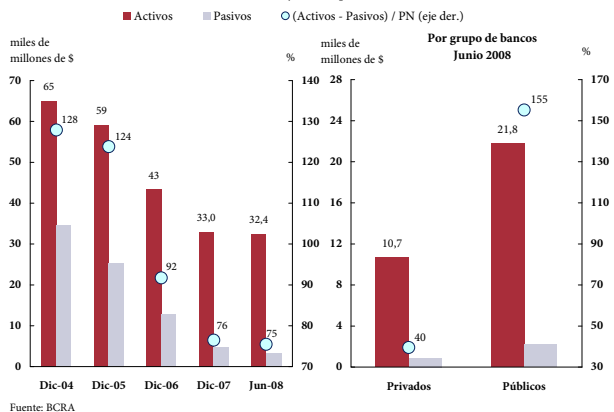
**Gráfico V.28**  
Depósitos Totales por Plazo Residual  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

**Gráfico V.29**

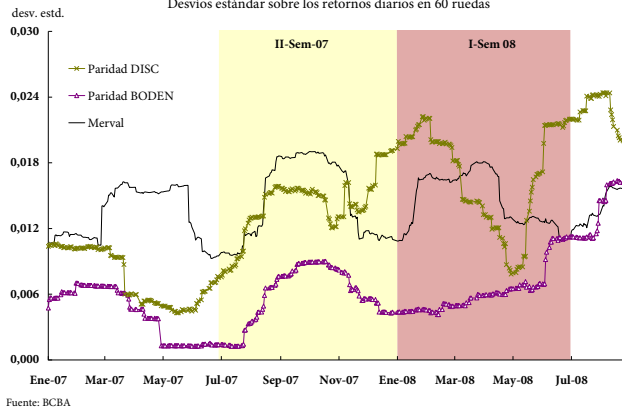
**Descalce Patrimonial de CER**  
Partidas ajustadas por CER



Fuente: BCRA

**Gráfico V.30**

**Volatilidad en los Mercados de Renta Fija y Variable**  
Desvíos estándar sobre los retornos diarios en 60 ruedas



Fuente: BCBA

ción del descalce de partidas ajustables por CER en términos del patrimonio, mientras que las entidades oficiales siguen registrando un descalce mayor.

**Frente a un escenario de crecientes turbulencias financieras se esperaría cierta materialización del riesgo de tasa de interés en los próximos meses**

Dado que se prevé que se mantenga el marco de volatilidad en los mercados financieros en la segunda mitad de 2008, su impacto sobre las tasas de interés locales podría llevar a que se registre cierta materialización de este riesgo. En este contexto, el BCRA continúa evaluando distintas alternativas para impulsar el desarrollo de soluciones de mercado que permitan a los bancos alcanzar una mejor posición frente a este riesgo, como la implementación del mecanismo de *swap* de tasas de interés.

## V.5 Riesgo de mercado<sup>29</sup>

**En el marco de las turbulencias evidenciadas en los mercados financieros, las medidas implementadas por el BCRA ayudan a la banca a evitar excesivas fluctuaciones patrimoniales**

Frente al aumento observado en la volatilidad financiera, las medidas implementadas por el BCRA en 2007 lograron evitar que las variaciones de corto plazo en las cotizaciones de los principales activos financieros generen excesivas fluctuaciones en el patrimonio de los bancos. En particular, se habilitó la contabilización de las Lebac y Nobac que sean mantenidas hasta su vencimiento en cuentas de inversión, así como la posibilidad de registrar tales activos y los títulos del Gobierno Nacional en cuentas disponibles para la venta. De esta manera, se atempera el efecto de la volatilidad en los rendimientos (y por lo tanto en los precios) de los activos financieros sobre este riesgo asumido por los bancos (ver Gráfico V.30).

En este marco, el valor a riesgo de mercado en términos del capital regulatorio del sistema financiero (explicado principalmente por los activos de renta fija locales) está verificando cierto descenso en 2008 (ver Gráfico V.31).

**Se esperaría cierta materialización del riesgo de mercado en lo que resta del año, en línea con el recrudescimiento de las volatilidades financieras**

Si bien las medidas implementadas por el BCRA en materia de valuación de títulos valores morigerarían el efecto patrimonial para la banca, la creciente incertidumbre a nivel internacional incrementaría la volatilidad de las

<sup>29</sup> En esta sección se considera dentro de la exposición al riesgo de mercado los efectos patrimoniales de las volatilidades de precios vinculadas a activos de renta fija y de renta variable.

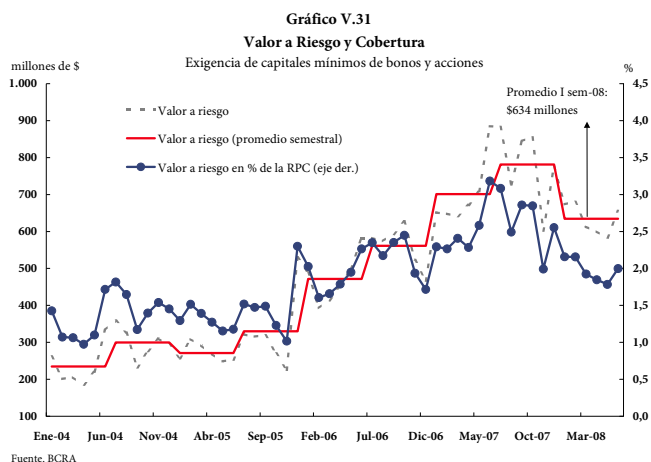
cotizaciones de tales especies, conduciendo a cierta materialización de este riesgo.

## V.6 Riesgo operacional

***Desde su política prudencial, el BCRA delinea el cronograma para adecuarse a las prácticas internacionales***

En línea con las buenas prácticas de gestión del riesgo operacional del Comité de Basilea, en abril de este año se dieron a conocer los estándares mínimos para la gestión del riesgo operacional de las entidades financieras, entendido como el riesgo de pérdidas resultantes de la falta de alineación o fallas en los procesos internos, de la actuación del personal o de los sistemas.

La norma requiere que se aborde la gestión de este riesgo como una disciplina integral y separada de otros riesgos, identificando los factores que lo inducen, su monitoreo y su modo de administración efectiva. Asimismo, se caracterizan los principales lineamientos y elementos con que deben contar las distintas etapas del proceso de gestión y se requiere la existencia de una “Unidad de Riesgo Operacional”, acorde con el tamaño de la entidad financiera, la naturaleza y complejidad de sus productos y procesos. Según el cronograma establecido, hacia fines de 2009 las entidades financieras deberán haber implementado los requerimientos en la materia.



## VI. Solvencia

### Síntesis

El sistema financiero continúa mostrando avances en términos de solvencia, fundamentalmente, a partir de las ganancias que surgen de un proceso de intermediación que mantiene su ritmo de expansión. Este desempeño, que resulta generalizado entre las entidades financieras, mejora la posición del sector tanto para enfrentar eventuales shocks adversos como para mantener un sendero de crecimiento sostenido del crédito.

En línea con el crecimiento de los ingresos más estables, la banca verificó un incremento en su rentabilidad en el primer semestre de 2008. En particular, el crecimiento del volumen de intermediación financiera con el sector privado impulsa la expansión de los ingresos netos por intereses y servicios. Mientras que un nivel acotado de riesgo de crédito asumido, permite a las entidades enfrentar bajos cargos por incobrabilidad.

El contexto de mayor volatilidad presente desde mediados del año anterior aún afecta a los resultados por tenencia y negociación de títulos valores. Los gastos de administración, otra línea cuyo comportamiento viene impactando negativamente en los resultados, sostienen su tendencia ascendente, producto del aumento de la dotación de personal así como de las remuneraciones. Esta tendencia no opaca ciertos progresos en términos de eficiencia, si bien aún existen avances por lograr.

Los ajustes a la valuación de activos del sector público y la amortización de amparos continúan perdiendo ponderación en el cuadro de resultados de la banca, acompañando el proceso de normalización de los balances. Se estima que estas erogaciones dejarán de tener relevancia en los próximos periodos.

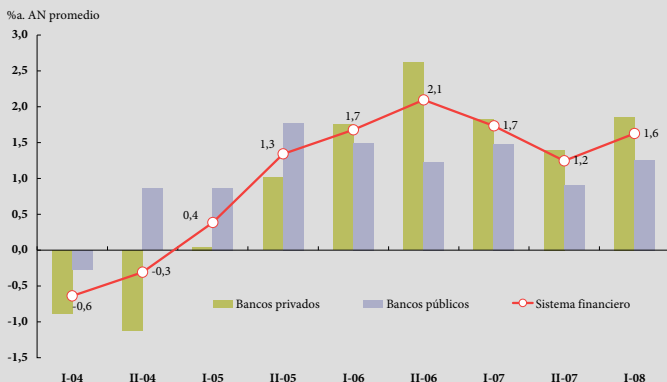
La recomposición de los niveles de rentabilidad se evidenció tanto para las entidades financieras públicas como para las privadas. No obstante, entre estas últimas, se observó un comportamiento heterogéneo, con bancos de alcance regional que presentaron una leve merma en su rentabilidad, mientras que aquellos con operatoria a nivel nacional (los que más ponderan en términos de activos) mostraron un aumento de sus resultados.

Las ganancias contables obtenidas por los bancos en el periodo y, en menor medida, las nuevas capitalizaciones recibidas, permiten al sistema financiero robustecer su solvencia. De esta manera, el patrimonio neto de la banca continúa aumentando, en un marco de mejoras cualitativas principalmente de la mano de la absorción de resultados de ejercicios anteriores.

El capital del sistema financiero, medido según la normativa prudencial vigente, se ubica en 16,5% de los activos ponderados por riesgo, superando tanto los requisitos locales como los niveles mínimos recomendados internacionalmente. Este patrón, que sostiene la percepción de solidez de la banca, se evidencia para todos los subgrupos de entidades financieras del sector.

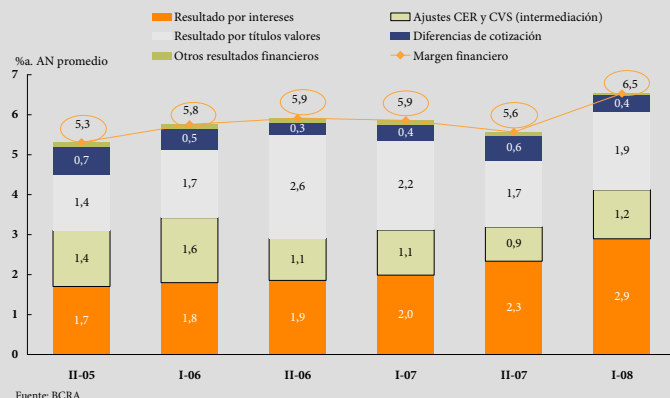
Para adelante, se estima que seguirá consolidándose la solvencia del sector financiero, especialmente producto de los nuevos beneficios contables, si bien se espera que este proceso resulte acompañado por nuevos aportes de capital. Este escenario podría verse en parte atemperado a partir de un eventual impacto de un escenario internacional de mayor volatilidad.

Gráfico VI.1  
ROA Semestral



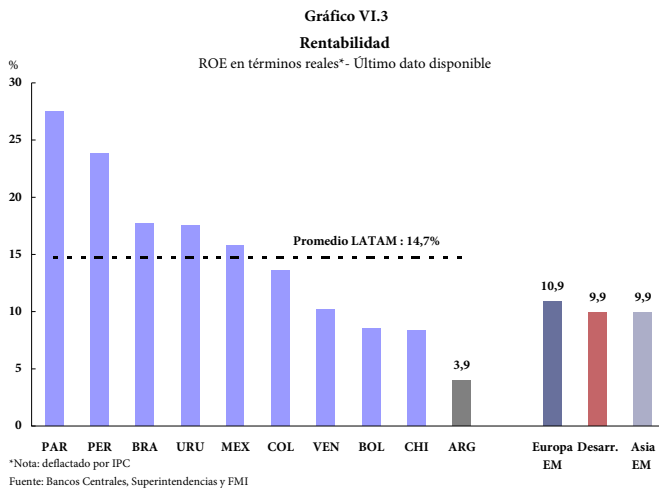
Fuente: BCRA

Gráfico VI.2  
Composición del Margen Financiero  
Sistema financiero



Fuente: BCRA





**Tabla VI.1**

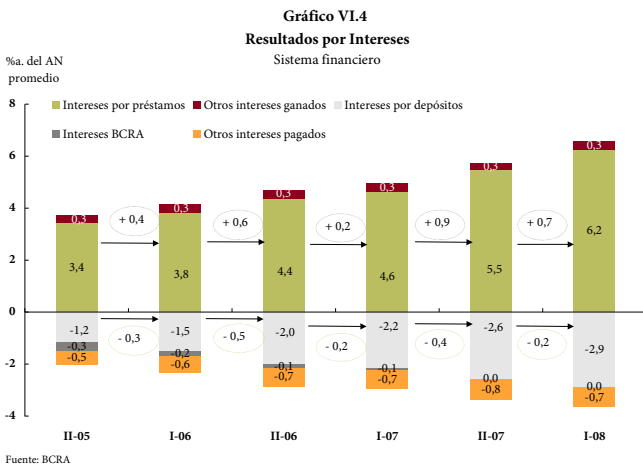
**Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero**  
Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

	93-00	2005	2006	2007	I-07	II-07	I-08
Margen financiero	6,1	4,6	5,8	5,7	5,9	5,6	6,5
Resultado por intereses	4,9	1,5	1,8	2,2	2,0	2,3	2,9
Ajustes CER y CVS	0,0	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	1,2
Resultado por títulos valores	0,8	1,2	2,2	1,9	2,2	1,7	1,9
Diferencias de cotización	0,0	0,4	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4
Otros resultados financieros	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Resultado por servicios	3,5	2,3	2,7	3,1	2,9	3,3	3,4
Gastos de administración	-6,7	-4,6	-5,1	-5,5	-5,2	-5,8	-6,0
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,5
Cargas impositivas	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7
Amortización de amparos	-	-0,9	-1,1	-0,7	-0,8	-0,7	-0,4
Diversos	0,7	0,8	1,2	0,9	0,6	1,2	0,5
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
Resultado en % del PN (ROE)	3,4	7,0	14,3	11,0	12,8	9,3	13,6
<b>Resultado ajustado (**)</b>	-	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>

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

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

Fuente: BCRA



## VI.1 Rentabilidad

**Impulsada por la profundización de la intermediación financiera, la banca cierra el séptimo semestre consecutivo con ganancias**

El sistema financiero continúa nutriendo su solvencia al registrar ganancias y completar, de este modo, tres años y medio seguidos con rentabilidad positiva. En particular, la banca devengó ganancias por \$2.350 millones en la primera parte de 2008, equivalentes a un ROA de 1,6%. (ver Gráfico VI.1). Este desempeño fue generalizado entre bancos: 71 de las 85 entidades financieras obtuvieron resultados positivos en el período (representando 99% de los activos totales). Las utilidades del sistema financiero local aún se ubican por debajo de las registradas en los sistemas financieros de la región y de los países desarrollados (ver Gráfico VI.3).

La rentabilidad de la banca se mantiene en línea con lo devengado en igual período del año anterior, si bien se ubica 0,4 p.p. del activo por encima del cierre de 2007 (ver Tabla VI.1). Detrás de este comportamiento se encuentra la dinámica positiva de los ingresos bancarios más estables, resultados por intereses y por servicios, mientras que se mantienen deprimidos los resultados obtenidos por la tenencia y negociación de títulos valores y continúan creciendo los gastos de administración.

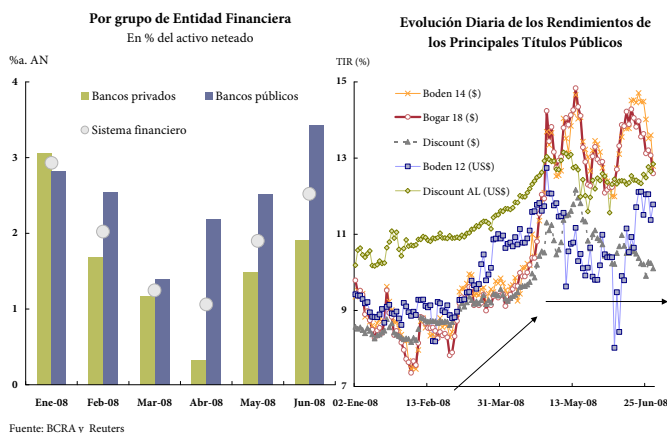
**Los resultados por intereses motorizan el crecimiento del margen financiero de la banca**

El margen financiero de la banca alcanza un valor máximo incluso al considerar al período de pre-crisis, aumentando 0,9 p.p. del activo hasta 6,5%a. en el primer semestre de 2008 (ver Gráfico VI.2). El moderado incremento en las tasas de interés activas y pasivas en el período, en un marco de un mayor dinamismo relativo del crédito al sector privado (con bajos niveles de irregularidad) respecto al fondeo a plazo, se refleja en el aumento de los resultados por intereses (ver Gráfico VI.4). Cabe considerar que estos resultados siguen siendo especialmente relevantes en las entidades financieras privadas, teniendo la banca oficial aún progresos que evidenciar en esta dimensión. Asimismo, se observa un leve incremento en los ajustes por CER, recogiendo la mayor evolución del mencionado coeficiente.

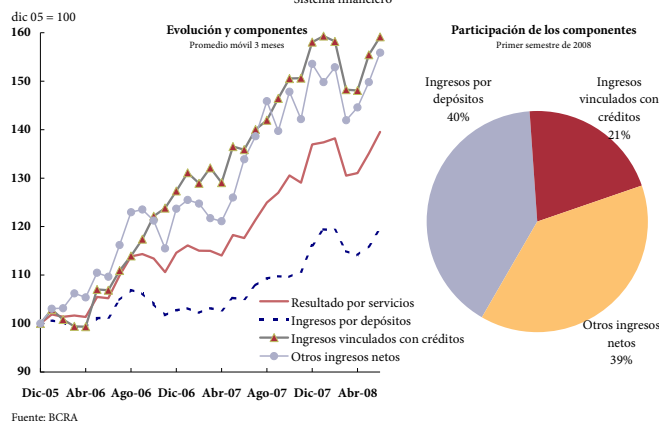
Los resultados obtenidos por la tenencia y negociación de activos financieros continúan observando una alta variabilidad en la primera parte de 2008 (ver Gráfico VI.5), reflejando los efectos del contexto de mayores turbulencias financieras internacionales y de cierta volatilidad a nivel local. El nivel de ingresos netos de esta línea de re-



**Gráfico VI.5**  
Resultado por Títulos Valores



**Gráfico VI.6**  
Resultados por Servicios



**Tabla VI.2**

**Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados**  
Indicadores anualizados en % del activo neto promedio

	93-00	2005	2006	2007	I-07	II-07	I-08
<b>Margen financiero</b>	6,6	4,3	5,9	5,8	5,9	5,7	7,0
Resultado por intereses	5,1	1,7	2,1	2,7	2,3	3,1	4,0
Ajustes CER y CVS	0,0	1,0	0,6	0,4	0,5	0,3	0,5
Resultado por activos	1,1	1,0	2,4	1,9	2,3	1,4	1,6
Diferencias de cotización	0,0	0,5	0,6	0,6	0,5	0,8	0,8
Otros resultados financieros	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
<b>Resultado por servicios</b>	3,9	2,7	3,4	3,8	3,6	3,9	4,1
<b>Gastos de administración</b>	-7,3	-5,1	-5,9	-6,3	-6,0	-6,6	-6,8
<b>Cargos por incobrabilidad</b>	-2,1	-0,6	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8	-1,0
<b>Ajustes de activos del sector público (*)</b>	-	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2
<b>Cargas impositivas</b>	-0,6	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
<b>Amortización de amparos</b>	-	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-0,9	-0,4
<b>Diversos</b>	0,6	0,9	1,2	1,0	0,9	1,1	0,5
<b>Monetario</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Impuesto a las ganancias</b>	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5
<b>Resultado final (ROA)</b>	0,7	0,5	2,2	1,6	1,8	1,4	1,8
<b>Resultado en % del PN (ROE)</b>	5,0	4,1	15,3	10,9	12,3	9,6	14,2
<b>Resultado ajustado (**)</b>	-	1,6	3,2	2,6	2,8	2,4	2,4

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

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

Fuente: BCRA

sultados se mantiene por debajo de lo devengado en períodos previos, si bien se registra cierta recomposición respecto del cierre del año anterior.

**Los resultados por servicios se consolidan como la principal fuente de ingresos del sector**

Impulsados por el marco de crecimiento de la actividad económica y de la intermediación financiera, los ingresos netos por servicios mantienen su sendero de expansión, alcanzando un nivel que está en línea con el promedio de pre-crisis. Los ingresos provenientes de la captación de depósitos siguen presentando la mayor ponderación dentro de este rubro del estado de resultados, en tanto que los recursos vinculados con el otorgamiento de préstamos son los más dinámicos (ver Gráfico VI.6). La tendencia de consolidación de este componente de la rentabilidad bancaria se está dando tanto en los bancos públicos como en los privados.

El crecimiento del financiamiento a las familias y a las empresas sigue generándose en un contexto de acotado riesgo crediticio, lo cual se traduce en bajas erogaciones por incobrabilidad. La reducida ponderación de estos cargos se mantiene a pesar del incremento de la participación del crédito al sector privado en el activo total.

En el contexto de expansión de la intermediación financiera, la recomposición de la dotación de personal (se expandió 1,8% en el semestre ó 4,4% i.a.) y de las remuneraciones del sector mantienen el impulso ascendente de la carga de los gastos de administración. No obstante esta tendencia, los ingresos relativamente más estables alcanzan a superar a los gastos de administración.

**Los bancos con alcance regional registran los mayores niveles de rentabilidad, mientras que los de inversión siguen evidenciando pérdidas**

Los bancos privados registraron ganancias por \$1.550 millones en el primer semestre de 2008, equivalentes a 1,8%a. del activo, guarismo similar a lo observado en el primer semestre del año pasado, pero con cierta recuperación respecto del período inmediato anterior (ver Tabla VI.2). Los impulsores de este comportamiento fueron principalmente los resultados por intereses y, en menor medida, aquellos generados por los servicios y la disminución en los cargos devengados por la amortización de amparos.

Mientras la banca privada minorista muestra ganancias equivalentes a 2%a. de sus activos en el primer semestre (ver Tabla VI.3), los comúnmente denominados bancos de inversión registran pérdidas por segundo semestre

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

	Privados						
	Minoristas					De inversión (***)	
	II-07	I-08				II-07	I-08
	Total	Total	Alcance nacional	Regionales	Especializados		
Margen financiero	5,7	6,9	6,4	8,9	14,1	5,3	7,7
Resultado por intereses	3,2	4,1	3,8	4,9	11,9	0,4	2,4
Ajustes CER y CVS	0,4	0,5	0,6	0,3	-0,1	0,0	-0,2
Resultado por títulos valores	1,3	1,4	1,1	2,6	1,5	3,6	5,6
Diferencias de cotización	0,7	0,8	0,8	0,7	1,5	2,0	0,6
Otros resultados financieros	0,2	0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,7	-0,7
Resultado por servicios	4,0	4,2	4,2	3,8	7,9	3,7	2,6
Gastos de administración	-6,5	-6,8	-6,5	-7,3	-14,1	-7,1	-7,6
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-1,0	-1,0	-0,6	-6,0	-0,2	-0,4
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,1
Cargas impositivas	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-1,0	-0,6	-0,5
Amortización de amparos	-0,8	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-1,7
Diversos	1,1	0,5	0,6	0,1	1,2	-0,6	0,2
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,5	-0,4	-0,8	-0,5	-0,7	-1,2
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>
Resultado en % del PN (ROE)	11,6	16,5	15,8	21,1	7,5	-1,1	-2,8
<b>Resultado ajustado (**)</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>
Ponderación en el activo del sistema (%)	55,5	55,1	45,4	8,8	0,9	2,6	3,0

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

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

(\*\*\*) Excluyendo a un banco de inversión (por ajustes contables en II-07).

Fuente: BCRA

consecutivo. Dentro del primer subgrupo se destaca el comportamiento de la rentabilidad de aquellos que poseen alcance nacional (con mayor participación en términos de los activos), a partir del crecimiento de los resultados por intereses.

La banca oficial registra un incremento de su rentabilidad en la primera parte de 2008, hasta alcanzar un valor de 1,2%. (ver Tabla VI.4), evolución que estuvo especialmente asociada a mayores devengamientos por ajustes de CER y al aumento en los resultados obtenidos por la tenencia de títulos valores.

*Para el cierre de 2008 se estima que los ingresos netos por intereses y servicios seguirán presentando un mayor dinamismo respecto a los gastos administrativos*

De cara al segundo semestre de 2008 se estima que la banca continuará fortaleciendo su solvencia, principalmente mediante la consolidación de su flujo de beneficios contables. En un escenario de incremento de la intermediación financiera con las familias y con las empresas (si bien probablemente de forma más moderada que en períodos anteriores), se prevén nuevos aumentos en los resultados por intereses y por servicios.

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

	93-00	2005	2006	2007	I-07	II-07	I-08
Margen financiero	4,9	4,9	5,4	5,2	5,4	5,0	5,5
Resultado por intereses	4,4	0,9	1,0	0,9	1,0	0,8	0,8
Ajustes CER y CVS	0,0	2,3	2,3	1,8	2,0	1,7	2,3
Resultado por títulos valores	0,4	1,3	1,8	2,1	2,1	2,0	2,5
Diferencias de cotización	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4	-0,1
Otros resultados financieros	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado por servicios	2,9	1,6	1,7	2,0	1,8	2,1	2,2
Gastos de administración	-5,8	-3,5	-3,8	-4,1	-3,9	-4,4	-4,5
Cargos por incobrabilidad	-2,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	-0,7	-0,5
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,3	-0,6	-0,7	-0,1	-1,2	-1,1
Cargas impositivas	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Amortización de amparos	-	-0,9	-1,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3
Diversos	0,8	0,6	1,0	0,7	0,1	1,3	0,6
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,1	-0,4	-0,2	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
Resultado en % del PN (ROE)	1,8	12,4	12,3	10,7	13,3	8,2	13,0
<b>Resultado ajustado (**)</b>	<b>-</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>

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

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

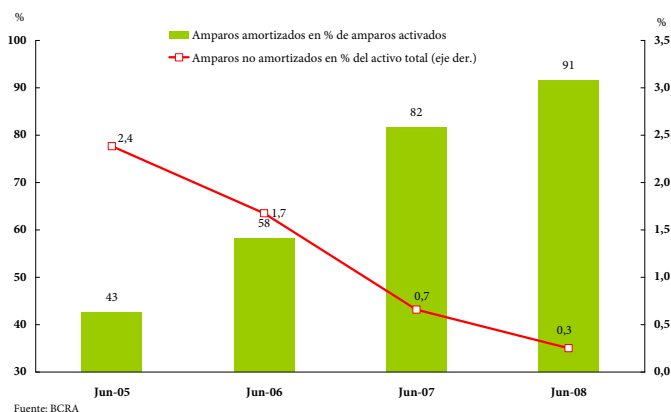
Fuente: BCRA

La evolución de los resultados originados en la tenencia y negociación de títulos valores estaría sujeta, al menos en parte, a la evolución del contexto de volatilidad internacional y local, no obstante se espera cierta recomposición de aquellos ingresos netos. Cabe considerar que las medidas implementadas por el BCRA en la segunda parte de 2007, destinadas a evitar que fluctuaciones de corto plazo impacten significativamente sobre la actividad normal de intermediación financiera de los bancos<sup>30</sup>, continuarán teniendo efecto durante los próximos meses.

Asimismo, se proyectan nuevos aumentos en las erogaciones provenientes de los cargos por incobrabilidad, principalmente impulsados por la propia dinámica de la expansión de las financiaciones al sector privado. En tanto, el nivel de empleo en el sector esta próximo a ubicarse en cifras similares a las registradas en el período previo a la crisis, situación que, sumada a eventuales recomposiciones salariales, se traducirá en aumentos en los gastos de personal en los próximos períodos. Este comportamiento impone un desafío para el sector en términos de lograr una mayor eficiencia operativa a fin de mantener el sendero de recomposición de la rentabilidad.

<sup>30</sup> Se permitieron alternativas de valuación de la cartera de títulos valores en Cuentas de Inversión para las Lebac y Nobac, y disponibles para la venta en los casos de los títulos mencionados y especies de títulos del Gobierno.

**Gráfico VI.7**  
Amortización de Amparos  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

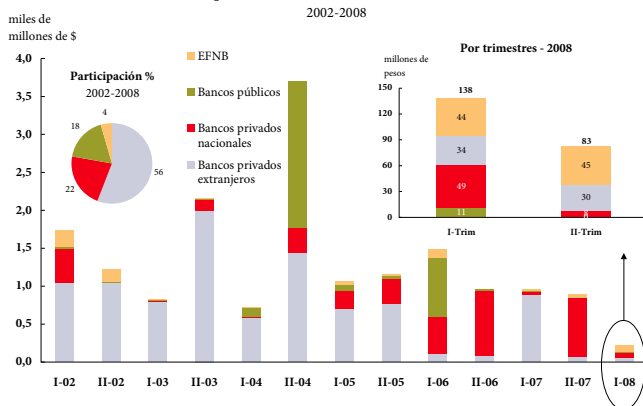
Finalmente, se espera que los efectos negativos de la amortización de amparos y de los ajustes de valuación de títulos públicos gradualmente se extingan del estado de resultados de los bancos, tendencia en línea con el proceso de normalización patrimonial del sector observado en los últimos años (ver Gráfico VI.7).

## VI.2 Posición de capital

### *Los beneficios contables y, en menor medida, las nuevas inyecciones de capital, fortalecen la solvencia de la banca*

El sistema financiero continúa mostrando avances en términos de su grado de solidez, tendencia reflejada tanto en las entidades financieras privadas (de capital nacional y extranjero) como en la banca oficial. Así, durante el primer semestre del año el sistema financiero recibió aportes de capital por \$220 millones, canalizados en su mayoría a las entidades financieras no bancarias (40%) y a los bancos de origen extranjero (29%). Desde 2002 hasta la actualidad se recibieron capitalizaciones por \$17.100 millones, canalizadas especialmente a los bancos privados de capitales extranjeros (ver Gráfico VI.8), existiendo capitalizaciones pendientes por casi \$200 millones para los próximos periodos, especialmente concentradas en la banca pública.

**Gráfico VI.8**  
Capitalizaciones de Entidades Financieras  
2002-2008



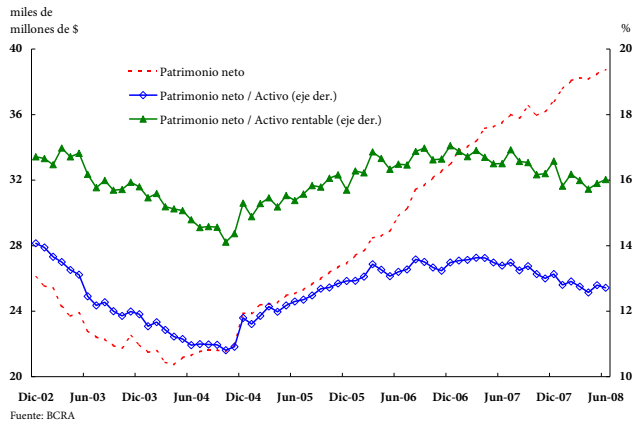
Fuente: BCRA

El patrimonio neto del sistema financiero acelera su crecimiento en el primer semestre de 2008, tendencia principalmente asociada a las ganancias provenientes de la actividad de intermediación financiera. Los bancos privados lideraron el aumento del patrimonio neto, explicando 70% de la expansión. El impulso de la rentabilidad sobre el aumento del patrimonio neto del sector resulta parcialmente compensado a partir de la distribución de utilidades que se registró a comienzos del año por parte de las entidades que cotizan en el Mercado de Valores, en el marco de la normativa implementada por el BCRA, y consistente con el proceso de normalización patrimonial observado.

En términos del activo, el patrimonio neto del sistema financiero se redujo 0,4 p.p. hasta 12,7%, continuando con la gradual tendencia de mayor apalancamiento evidenciada en los últimos 3 semestres (ver Gráfico VI.9). Cabe considerar que el progreso observado en el patrimonio va de la mano de una mejora en su composición, tanto en términos del crecimiento en el capital social, la absorción de resultados no asignados (pérdidas de ejercicios anteriores) y el aumento en las reservas de capital.

*Los niveles de integración de capital constituyen una clara señal sobre la solvencia de los bancos,*

Gráfico VI.9  
Apalancamiento del Sistema Financiero

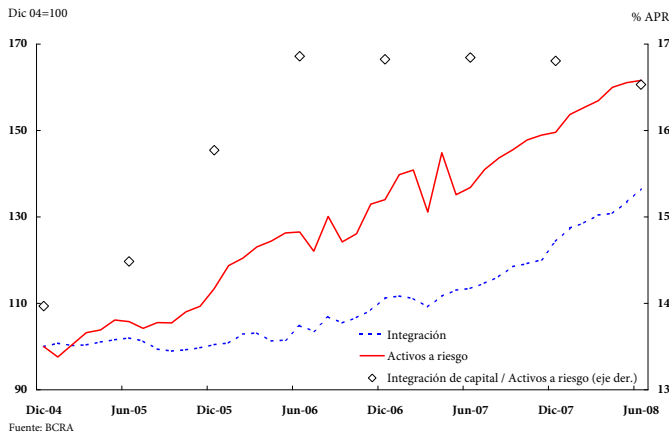


*permitiéndoles sobrellevar, sin mayores sobresaltos, el escenario actual más volátil*

La integración de capital del sistema financiero se ubicó en 16,5% de los activos ponderados por riesgo en junio de 2008, superando los niveles mínimos recomendados internacionalmente y las exigencias locales. En el semestre se evidenció una leve caída en el ratio de integración de capital (ver Gráfico VI.10) vinculada al mayor dinamismo presentado por los activos a riesgo, en un escenario de expansión de las financiaciones. Como resultado, la posición de capital de la banca, que indica el exceso de integración respecto de la exigencia, se mantuvo en poco más de 80% de esta última.

Tanto las entidades financieras privadas como la banca oficial continúan presentando adecuados niveles de solvencia. Mientras que las primeras alcanzan una integración de capital de 18,1% de los activos ponderados por riesgo, con una tendencia levemente decreciente en los últimos periodos de la mano del dinamismo del crédito al sector privado, las entidades financieras del sector público registran una recomposición en su nivel de integración de capital, hasta 12,9% de los activos ponderados por riesgo.

Gráfico VI.10  
Composición del Ratio de Integración de Capital



De cara al cierre de 2008, se estimada que la profundización de la actividad de intermediación financiera con las empresas y con las familias seguirá reflejándose en el gradual fortalecimiento de la solvencia de la banca, principalmente de la mano de la obtención de ganancias. No obstante, este escenario puede verse en parte atemperado por la eventual influencia en el proceso de intermediación local de un escenario de mayor incertidumbre en los mercados financieros.

## VII. Sistema de Pagos

### Síntesis

El sector privado paulatinamente realiza una mayor utilización de los instrumentos electrónicos de pago a la hora de concretar sus transacciones habituales, aunque estos aún presentan un alto potencial de desarrollo. Esta evolución sigue siendo principalmente liderada por el crecimiento económico local y por ciertos incentivos fiscales existentes. En este marco, el Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa mejorando su desempeño y profundidad.

Si bien el efectivo sigue siendo el principal medio de pago de la economía, las tarjetas (de crédito y de débito), los débitos bancarios directos y las transferencias interbancarias logran una mayor participación en las operaciones de las familias y de las empresas, brindando incentivos para aumentar el grado de bancarización de la economía.

La compensación de cheques continuó expandiéndose en los últimos dos semestres, tanto en términos de cantidad como de montos. En el cierre de 2007 el rechazo de documentos verificó un incremento vinculado a causas de fuerza mayor (paros bancarios), situación que se normalizó en la primera parte de 2008. Las transacciones realizadas mediante el sistema de pagos de alto valor MEP (Medio Electrónico de Pagos) también siguieron incrementando su alcance.

Acompañando el contexto de crecimiento de la economía, el BCRA continúa realizando esfuerzos con el objetivo de alcanzar un SNP más eficiente, ágil y seguro. En este marco, se está evaluando la implementación de acciones para modernizar el SNP y el Sistema de Liquidaciones de Valores, y la reformulación de la Central de Registración y Liquidación de Instrumentos de Endeudamiento Público (CRYL).

Asimismo, sigue presente el objetivo de estandarizar la totalidad de los documentos compensables existentes o de implementación futura, con el objetivo de optimizar la compensación electrónica de pagos. A su vez, en el ámbito de la Comisión Interbancaria para Medios de Pago (CIMPRA), se está analizando la implementación de un reservorio de imágenes en el que se encuentren disponibles las imágenes de todos los documentos compensados para su consulta por parte de las entidades financieras giradas, siendo asimismo de utilidad para los bancos receptores. Esto permitirá agilizar las tareas vinculadas con la gestión de la operatoria de cheques y seguir impulsando la optimización del procedimiento de Compensación Federal Uniforme (CFU).

Gráfico VII.1

Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito

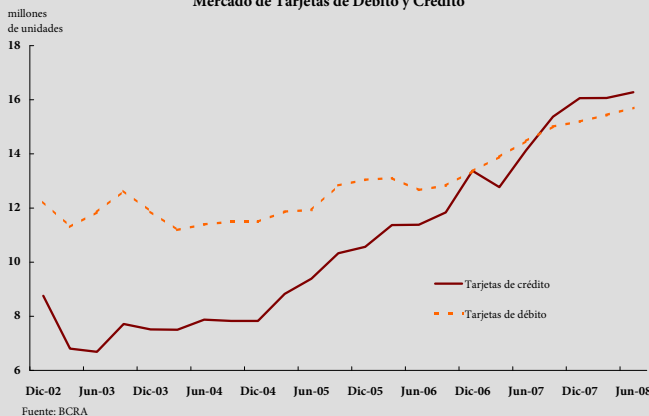
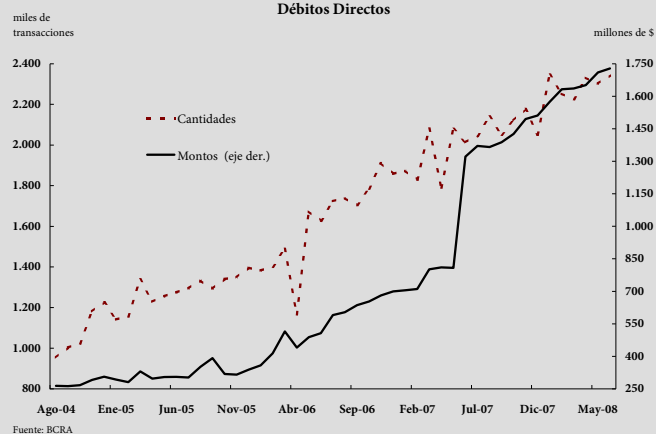


Gráfico VII.2

Débitos Directos



## VII.1. El Sistema Nacional de Pagos

*Se profundiza el rol de los medios electrónicos de pago en la economía, si bien aún presentan un alto potencial de desarrollo*

Las familias y las empresas gradualmente se vuelcan hacia una mayor utilización de los instrumentos electrónicos de pago a la hora de concretar sus transacciones habituales, tendencia que sigue siendo impulsada por el crecimiento económico local. Esta evolución permitirá alcanzar nuevos progresos en términos de bancarización de los agentes económicos, al tiempo de lograr mejoras en la seguridad y eficiencia de las transacciones de la economía. En este contexto, el Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa mejorando su desempeño.

La disponibilidad de dinero en efectivo sostuvo su patrón creciente en el último año en términos de los agregados monetarios M1 y M2 totales (ver Gráfico VII.3), en línea con el sendero de expansión económica y del incremento en el nivel de precios. Así, los billetes y monedas en circulación en poder del público totalizaron \$65.600 millones en promedio en la primera parte de 2008, 9% y 22% más que en el semestre inmediato anterior y en igual período de 2007, respectivamente. Esta evolución fue más que compensada por el aumento del PIB, generando un descenso interanual de casi 0,7 p.p. en el peso del circulante en la economía, hasta un nivel 6,4% en junio de 2008 (ver Gráfico VII.4).

Los montos de las operaciones de débito en cuenta corriente crecieron en promedio 11% y 33% respecto al cierre de 2007 y al primer semestre del año anterior, si bien se mantienen prácticamente sin cambios en términos del PIB (ver Gráfico VII.5). La evolución de la utilización de este instrumento sigue recogiendo en parte el efecto del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB), afectando las decisiones de los agentes a la hora de realizar movimientos de fondos.

Las tarjetas de crédito y de débito profundizan su alcance en la economía, aunque aún cuentan con un amplio espacio para desarrollarse, especialmente en las localidades más distantes de los principales centros urbanos. Parte de las barreras para lograr un mayor alcance de estos instrumentos están asociadas a la informalidad existente en ciertos sectores de la economía y a los costos operativos (tanto fijos como variables) inherentes a su implementación en los locales comerciales. Estos factores son en cierta medida atemperados por las ventajas asociadas a su utilización, tanto fiscales (devolución de parte del IVA de las transacciones) y de mayor seguridad respecto al transporte de efectivo, entre otras. De esta

Gráfico VII.3

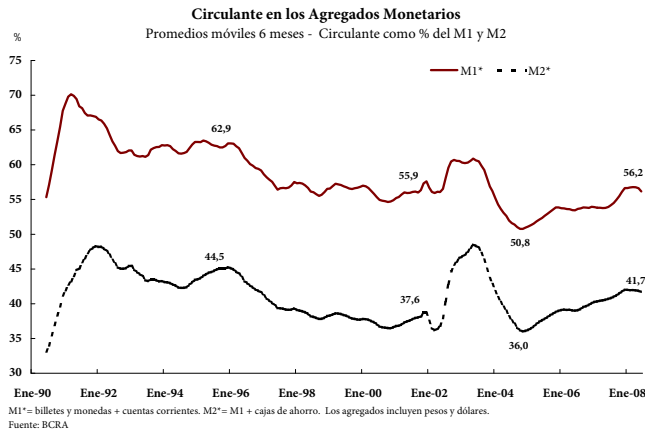
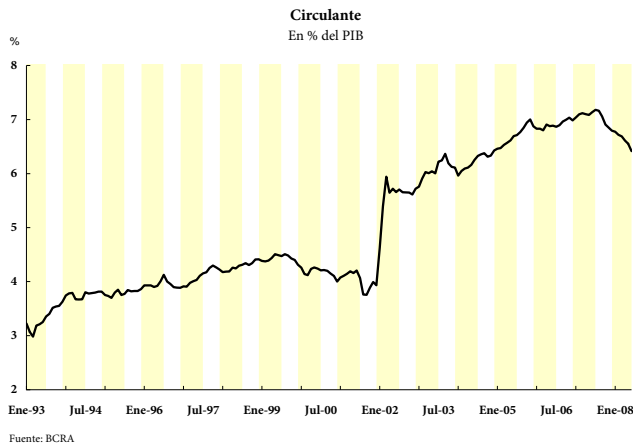
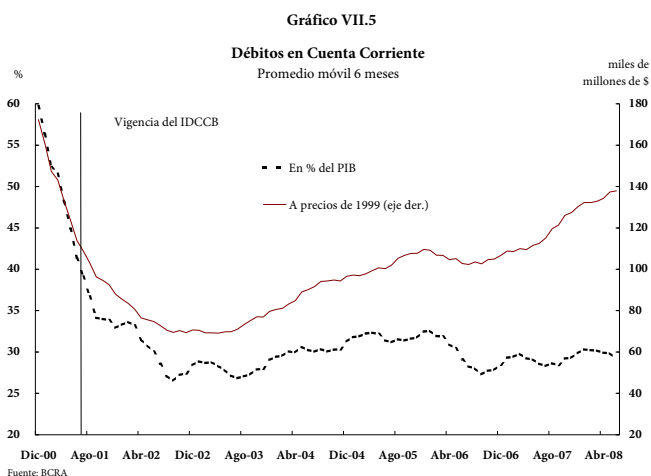


Gráfico VII.4

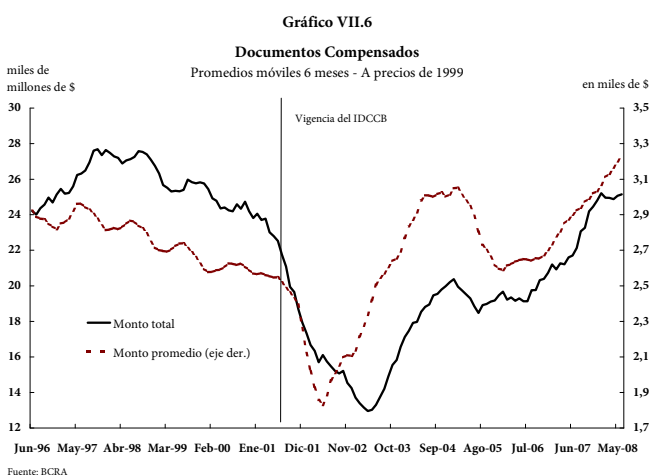






manera, la cantidad de tarjetas de débito alcanzó casi 15,7 millones en el cierre de la primera parte de 2008 (ver Gráfico VII.1), aumentando más de 3% y 8% a lo largo de 2008 y en los últimos 12 meses, respectivamente. Por su parte, el número de tarjetas de crédito se incrementó poco más de 15% desde mediados de 2007, hasta casi 16,3 millones, registrando el más bajo dinamismo interanual de los últimos años.

El sistema de compensación electrónica procesó casi 46,6 millones de documentos en pesos entre enero y junio de 2008, observando un crecimiento de 3,8% respecto a igual período de 2007, si bien verificando una caída respecto al cierre del año anterior. En 2008 se acumula un monto de \$314 mil millones de cheques compensados, con un crecimiento de 6% respecto al segundo semestre de 2007 y de 26% en términos interanuales (1,4% y 16% si se deflacta por IPC GBA) (ver Gráfico VII.6). Esta tendencia sigue siendo acompañada por el aumento en el valor promedio de las operaciones. La compensación promedio de cheques en el primer semestre alcanzó 4,7% del PIB, levemente por debajo de los semestres anteriores, mientras que el promedio mensual de cheques truncados en los que no se envía imagen del documento –con montos de hasta \$5.000–, se ubicó en 84% del total de los documentos compensados.

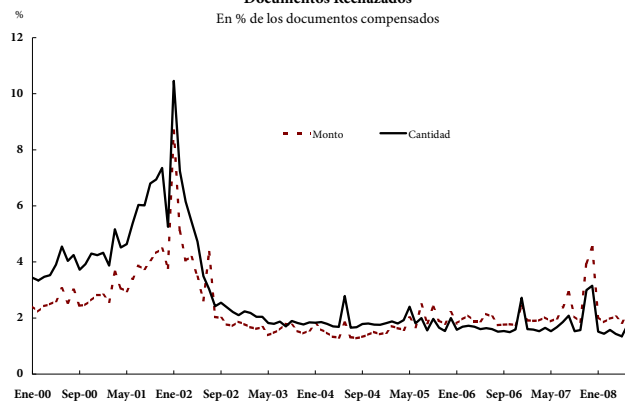


A lo largo del año, el número de documentos rechazados (por todo concepto) se ubicó en 2% de la cantidad de cheques procesados (ver Gráfico VII.7). Si bien este valor se ubicó levemente por encima de igual período de 2007, representa una significativa caída de 0,9 p.p. respecto al segundo semestre de 2007, lapso en el cual se verificaron paros de empleados (principalmente en un banco público de magnitud) que generaron un incremento en el rechazo por causas de fuerza mayor. Como en años anteriores, de la comparación interanual se desprende que tanto la cantidad como el monto total de cheques rechazados registran leves aumentos.

La utilización de las transferencias minoristas sigue incrementándose sostenidamente: en los primeros seis meses de 2008 las mismas acumulan casi 5,1 millones de operaciones, casi un tercio más que en igual lapso de 2007. Por su parte, los montos totales verificaron un incremento interanual de poco más de 52% (valor que se ubica en 40% si se deflacta por IPC GBA) (ver Gráfico VII.8) creciendo paulatinamente en términos del PIB.

Los débitos directos, principalmente destinados al pago de los servicios (luz, gas, cuotas asistenciales, tarjetas de crédito, entre otros) continúan ganando participación. En particular, en el acumulado de 2008 el número de operaciones de débitos directo totalizó aproximadamen-

**Gráfico VII.7**  
**Documentos Rechazados**  
 En % de los documentos compensados



Fuente: BCRA

te 13,8 millones, registrando incrementos de 9,7% y 18,3% respecto al cierre y a igual período de 2007, respectivamente. Estas operaciones alcanzaron un volumen de aproximadamente \$9.900 millones en los primeros seis meses de 2008 (ver Gráfico VII.2) casi duplicando el valor del primer semestre del año anterior. Esta evolución reflejó en parte la incorporación de la AFIP, a partir de mediados de 2007, en la compensación de débitos a través de las cámaras compensadoras.

Las operaciones cursadas mediante el Medio Electrónico de Pagos (MEP) (sistema de pagos de alto valor), acumularon casi 701 mil en el primer semestre de 2008, con un monto de \$1.550 miles de millones. De esta manera, estas transacciones verificaron una expansión en torno a 4% en la cantidad y de 39% en el volumen (27% deflacionado por IPC GBA) (ver Gráfico VII.9) con referencia al primer semestre de 2007.

## VII.2. Modernización del sistema de pagos

### *El BCRA sigue trabajando en la modernización y profundización del Sistema Nacional de Pagos*

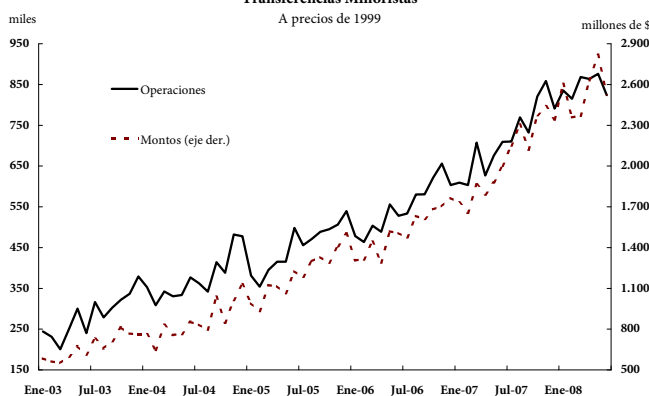
Acompañando el marco de crecimiento generalizado de la economía, el BCRA continúa realizando esfuerzos con el objetivo de alcanzar un SNP más eficiente, ágil y seguro. En este marco, esta Institución continúa focalizada en sus responsabilidades de vigilancia y actualización del SNP, promoviendo su profundización.

Mediante un trabajo conjunto con el Banco Mundial, se ha realizado un relevamiento y análisis del SNP con la intención de contar con un claro panorama sobre su situación actual. En los próximos períodos el BCRA elaborará un plan de acción para seguir impulsando el desarrollo del SNP, así como para lograr adecuarlo para encarar apropiadamente los desafíos futuros.

En este marco, el BCRA está evaluando las acciones necesarias para modernizar el SNP y el Sistema de Liquidación de Valores. Se encuentran bajo estudio mejoras en el marco legal, de manera de lograr un esquema integral que sustente el funcionamiento del sistema de pagos. Además, se está considerando una eventual reformulación de la Central de Registración y Liquidación de Instrumentos de Endeudamiento Público (CRYL) que incorpore mejoras tecnológicas y funcionales.

Cabe recordar que desde noviembre de 2006 se encuentra cumplimentada la fase final del procedimiento de Compensación Federal Uniforme (CFU), basado principalmente en la transmisión de imágenes de cheques y de otros documentos compensables, lo cual ha significado

**Gráfico VII.8**  
**Transferencias Minoristas**  
 A precios de 1999

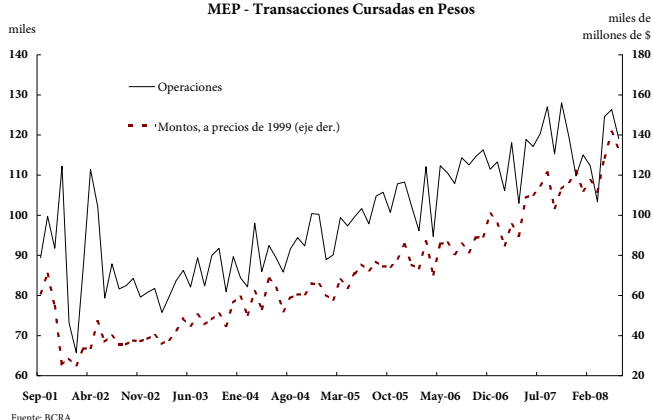


Fuente: BCRA



Gráfico VII.9

MEP - Transacciones Cursadas en Pesos



Fuente: BCRA

la eliminación total del traslado físico de los mencionados documentos.

En perspectiva, la CFU ha contribuido a mejorar la eficiencia de los procesos, a la vez que ha redundado en una significativa disminución del riesgo operacional y de los costos operativos, posibilitando simultáneamente la interconexión de todas las plazas del país en una sola sesión diaria de cámara. La CFU permite a los clientes del sistema tener acreditados los fondos en un único y mismo plazo, con independencia del lugar donde se depositen los instrumentos y de su monto.

Desde los orígenes del proyecto de la CFU ha surgido la necesidad de estandarizar la totalidad de los documentos compensables existentes o de implementación futura, con el objetivo de optimizar la compensación electrónica de pagos. Esta estandarización, que se inició con los cheques, permite unificar diseños y medidas de seguridad con el propósito de brindar a los bancos depositarios mayores herramientas para la verificación y control de los documentos. Esto tiende a aminorar el riesgo operacional relacionado con eventuales fraudes.

Como consecuencia de ello, el BCRA ha elaborado y divulgado las pautas a las que deben ajustarse las letras de cambio que son factibles de compensación y pueden ser libradas contra cuentas a la vista abiertas en Cajas de Crédito Cooperativas (Ley N° 26.173 y reglamentación emitida por el BCRA). Este proceso de estandarización se complementa por un procedimiento de homologación de instrumentos compensables que efectúa el BCRA, como paso previo a la impresión definitiva de los mismos por parte de las entidades financieras.

A su vez, en el ámbito de la Comisión Interbancaria para Medios de Pago (CIMPRA), se está analizando la implementación de un reservorio en el que se encuentren disponibles las imágenes de todos los documentos compensados para su consulta por parte de todas las entidades financieras. La evaluación incluye tanto aspectos tecnológicos, como aquellos vinculados a la factibilidad de incluir directamente ese reservorio en el mecanismo actual de compensación. Se estima que su generalización e introducción en el mecanismo de compensación haría posible, a futuro, agilizar las tareas derivadas de la gestión de la operatoria de cheques y seguir impulsando el proceso de optimización de la CFU.

La propuesta elaborada por el BCRA para reformular la Ley de Cheques, incluyendo el procedimiento de truncamiento de documentos, actualmente se encuentra radicada como Proyecto de Ley en el Ministerio de Economía y Producción para su oportuna consideración.



## Balance de Riesgos

En un marco de empeoramiento casi sin precedentes en los mercados financieros internacionales y de cierta desaceleración en el crecimiento económico local, el sistema financiero sigue mostrando un importante grado de fortaleza, llevando a cabo una administración acorde de los riesgos intrínsecos que asume. El oportuno accionar del BCRA en el mercado cambiario y sus inyecciones de liquidez sistémica contribuyen a garantizar las condiciones de estabilidad monetaria y financiera, sosteniendo el proceso de intermediación financiera con el sector privado sin descuidar los niveles precautorios de liquidez bancaria. Consecuentemente, el mapa de riesgos asumido por sistema financiero sigue siendo acotado, sin presentar cambios significativos en los últimos meses.

El crédito a las empresas y a las familias se profundiza al tiempo que los bancos presentan una buena posición frente al riesgo de liquidez, en parte impulsada por el herramental puesto a disposición por el BCRA (vigente gracias a las políticas prudenciales anti-cíclicas desarrolladas en los últimos años). Éste contribuyó a atacar con éxito el desajuste en la demanda de dinero verificado en el segundo trimestre de 2008 que se reflejó en una disminución transitoria de los depósitos privados. Actualmente los intermediarios financieros disponen de una mayor gama de mecanismos que permiten consolidar sus niveles de liquidez precautoria.

Los bancos sostienen una buena posición frente al riesgo de repago del sector privado. Los niveles moderados de endeudamiento de los hogares y de las empresas, sumados a ciertas mejoras en el mercado laboral y al crecimiento verificado y previsto de los distintos sectores, consolidan su capacidad de pago. El previsionamiento supera a los créditos irregulares, mientras que éstos siguen en valores mínimos históricos, si bien podrían estar encontrando un piso en un contexto de cierta desaceleración del dinamismo crediticio. Mientras el desempeño de las financiaciones a las empresas mejora, la calidad del crédito a familias registra un deterioro impulsado por las líneas de consumo, conformando uno de los factores a monitorear. La banca mejora su perfil frente al riesgo de crédito del sector público, tanto a partir de la decreciente exposición a este sector como por el contexto de cuentas fiscales superavitarias y decrecientes niveles de endeudamiento del Gobierno Nacional en los últimos años.

A raíz del menor descalce patrimonial en moneda extranjera, el sistema financiero evidencia una mejora en su posición frente al riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio peso-dólar. Si bien se observa cierta volatilidad en el tipo de cambio peso-dólar, sobre mediados de año esta situación fue atemperada por la intervención del BCRA que revirtió las expectativas, evitando efectos negativos sobre el nivel de actividad económica. Esto tuvo su consecuencia también en una disminución de la volatilidad del patrimonio neto de la banca.

El riesgo de tasa de interés asumido por el sistema financiero continúa en niveles moderados, en vistas de los descalses de plazos y de partidas ajustables por CER que no evidencian cambios de magnitud. Desde el BCRA se impulsan soluciones de mercado para incentivar una mejora en los instrumentos de cobertura de este riesgo, como la implementación del mecanismo de *swap* de tasas de interés. Por su parte, las normas de valuación de títulos valores introducidas por el BCRA lograron evitar que la volatilidad en los rendimientos de los activos financieros genere un excesivo impacto sobre el patrimonio de los bancos, en vistas del riesgo de mercado asumido.

En este escenario, el contexto internacional más volátil continúa representando el principal factor que podría desencadenar cierta materialización de los riesgos que enfrenta el sistema financiero. Frente a esta situación, actualmente la banca presenta una buena situación patrimonial, reflejo de los sólidos niveles de solvencia a partir de la obtención de beneficios contables y de los aportes de capital, configurando una posición más resistente ante episodios de *shocks*.

Para lo que resta del año se prevé que la estrategia llevada a cabo por el BCRA consolide el grado de resistencia del sistema financiero, protegiendo a la economía local en un contexto de turbulencia. La capacidad y determinación demostrados desde BCRA para desenvolverse en los dos episodios de alta volatilidad financiera (julio-agosto 2007 y mayo 2008) son factores que deberían atemperar los niveles de incertidumbre, minimizando la posibilidad de nuevos episodios de excesiva cautela de los agentes económicos que, eventualmente, puedan llegar a representar desafíos para el mantenimiento de la estabilidad monetaria y financiera.



# Anexo Estadístico – Sistema Financiero

## Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Jun 07	2007	Jun 08
1.- Liquidez	22,3	26,1	23,1	25,0	23,4	19,6	22,8	29,1	29,6	20,1	22,5	22,1	23,0	24,7
2.- Crédito al sector público	16,9	16,2	16,2	18,0	17,3	23,0	48,5	46,5	40,6	31,3	22,3	17,3	16,1	14,0
3.- Crédito al sector privado	50,8	47,7	48,4	44,9	39,9	42,7	20,8	18,1	19,6	25,8	31,0	32,1	38,2	38,7
4.- Irregularidad de cartera privada	16,2	13,8	12,2	14,0	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,9	3,2	3,1
5.- Exposición patrimonial al sector privado	24,9	22,5	20,6	24,7	26,2	21,9	17,3	12,4	-1,0	-4,1	-3,3	-3,1	-3,0	-2,5
6.- ROA	0,6	1,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,7	1,5	1,6
7.- ROE	4,1	6,3	3,9	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	12,8	11,0	13,6
8.- Eficiencia	142	136	138	142	147	143	189	69	125	151	167	168	160	165
9.- Integración de capital	23,8	20,8	20,3	21,0	20,1	21,4	-	14,5	14,0	15,3	16,8	16,8	16,8	16,5
10.- Posición de capital	64	73	49	54	58	54	-	116	185	173	134	92	92	82

Fuente: BCRA

## Cuadro 2 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Jun 07	Dic 07	Jun 08	Variaciones (en %)			
											Semestral	Anual		
<b>Activo</b>	<b>163.550</b>	<b>123.743</b>	<b>187.532</b>	<b>186.873</b>	<b>212.562</b>	<b>221.962</b>	<b>258.384</b>	<b>289.316</b>	<b>297.963</b>	<b>328.125</b>	<b>10,1</b>	<b>13,4</b>		
Activos líquidos <sup>1</sup>	20.278	13.005	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	37.595	46.320	51.492	11,2	37,0		
Títulos públicos	10.474	3.694	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	77.284	62.678	65.980	5,3	-14,6		
Lebac/Nobac	0	0	-	-	17.755	28.340	29.289	44.913	36.022	40.712	13,0	-9,4		
Por tenencia	0	0	-	-	11.803	21.067	25.725	35.598	31.598	33.499	6,0	-5,9		
Por operaciones de pase	0	0	-	-	5.953	7.273	3.563	9.315	4.424	7.213	63,0	-22,6		
Títulos privados	633	543	332	198	387	389	813	795	382	753	97,0	-5,3		
Préstamos	83.277	77.351	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	112.083	132.157	146.282	10,7	30,5		
Sector público	15.164	22.694	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.734	16.772	17.387	3,7	3,9		
Sector privado	64.464	52.039	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	89.922	110.355	123.095	11,5	36,9		
Sector financiero	3.649	2.617	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.427	5.030	5.800	15,3	6,9		
Previsiones por préstamos	-6.907	-6.987	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-3.748	-4.089	-4.261	4,2	13,7		
Otros créditos por intermediación financiera	42.361	21.485	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	35.711	29.712	37.003	24,5	3,6		
ON y OS	794	751	1.708	1.569	1.018	873	773	724	606	688	13,6	-5,0		
Fideicomisos sin cotización	2.053	2.065	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	4.754	5.023	5.654	12,6	18,9		
Compensación a recibir	0	0	17.111	14.937	15.467	5.841	763	367	377	314	-16,8	-14,4		
Otros	39.514	18.669	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	29.866	23.706	30.347	28,0	1,6		
Bienes en locación financiera	786	771	567	397	611	1.384	2.262	2.945	3.469	3.936	13,5	33,7		
Participación en otras sociedades	2.645	2.688	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.842	6.430	6.735	4,7	-1,6		
Bienes de uso y diversos	4.939	4.804	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.606	7.643	7.699	0,7	1,2		
Filiales en el exterior	1.115	1.057	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.880	2.912	2.869	-1,5	-0,4		
Otros activos	3.950	5.334	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	9.322	10.347	9.637	-6,9	3,4		
<b>Pasivo</b>	<b>146.267</b>	<b>107.261</b>	<b>161.446</b>	<b>164.923</b>	<b>188.683</b>	<b>195.044</b>	<b>225.369</b>	<b>253.811</b>	<b>261.143</b>	<b>289.412</b>	<b>10,8</b>	<b>14,0</b>		
Depósitos	86.506	66.458	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	190.281	205.550	225.505	9,7	18,5		
Sector público <sup>2</sup>	7.204	950	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	47.805	48.340	59.911	23,9	25,3		
Sector privado <sup>2</sup>	78.397	43.270	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	139.935	155.048	163.036	5,2	16,5		
Cuenta corriente	6.438	7.158	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	32.054	35.245	36.702	4,1	14,5		
Caja de ahorros	13.008	14.757	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	40.654	47.109	48.699	3,4	19,8		
Plazo fijo	53.915	18.012	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	60.515	65.952	70.409	6,2	15,8		
CEDRO	0	0	12.328	3.217	1.046	17	13	13	0	0	-	-		
Otras obligaciones por intermediación financiera	55.297	36.019	75.737	61.690	64.928	52.072	46.037	54.992	46.225	54.050	16,9	-1,7		
Obligaciones interfinancieras	3.545	2.550	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.864	4.310	5.071	17,7	4,3		
Obligaciones con el BCRA	102	4.470	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	3.585	2.362	2.223	-5,9	-38,0		
Obligaciones negociables	4.954	3.777	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	8.003	6.938	6.376	-8,1	-20,3		
Líneas de préstamos del exterior	8.813	7.927	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.255	3.864	4.681	21,2	43,8		
Otros	37.883	17.295	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	35.285	28.752	35.699	24,2	1,2		
Obligaciones subordinadas	2.255	2.260	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.657	1.672	1.589	-5,0	-4,1		
Otros pasivos	2.210	2.524	6.997	6.569	5.685	5.099	6.792	6.880	7.695	8.267	7,4	20,2		
<b>Patrimonio neto</b>	<b>17.283</b>	<b>16.483</b>	<b>26.086</b>	<b>21.950</b>	<b>23.879</b>	<b>26.918</b>	<b>33.014</b>	<b>35.506</b>	<b>36.819</b>	<b>38.713</b>	<b>5,1</b>	<b>9,0</b>		
<b>Memo</b>														
Activo neteado	129.815	110.275	185.356	184.371	202.447	208.275	244.791	265.130	280.336	304.797	8,7	15,0		
Activo neteado consolidado	125.093	106.576	181.253	181.077	198.462	203.286	235.845	255.334	271.652	295.211	8,7	15,6		

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

Fuente: BCRA

## Nota metodológica (cuadro 1)

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

# Anexo Estadístico – Sistema Financiero (cont.)

## Cuadro 3 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 <sup>1</sup>	2003	2004	2005	2006	2007	I-07	II-07	I-08	I-08 / II-07	II-08 / I-07	
Margen financiero	6.967	7.291	6.943	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	7.510	7.624	9.668	27	29	
Resultado por intereses	5.396	5.106	4.625	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	2.545	3.199	4.287	34	68	
Ajustes CER y CVS	0	0	0	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	1.449	1.175	1.814	54	25	
Diferencias de cotización	227	185	268	5.977	-890	866	751	944	1.357	499	858	622	-28	25	
Resultado por títulos valores	1.112	1.481	1.490	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	2.872	2.272	2.877	27	0	
Otros resultados financieros	232	519	559	-299	-480	-375	233	235	264	144	120	68	-43	-53	
Resultado por servicios	3.623	3.582	3.604	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	3.752	4.496	5.033	12	34	
Cargos por incobrabilidad	-2.565	-3.056	-3.096	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-732	-1.161	-1.244	7	70	
Gastos de administración	-7.432	-7.375	-7.362	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-6.721	-7.912	-8.884	12	32	
Cargas impositivas	-497	-528	-571	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-681	-856	-1.011	18	49	
Impuesto a las ganancias	-421	-446	-262	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-619	-413	-669	62	8	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0	0	0	0	-701	-320	-410	-752	-837	-49	-788	-791	0	1.500	
Amortización de amparos	0	0	0	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-975	-947	-541	-43	-44	
Diversos	617	535	702	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	736	1.644	802	-51	9	
Resultado monetario	0	0	0	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado total	<b>291</b>	<b>3</b>	<b>-42</b>	<b>-19.162</b>	<b>-5.265</b>	<b>-898</b>	<b>1.780</b>	<b>4.306</b>	<b>3.905</b>	<b>2.220</b>	<b>1.685</b>	<b>2.362</b>	<b>40</b>	<b>6</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-	-	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	3.244	3.421	3.695	8	14	
<b>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</b>													<b>cambio en p.p</b>		
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	5,9	5,6	6,6	1,0	0,7	
Resultado por intereses	4,3	4,0	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	2,0	2,3	2,9	0,6	0,9	
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	1,2	0,4	0,1	
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	-0,2	0,0	
Resultado por títulos valores	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	2,2	1,7	2,0	0,3	-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	0,1	0,0	0,0	-0,1	
Resultado por servicios	2,9	2,8	3,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	2,9	3,3	3,4	0,1	0,5	
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8	0,0	-0,3	
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-5,2	-5,8	-6,0	-0,2	-0,8	
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7	-0,1	-0,2	
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,5	0,0	-0,5	
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,8	-0,7	-0,4	0,3	0,4	
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,9	0,6	1,2	0,5	-0,7	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	0,0	0,0	
Resultado total	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-8,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-	-	-	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,5	2,5	0,0	0,0	
ROE	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	12,8	9,3	13,6	4,3	0,9	

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

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

Fuente: BCRA

## Cuadro 4 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Jun 07	Dic 07	Jun 08
Cartera irregular total	12,9	13,1	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	3,1	2,7	2,7
<b>Al sector privado no financiero</b>	<b>16,0</b>	<b>19,1</b>	<b>38,6</b>	<b>33,5</b>	<b>18,6</b>	<b>7,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>
Previsiones / Cartera irregular total	61,1	66,4	73,8	79,2	102,9	124,5	129,9	129,9	129,6	123,5
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,3	-1,3	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	26,2	21,6	17,2	11,9	-1,0	-4,1	-3,3	-3,1	-3,0	-2,5

(\*) 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
2007/2008: Último dato disponible	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Argentina	343	24,7	38	3,1	124	1,6	13,6	4,0	16,5
Australia	966	0,8	84	0,2	189	1,6	28,1	25,5	10,3
Brasil	1.445	9,2	42	3,2	182	2,7	27,8	22,9	18,4
Chile	173	3,7	85	0,8	211	1,1	16,2	8,4	12,0
España	1.544	1,4	80	0,9	273	1,0	19,9	16,9	11,9
EEUU	13.841	0,6	55	1,1	105	1,1	10,5	8,0	12,8
Japón	4.524	1,6	53	1,5	29	0,2	3,2	3,3	12,9
México	1.025	13,0	26	2,5	195	2,8	20,2	15,6	15,9
Reino Unido	2.770	1,5	43	0,9	55	0,5	8,9	4,7	12,9

Fuente: BCRA; International Financial Statistics (Agosto 2008) y Global Financial Stability Report (Abril 2008) - Fondo Monetario Internacional; Bancos centrales de los respectivos países

## Nota metodológica (cuadro 5)

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

# Anexo Estadístico – Bancos Privados

## Cuadro 6 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Jun 07	2007	Jun 08
1.- Liqueidez	23,6	26,9	22,8	24,3	24,1	23,6	24,8	27,6	29,2	21,5	23,7	23,8	25,7	26,6
2.- Crédito al sector público	13,5	13,7	13,6	16,1	14,7	20,8	49,4	47,1	41,2	28,0	15,9	11,0	9,1	7,5
3.- Crédito al sector privado	51,0	46,7	47,6	44,6	38,4	45,4	22,4	19,9	22,5	31,1	37,9	40,3	46,6	47,4
4.- Irregularidad de cartera privada	11,1	8,5	7,7	8,9	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	3,2	2,5	2,6
5.- Exposición patrimonial al sector privado	21,6	14,3	13,2	11,5	13,4	11,4	18,6	11,2	1,9	-2,2	-3,0	-2,9	-3,6	-3,1
6.- ROA	0,6	0,7	0,5	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,8	1,6	1,8
7.- ROE	4,1	6,3	4,3	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	12,3	10,9	14,2
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	136	158	159	152	163
9.- Integración de capital	15,9	15,4	14,6	18,9	18,0	17,6	-	14,0	15,1	17,8	18,6	20,0	19,2	18,1
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	155	116	93	87	77

Fuente: BCRA

## Cuadro 7 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Jun 07	Dic 07	Jun 08	Variaciones (en %)			
											Semestral	Anual		
<b>Activo</b>	<b>119.371</b>	<b>82.344</b>	<b>118.906</b>	<b>116.633</b>	<b>128.065</b>	<b>129.680</b>	<b>152.414</b>	<b>166.408</b>	<b>175.509</b>	<b>188.766</b>	<b>7,6</b>	<b>13,4</b>		
Activos líquidos <sup>1</sup>	13.920	10.576	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	23.293	29.418	30.542	3,8	31,1		
Títulos públicos	7.583	1.627	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	32.298	24.444	21.974	-10,1	-32,0		
Lebac/Nobac	0	0	-	-	8.359	15.227	15.952	22.229	17.684	15.626	-11,6	-29,7		
Por tenencia	0	0	-	-	5.611	12.899	14.220	18.668	15.639	12.596	-19,5	-32,5		
Por operaciones de pases	0	0	-	-	2.749	2.328	1.732	3.561	2.045	3.030	48,2	-14,9		
Títulos privados	563	451	273	172	333	307	683	639	310	578	86,2	-9,6		
Préstamos	56.035	52.319	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	74.876	88.898	96.583	8,6	29,0		
Sector público	8.172	13.803	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.461	6.413	6.186	-3,5	-4,3		
Sector privado	45.103	36.636	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	64.311	78.587	85.943	9,4	33,6		
Sector financiero	2.760	1.880	644	630	1.107	1.580	3.626	4.104	3.898	4.454	14,3	8,5		
Previsiones por préstamos	-3.248	-3.957	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.293	-2.365	-2.626	11,1	14,5		
Otros créditos por intermediación financiera	36.600	13.037	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	20.136	17.084	22.963	34,4	14,0		
ON y OS	724	665	1.514	1.394	829	675	618	583	430	506	17,7	-13,2		
Fideicomisos sin cotización	1.609	1.637	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.403	3.456	4.105	18,8	20,6		
Compensación a recibir	0	0	15.971	13.812	14.657	5.575	760	366	377	314	-16,8	-14,4		
Otros	34.267	10.735	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	15.783	12.822	18.038	40,7	14,3		
Bienes en locación financiera	776	752	553	387	592	1.356	2.126	2.743	3.149	3.519	11,8	28,3		
Participación en otras sociedades	1.651	1.703	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	4.433	3.762	4.129	9,8	-6,8		
Bienes de uso y diversos	3.225	3.150	5.198	4.902	4.678	4.575	4.677	4.676	4.685	4.750	1,4	1,6		
Filiales en el exterior	75	112	-109	-136	-53	-148	-139	-145	-154	-152	-1,2	4,6		
Otros activos	2.190	2.574	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	5.753	6.277	6.506	3,6	13,1		
<b>Pasivo</b>	<b>107.193</b>	<b>70.829</b>	<b>103.079</b>	<b>101.732</b>	<b>113.285</b>	<b>112.600</b>	<b>131.476</b>	<b>143.830</b>	<b>152.153</b>	<b>164.082</b>	<b>7,8</b>	<b>14,1</b>		
Depósitos	57.833	44.863	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	105.833	116.719	122.751	5,2	16,0		
Sector público <sup>2</sup>	1.276	950	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.730	7.564	9.450	24,9	22,3		
Sector privado <sup>2</sup>	55.917	43.270	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	96.668	107.671	111.642	3,7	15,5		
Cuenta corriente	4.960	7.158	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	24.317	27.132	27.875	2,7	14,6		
Caja de ahorros	9.409	14.757	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	25.485	30.169	29.850	-1,1	17,1		
Plazo fijo	39.030	18.012	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	42.582	45.770	48.802	6,6	14,6		
CEDRO	0	0	9.016	2.409	798	3	1	1	0	0	-	-		
Otras obligaciones por intermediación financiera	46.271	22.629	49.341	42.367	45.083	32.349	31.750	32.598	29.323	35.123	19,8	7,7		
Obligaciones interfinancieras	2.293	1.514	836	726	1.070	1.488	3.383	3.204	1.979	2.135	7,9	-33,4		
Obligaciones con el BCRA	83	1.758	16.624	17.030	17.768	10.088	3.689	730	675	711	5,4	-2,6		
Obligaciones negociables	4.939	3.703	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	7.813	6.686	6.129	-8,3	-21,6		
Líneas de préstamos del exterior	5.491	4.644	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.286	1.833	2.706	47,6	110,4		
Otros	33.466	11.010	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	19.564	18.150	23.441	29,2	19,8		
Obligaciones subordinadas	1.668	1.700	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.653	1.668	1.585	-5,0	-4,1		
Otros pasivos	1.420	1.637	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	3.745	4.443	4.624	4,1	23,5		
<b>Patrimonio neto</b>	<b>12.178</b>	<b>11.515</b>	<b>15.827</b>	<b>14.900</b>	<b>14.780</b>	<b>17.080</b>	<b>20.938</b>	<b>22.578</b>	<b>23.356</b>	<b>24.683</b>	<b>5,7</b>	<b>9,3</b>		
<b>Memo</b>														
<b>Activo neteado</b>	<b>88.501</b>	<b>73.796</b>	<b>117.928</b>	<b>115.091</b>	<b>121.889</b>	<b>123.271</b>	<b>143.807</b>	<b>154.184</b>	<b>166.231</b>	<b>174.957</b>	<b>5,2</b>	<b>13,5</b>		

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

Fuente: BCRA

## Nota metodológica (cuadro 6)

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



## Anexo Estadístico – Bancos Privados (cont.)

### Cuadro 8 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 <sup>1</sup>	2003	2004	2005	2006	2007	I-07	II-07	I-08	I-08 / II-07	II-08 / I-07	
Margen financiero	5.176	5.441	5.282	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	4.407	4.553	6.006	32	36	
Resultado por intereses	3.819	3.598	3.519	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	1.742	2.449	3.463	41	99	
Ajustes CER y CVS	0	0	0	1.476	1.082	900	1.215	858	662	401	261	429	64	7	
Diferencias de cotización	213	160	256	6.189	-312	666	576	740	990	387	602	694	15	79	
Resultado por títulos valores	908	1.232	962	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.747	1.141	1.374	20	-21	
Otros resultados financieros	236	450	546	-197	-195	-322	134	199	229	131	98	47	-52	-64	
Resultado por servicios	2.598	2.554	2.598	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	2.713	3.168	3.549	12	31	
Cargos por incobrabilidad	-1.872	-2.173	-2.464	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-518	-656	-820	25	58	
Gastos de administración	-5.326	-5.263	-5.224	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.735	-4.475	-5.260	-5.877	12	31	
Cargas impositivas	-368	-379	-418	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-486	-619	-754	22	55	
Impuesto a las ganancias	-386	-393	-216	-337	-295	-202	-217	-365	-380	-192	-188	-460	145	140	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0	0	0	0	-665	-51	-201	-170	-100	20	-120	-132	10	-768	
Amortización de amparos	0	0	0	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-781	-684	-356	-48	-54	
Diversos	447	307	615	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	666	910	404	-56	-39	
Resultado monetario	0	0	0	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado total	<b>269</b>	<b>93</b>	<b>174</b>	<b>-15.784</b>	<b>-2.813</b>	<b>-1.176</b>	<b>648</b>	<b>2.915</b>	<b>2.457</b>	<b>1.353</b>	<b>1.104</b>	<b>1.560</b>	<b>41</b>	<b>15</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-	-	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	2.115	1.908	2.048	7	-3	
<b>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</b>													<i>cambio en p.p.</i>		
Margen financiero	6,1	6,2	6,4	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	5,9	5,7	7,0	1,3	1,1	
Resultado por intereses	4,5	4,1	4,3	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,7	2,3	3,1	4,0	1,0	1,7	
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,5	0,3	0,5	0,2	0,0	
Diferencias de cotización	0,3	0,2	0,3	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,8	0,8	0,1	0,3	
Resultado por títulos valores	1,1	1,4	1,2	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	2,3	1,4	1,6	0,2	-0,8	
Otros resultados financieros	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	
Resultado por servicios	3,1	2,9	3,2	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	3,6	3,9	4,1	0,2	0,5	
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-2,5	-3,0	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8	-1,0	-0,1	-0,3	
Gastos de administración	-6,3	-6,0	-6,4	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-6,0	-6,6	-6,8	-0,3	-0,8	
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,1	-0,2	
Impuesto a las ganancias	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-0,9	-0,4	0,4	0,6	
Diversos	0,5	0,4	0,7	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	0,9	1,1	0,5	-0,7	-0,4	
Monetarios	0,0	0,0	0,0	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resultado total	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-11,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	2,8	2,4	2,4	0,0	-0,5	
ROE	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	15,3	10,9	12,3	9,6	14,2	4,6	4,6	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 "resultados por activos"

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

Fuente: BCRA

### Cuadro 9 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Jun 07	Dic 07	Jun 08
Cartera irregular total	8,3	9,9	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,8	2,2	2,3
<b>Al sector privado no financiero</b>	<b>9,8</b>	<b>14,0</b>	<b>37,4</b>	<b>30,4</b>	<b>15,3</b>	<b>6,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
Previsiones / Cartera irregular total	67,7	75,7	73,4	79,0	97,0	114,3	129,3	130,1	141,3	132,4
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	2,7	2,4	5,3	3,3	0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-0,9	-0,7
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	13,4	11,4	18,6	11,2	1,3	-2,2	-3,0	-2,9	-3,6	-3,1

(\*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

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

**IPCA:** Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

**IPI:** Índice de Precios Implícitos

**IPIB:** Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor

**IPIM:** Índice de Precios Internos al Por Mayor

**IPMP:** Índice de Precios de las Materias Primas

**IRD:** Inversión Real Directa

**ISAC:** Índice Sintético de Actividad de la Construcción

**ISM:** *Institute for Supply Management*

**ISSP:** Indicador Sintético de Servicios Públicos

**ITCRM:** Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**LATAM:** Latinoamérica

**LEBAC:** Letras del Banco Central (Argentina)

**LME:** *London Metal Exchange*

**LTV:** Loan to value

**M2:** Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

**M2 privado:** Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado

**M3:** Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$

**M3\*:** Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$

**MBS:** *Mortgage Backed Securities*

**MEM:** Mercado Eléctrico Mayorista

**MERCOSUR:** Mercado Común del Sur

**Merval:** Mercado de Valores de Buenos Aires

**MEyP:** Ministerio de Economía y Producción

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

**MOPRE:** Módulos Previsionales

**MRO:** *Main Refinancing Operations* (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)

**MSCI:** *Morgan Stanley Capital International*

**MTEySS:** Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

**MULC:** Mercado Único y Libre de Cambios

**MW:** MegaWatts

**NAFTA:** Tratado de Libre Comercio de América del Norte

**NEA:** Noreste Argentino. Incluye las provincias de Corrientes, Formosa, Chaco y Misiones

**NOA:** Noroeste Argentino. Incluye las provincias de Catamarca, Tucumán, Jujuy, Salta y Santiago del Estero

**NOBAC:** Notas del Banco Central (Argentina)

**OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo

**O/N:** *Overnight*

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**PAD:** Prestación Anticipada por Desempleo

**PAM:** Política Automotriz del Mercosur

**Pampeana:** Región Pampeana. Incluye las provincias de Buenos Aires y La Pampa

**Patagónica:** Región Patagónica. Incluye las provincias de Santa Cruz, Chubut, Río Negro, Neuquén y Tierra del Fuego

**PCE:** *Personal Consumption Expenditure* (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PJyJH:** Plan Jefas y Jefes de Hogar

**PM 2008:** Programa Monetario 2008

**PN 2008:** Presupuesto Nacional 2008

**PP:** Productos primarios

**Prom.:** Promedio

**Prom. móv.:** Promedio móvil

**PRONUREE:** Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**Repo:** Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia

**ROFEX:** *Rosario Futures Exchange* (Mercado a término de Rosario)

**RTA:** Remuneración al Trabajo Asalariado

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**s.o.:** Serie original

**S&P:** *Standard and Poors* (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)

**SAFJP:** Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones

**SAGPyA:** Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

**Selic:** *Sistema Especial de Liquidação e de Custodia* (tasa de interés de referencia del BCB)

**SIJyP:** Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

**SISCEN:** Sistema Centralizado de requerimientos informativos

**SMVM:** Salario Mínimo Vital y Móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TAF:** *Term Auction Facility*

**TCR:** Tipo de cambio real

**TI:** Términos de Intercambio

**Tn:** Tonelada

**TN:** Tesoro Nacional

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

**US\$:** Dólares Americanos

**USDA:** *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de los EEUU)

**UVP:** Unidades Vinculadas al PIB

**Var.:** variación

**VE:** Valor efectivo

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

**XN:** Exportaciones Netas

# Índice de Gráficos y Tablas

## Índice de Gráficos

1.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	7
2.	Cobertura Frente al Riesgo de Liquidez.....	8
3.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	9
4.	Solvencia.....	10
I.1.	PIB Real.....	11
I.2.	Rentabilidad y Solvencia.....	11
I.3.	Índices Bursátiles y Percepción de Riesgo.....	12
I.4.	<i>Spread</i> Bancos. Pérdidas Crediticias.....	12
I.5.	Evolución de <i>Spreads</i> de Riesgo Soberano. Índices <i>CDS</i> Emergentes.....	13
I.6.	Volúmenes Operados de Títulos Públicos de Economías Emergentes.....	13
I.7.	Índice de Precios de las Materias Primas. Promedio móvil 3 meses.....	14
I.8.	Índice de Precios de las Materias Primas.....	14
I.9.	Índice de Precios al Consumidor.....	15
I.10.	Índices de Precios al Consumidor sin Alimentos y Energía.....	15
I.11.	Economías Emergentes. Precios Minoristas.....	15
I.12.	Economías Emergentes. Precios Minoristas Subyacentes.....	16
I.13.	Monedas Países Emergentes.....	16
I.14.	Principales Tasas de Interés de Referencia.....	16
I.15.	Monedas Internacionales – Mercado Forex.....	17
I.16.	Crédito al Sector Privado.....	17
I.17.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	18
II.1.	PIB.....	19
II.2.	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	19
II.3.	Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto.....	20
II.4.	Resultado Fiscal y Cuenta Corriente.....	20
II.5.	Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial.....	20
II.6.	Mecanismos de Provisión de Liquidez y Ventas de Divisas.....	21
II.7.	Reservas Internacionales.....	21
II.8.	Crecimiento de los Medios de Pago y del PIB.....	21
II.9.	Índices de Precios.....	22
II.10.	PIB. Bienes y Servicios.....	22
II.11.	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	22
II.12.	Deuda de Empresas.....	23
II.13.	Carga de la Deuda del Sector Empresas.....	23
II.14.	Evolución de la Industria.....	23
II.15.	EMI. Evolución Sectorial.....	24
II.16.	Industria. Utilización de la Capacidad Instalada.....	24
II.17.	Deuda de la Industria.....	24
II.18.	Producción de Lácteos.....	25
II.19.	Deuda del Sector Primario.....	25
II.20.	PIB. Servicios.....	26
II.21.	Deuda del Sector Servicios.....	26
II.22.	Deuda del Sector Comercio.....	26
II.23.	Evolución de la Construcción.....	27
II.24.	Construcción. Evolución por Bloque.....	27
II.25.	Consumo Privado y Participación de los Asalariados en el Producto.....	27
II.26.	Tasa de Empleo y Desocupación.....	28
II.27.	Carga de la Deuda de las Familias.....	28
II.28.	Cuentas Fiscales del SPNF.....	28
II.29.	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	29
II.30.	Recaudación Tributaria Nacional.....	29
II.31.	Composición del Gasto Primario del SPNF.....	29
III.1.	Rendimientos de Títulos Argentinos de Mayor Liquidez.....	31
III.2.	Futuros de Dólar.....	31

III.3.	Curvas de Rendimientos: Bonos Argentinos.....	32
III.4.	Valor Relativo de los Bonos Argentinos.....	32
III.5.	<i>Credit Default Swaps</i> : Argentina.....	32
III.6.	Colocaciones del Gobierno Nacional.....	33
III.7.	Composición del <i>Stock</i> de Lebac y Nobac en Circulación.....	33
III.8.	Curva de Tasas de Licitaciones de Lebac.....	33
A.1.1.	Evolución del Saldo de Líneas de Liquidez: EEUU.....	34
A.1.2.	Evolución del Saldo de Financiamiento a Instituciones Financieras – Banco Central Europeo.....	34
A.1.3.	Objetivos de Tasas de Interés y Tasa Efectiva.....	35
A.1.4.	<i>Spreads</i> de Libor y Euribor sobre Tasas con Bajo Riesgo de Contraparte.....	35
III.9.	Mercado Secundario de Instrumentos del BCRA.....	36
III.10.	Mercado Secundario de Nobac.....	36
III.11.	Montos Negociados de Títulos Públicos.....	36
III.12.	Emisión de ON, Valores de Corto Plazo y ON Pymes.....	37
III.13.	Curvas de Rendimientos.....	37
III.14.	Negociación de Obligaciones Negociables.....	37
III.15.	Negociación de Obligaciones Negociables en el MAE por Sectores.....	38
III.16.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	38
III.17.	Clasificación de Fideicomisos Financieros por Activo Subyacente.....	39
III.18.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	39
III.19.	Evolución del Mercado Local de Acciones.....	40
III.20.	Acciones de Bancos e Índice Bursátil Merval.....	40
III.21.	Emisión de Acciones por Suscripción. Valor del Capital de las Empresas Locales Listadas.....	41
IV.1.	Desarrollo de los Intermediarios Financieros Locales.....	43
IV.2.	Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....	43
IV.3.	Evolución del Régimen de Capitalización Individual.....	44
IV.4.	Exposición de Cartera de los Inversores Institucionales.....	44
IV.5.	Evolución de los Plazo Fijo de los FJP.....	45
IV.6.	Composición del Mercado Asegurador.....	45
IV.7.	Evolución del Patrimonio de los FCI.....	46
IV.8.	Crédito al Sector Privado / PIB.....	46
A.2.1.	Dimensión de los Sistemas de Capitalización Individual.....	47
A.2.2.	Composición de los FJP. Argentina.....	48
A.2.3.	Composición de la Cartera de Inversiones - Comparación Regional.....	48
A.2.4.	Cartera Actual y Límites por Rubro. Argentina.....	48
IV.9.	Tasas de Interés Activas.....	49
IV.10.	Depósitos Privados a Plazo Fijo en Pesos.....	49
IV.11.	Madurez de los Préstamos Otorgados al Sector Privado.....	50
IV.12.	Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....	50
IV.13.	Crédito a las Empresas por Tramo.....	50
IV.14.	Participación Regional en el Crecimiento del Crédito al Sector Privado.....	51
IV.15.	Depósitos Totales.....	51
IV.16.	Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos.....	51
IV.17.	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	52
IV.18.	Cantidad de Cuentas en Términos de Empleados y de Sucursales.....	52
IV.19.	Concentración del Sistema Financiero.....	52
A.3.1.	Estadísticas de Entidades Latinoamericanas Listadas en MIX MARKET*.....	53
V.1.	Reservas de Liquidez Comparada.....	55
V.2.	Irregularidad del Sector Privado.....	55
V.3.	Cobertura Frente al Riesgo de Liquidez.....	56
V.4.	Liquidez en Pesos.....	56
V.5.	Líquides en Dólares.....	57
V.6.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	57
V.7.	Tasas de Interés.....	58
V.8.	Financiaciones al Sector Privado No Financiero.....	58
V.9.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado - Comparación Internacional.....	58
V.10.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	59
V.11.	Financiaciones al Sector Privado por Período de Origen Estimado.....	59
V.12.	Exposición Patrimonial al Riesgo de Crédito del Sector Privado.....	60

V.13.	Irregularidad del Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....	60
V.14.	Irregularidad de las Financiaciones a Empresas por Tramo de Saldo Residual.....	61
V.15.	Irregularidad de Líneas Crediticias a Empresas.....	61
V.16.	Financiaciones al Sector Corporativo por Período de Originación Estimado.....	61
V.17.	Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de la Industria.....	62
V.18.	Irregularidad de Líneas Crediticias a Familias.....	62
V.19.	Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias.....	63
V.20.	Cambio en la Irregularidad de la Cartera de Consumo de las Familias por Bancos.....	63
V.21.	Exposición al Sector Público.....	63
V.22.	Exposición al Sector Público - Comparación Internacional.....	64
V.23.	Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera.....	64
V.24.	Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera por Grupo de Bancos.....	65
V.25.	Resultados por Grupos de Bancos - 2008.....	65
V.26.	Evolución de la Integración de Capital.....	66
V.27.	Financiaciones al Sector Privado por Plazo Residual.....	66
V.28.	Depósitos Totales por Plazo Residual.....	67
V.29.	Descalce Patrimonial de CER.....	67
V.30.	Volatilidad en los Mercados de Renta Fija y Variable.....	67
V.31.	Valor a Riesgo y Cobertura.....	68
VI.1.	ROA Semestral.....	69
VI.2.	Composición del Margen Financiero.....	69
VI.3.	Rentabilidad.....	70
VI.4.	Resultados por Intereses.....	70
VI.5.	Resultados por Títulos Valores.....	71
VI.6.	Resultados por Servicios.....	71
VI.7.	Amortización de Amparos.....	73
VI.8.	Capitalización de Entidades Financieras.....	73
VI.9.	Apalancamiento del Sistema Financiero.....	74
VI.10.	Composición del Ratio de Integración de Capital.....	74
VII.1.	Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito.....	75
VII.2.	Débitos Directos.....	75
VII.3.	Circulante en los Agregados Monetarios.....	76
VII.4.	Circulante.....	76
VII.5.	Débitos en Cuenta Corriente.....	77
VII.6.	Documentos Compensados.....	77
VII.7.	Documentos Rechazados.....	78
VII.8.	Transferencias Minoristas.....	78
VII.9.	MEP - Transacciones Cursadas en Pesos.....	79

## Índice de Tablas

II.1.	Producción de Cereales y Oleaginosas.....	25
IV.1.	Situación Patrimonial.....	49
A.3.1	Dimensión de las Microfinanzas en Argentina.....	54
V.1.	Matriz de Transición Diciembre 2007 / Junio 2008.....	59
VI.1.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	70
VI.2.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados.....	71
VI.3.	Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco.....	72
VI.4.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos.....	72