



# Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre de 2009



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



# Boletín de Estabilidad Financiera

## Segundo Semestre de 2009



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Boletín de Estabilidad Financiera**  
**Segundo Semestre de 2009**

ISSN 1668-3978  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Septiembre 2009

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

**Banco Central de la República Argentina**

Reconquista 266  
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel. | (54 11) 4348-3500  
Fax | (54 11) 4000-1256  
Sitio Web | [www.bcra.gov.ar](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 el **Boletín de Estabilidad Financiera (BEF)** presenta una evaluación general respecto de la evolución de las condiciones de estabilidad financiera. En el **BEF** se fusionan los diversos canales de información del BCRA sobre la materia, en una única publicación. Asimismo, entre cada edición semestral del **BEF**, el BCRA divulga mensualmente el **Informe sobre Bancos** para mantener actualizado al público respecto de los últimos desarrollos del sistema financiero. Estas dos publicaciones son los principales medios que usa el BCRA para difundir su perspectiva sobre el sector financiero.

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

La fecha de la próxima publicación del **BEF** será el 31 de marzo de 2010 a través de Internet.

Buenos Aires, 30 de septiembre de 2009



# Contenido

|                |  |  |
|----------------|--|--|
| <b>Pág. 7</b>  |  | <b>Visión Institucional</b>  |
| <b>Pág. 11</b> |  | <b>I. Entorno Internacional</b>  |
| <i>Pág. 16</i> |  | <i>Apartado 1 / Emisiones de Deuda de Gobiernos y Empresas de Economías Emergentes en los Mercados Internacionales</i> |
| <i>Pág. 19</i> |  | <i>Apartado 2 / Sustentabilidad de la Mejora en las Bolsas de Economías Emergentes</i>                                 |
| <b>Pág. 23</b> |  | <b>II. Entorno Local</b>   |
| <b>Pág. 31</b> |  | <b>III. Situación de Deudores</b>  |
| <b>Pág. 39</b> |  | <b>IV. Sector Financiero</b>   |
| <i>Pág. 44</i> |  | <i>Apartado 3 / Comportamiento del Spread Bancario en Argentina</i>  |
| <i>Pág. 50</i> |  | <i>Apartado 4 / Las Compañías de Seguro y su Rol como Inversores Institucionales en el Mercado Local</i>               |
| <b>Pág. 53</b> |  | <b>V. Riesgos del Sistema Financiero</b>   |
| <i>Pág. 56</i> |  | <i>Apartado 5 / Estrategias de los Bancos Centrales frente a la Volatilidad en el Precio de los Activos</i>            |
| <i>Pág. 62</i> |  | <i>Apartado 6 / Camino a la Reformulación del Marco de Regulación Financiera Internacional</i>                         |
| <i>Pág. 68</i> |  | <i>Apartado 7 / Propuesta de Reforma Financiera en EEUU</i>  |
| <b>Pág. 71</b> |  | <b>VI. Sistema de Pagos</b>  |
| <b>Pág. 75</b> |  | <b>Anexo Estadístico</b>   |
| <b>Pág. 79</b> |  | <b>Glosario de Abreviaturas y Siglas</b>   |
| <b>Pág. 81</b> |  | <b>Índice de Gráficos y Tablas</b>   |



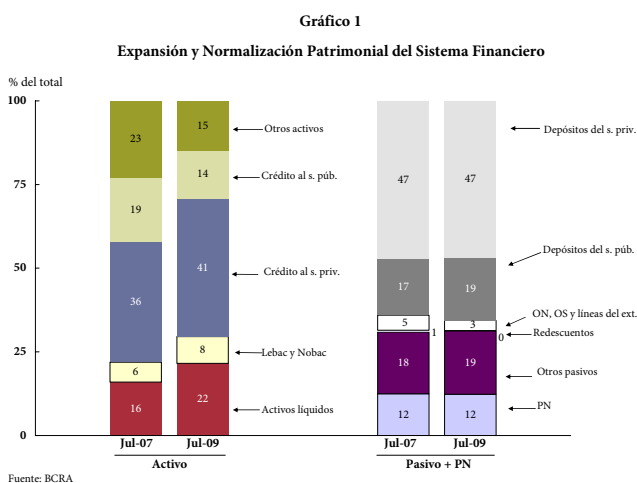


# Visión Institucional

Tras dos años del inicio de una profunda crisis financiera y económica internacional, cuyo epicentro estuvo en los países desarrollados, la economía global estaría encontrando los primeros signos de estabilización. Respondiendo a los importantes programas de estímulo fiscal y monetario, en los últimos meses se perciben mejoras en algunos indicadores sectoriales así como una menor volatilidad en los mercados financieros, aunque todavía resulta prematuro asegurar que se está ante el comienzo de una recuperación económica global sostenida. Sólo puede afirmarse que se evitó una gran depresión, encontrándose actualmente en una situación mucho más favorable a la esperada algunos meses atrás, si bien persisten importantes riesgos a la baja.

Como era de esperar, en Argentina se han sentido los efectos de una contracción económica mundial sin precedente en las últimas décadas. No obstante, la crisis mundial nos encontró en una posición claramente más sólida que en crisis pasadas. Este grado de fortaleza, construida de una manera paciente y persistente en los últimos años a la par del desarrollo de un conjunto de medidas para abordar problemas puntuales durante la crisis, permitieron asimilar el tremendo *shock* externo a un bajo costo relativo. En particular, el marco de política monetaria y financiera implementado por el BCRA basado en un enfoque de administración de riesgos, demostró ser un ancla apropiada para la economía argentina, que cuenta con una larga historia de inestabilidad macroeconómica. En este esquema, que guarda estricta consistencia entre sus componentes, se combinan: una política monetaria robusta, una política anticitíclica de formación de colchones de liquidez, un régimen de flotación administrada y una regulación que acota riesgos en el sistema financiero.

Conjuntamente con el desarrollo de políticas dirigidas a apuntalar la actividad privada, el otro aspecto que concentró, a nivel global, la atención de los hacedores de política es la redefinición de la arquitectura financiera internacional. Resulta indispensable mantener el impulso reformista, atento al consenso mundial sobre el rol que jugó la existencia de graves falencias regulatorias como uno de los factores causantes de la crisis. En el debate de los cambios por venir, incluyendo el rol de las Instituciones Financieras Internacionales, se ha abierto una ventana de discusión en el G-20. En este contexto, el BCRA participa activamente a partir de su incorporación como miembro pleno en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS) (ver Apartado 6), permitiéndole así contribuir activamente en el proceso de elaboración de estándares de regulación como en la coordinación de las



políticas de supervisión de las entidades financieras. En estos ámbitos despiertan interés las reformas anticíclicas y prudenciales implementadas exitosamente por los países emergentes como el nuestro. El desarrollo de colchones de liquidez (en moneda local y extranjera) y de solvencia, sumados a los límites al descalce de monedas junto a la reducción de la exposición al sector público, son medidas que oportunamente instrumentó el BCRA y que brindan solidez al sistema financiero argentino.

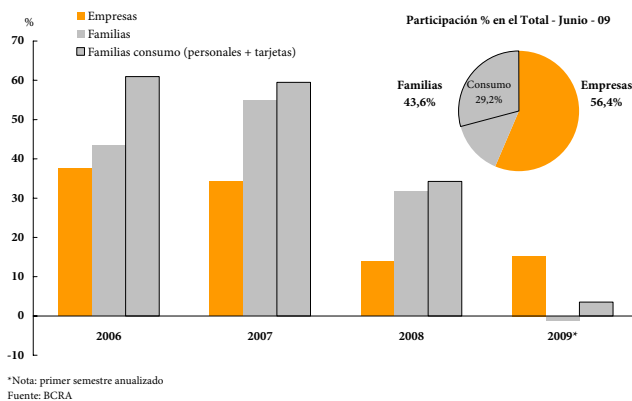
En el plano local hay ciertas señales de recuperación económica. Las condiciones iniciales de Argentina, que combinan superávits gemelos con una inédita solidez patrimonial del BCRA, amortiguaron considerablemente los efectos de la crisis global. El marco normativo prudencial implementado por el BCRA en los últimos años ayudó para que el sistema financiero muestre una configuración de riesgos intrínsecos acotada y con amplios mecanismos de cobertura. El conjunto de las entidades financieras presenta así una apreciable fortaleza, conservando adecuados indicadores de liquidez y solvencia. Esto ayudó a mitigar el impacto de la crisis, constituyéndose el sector en “amortiguador” de los *shocks* externos, en lugar de ser “propagador”, como sucedía en el pasado.

Con el objetivo de seguir profundizando una estrategia anticíclica, sosteniendo la dinámica del crédito al sector privado pero sin descuidar el sostenimiento de las condiciones de estabilidad financiera, el BCRA implementó un conjunto adicional de medidas. En este sentido, se destaca la reciente readecuación de la operatoria de pasajes, disminuyendo las tasas de interés en tres oportunidades (julio, agosto y septiembre). De forma complementaria, se adoptaron cambios dirigidos a fortalecer el crédito al sector privado en un marco de actuación prudencial. En particular, una sana política crediticia es la resultante del crecimiento sostenido de los depósitos, como materia prima básica de un proceso de intermediación, en un marco de estabilidad financiera.

La intermediación financiera de los bancos con el sector privado sigue expandiéndose, con mejoras en la composición de los balances. Una de las fortalezas del sistema financiero local es la baja exposición al fondeo externo, minimizando la posibilidad de sufrir efectos negativos vinculados con episodios de alta volatilidad en los flujos internacionales de capital, propios de períodos de crisis.

El riesgo de liquidez asumido por las entidades financieras se mantiene acotado. El volumen de activos líquidos bancarios sigue siendo significativo, lo que se complementa con el crecimiento de los depósitos del sector privado, luego de atravesar exitosamente cuatro episodios de tensión en el mercado local (julio a octubre de 2007, abril a junio de 2008, septiembre a noviembre de 2008 y

Gráfico 2  
Crecimiento del Crédito al Sector Privado



marzo de 2009). Adicionalmente a las ventanillas de liquidez oportunamente creadas, el BCRA incorporó nuevas herramientas, como la posibilidad de licitar opciones de pases activos en pesos hasta un año de plazo. La plena vigencia del rol de prestamista de última instancia consolida la posición de los bancos frente al riesgo de liquidez proveniente de la actividad de intermediación.

En un contexto en el que el sistema financiero sigue incrementando su financiamiento al sector corporativo, la materialización del riesgo de crédito derivado de la desaceleración económica muestra signos de comenzar a estabilizarse. El crecimiento de la irregularidad del crédito al sector privado, proveniente fundamentalmente de las líneas para consumo de los hogares, comenzó a mostrar una visible desaceleración, manteniéndose en niveles históricamente bajos. En este contexto, el sistema financiero mantiene una sólida cobertura con provisiones.

La consolidación de la recuperación de la actividad económica implicará que el riesgo de crédito enfrentado por los bancos se mantenga en niveles acotados. El sector corporativo comienza a evidenciar señales de recuperación que, conjuntamente con el mantenimiento de moderados niveles de endeudamiento, impactan positivamente en su posición económica y financiera y consolidan su capacidad de pago. Los hogares muestran señales de estar reduciendo gradualmente su endeudamiento. A pesar del menor dinamismo del mercado laboral, la evolución contenida de los precios minoristas y los menores niveles de carga financiera del sector contribuirían a sostener su capacidad de pago de cara al cierre de 2009.

La exposición del sistema financiero al sector público se estabiliza en niveles que resultan los mínimos de los últimos años. Más aún, se prevé que siga siendo acotado al riesgo de crédito del sector público, dado que las fuentes locales de financiamiento y las operaciones de administración de pasivos dotan al Gobierno de recursos suficientes para afrontar sus compromisos financieros.

También se mantiene acotada la exposición al riesgo de tasa de interés, en un escenario en el que se prevé menor volatilidad en las tasas, merced a las políticas anticíclicas del BCRA. Más aún, esta Institución lanzó en conjunto con el MAE el mercado de futuros de tasa de interés, participando con la “función giro” y también licitó *swaps* de tasas de interés fija por variable, colaborando para una mejor administración del riesgo de tasa por parte de los bancos. Los niveles de actividad de estos mercados, en especial el de futuros, han visto un crecimiento relativo importante desde entonces. Por otra parte, sigue reduciéndose el descalce patrimonial de partidas ajustables por CER del sistema financiero, fundamentalmente por

Tabla 1  
Principales Indicadores del Sistema Financiero

| Datos en %  | 2001<br>Promedio | 2004<br>Diciembre | 2007<br>Junio | 2009<br>Junio |
|---|------------------|-------------------|---------------|---------------|
| <b>Liquidez</b>   |                  |                   |               |               |
| .. (Activos líquidos + Lebac y Nobac) / Depósitos totales       | 21               | 40                | 41            | 41            |
| <b>Riesgo de crédito del sector privado</b>                     |                  |                   |               |               |
| .. Crédito / Activos totales                                    | 40               | 20                | 32            | 39            |
| .. Créditos irregulares / Créditos totales                      | 15,7             | 18,6              | 3,9           | 3,7           |
| .. Provisiones / Cartera irregular                              | 66               | 104               | 130           | 118           |
| <b>Riesgo de moneda</b>   |                  |                   |               |               |
| .. (Activos en mon. ext. - Pasivos mon. ext.) / Patrimonio neto | 62               | 56                | 28            | 31            |
| <b>Pasivos</b>  |                  |                   |               |               |
| .. Depósitos totales / Pasivos                                  | 60               | 61                | 74            | 77            |
| .. ON, OS y líneas de crédito del exterior / Pasivos            | 12               | 10                | 4             | 3             |
| .. Asistencia del BCRA / Pasivos                                | 2                | 11                | 2             | 1             |
| <b>Apalancamiento</b>   |                  |                   |               |               |
| .. Activos / Patrimonio neto                                    | 8,7              | 8,9               | 8,1           | 8,2           |

Fuente: BCRA

los canjes de PG, acotando aún más su exposición al riesgo de tasa de interés real.

El sistema financiero presenta un riesgo de moneda muy reducido. Por un lado, el descalce entre el activo y el pasivo en moneda extranjera se encuentra en un nivel históricamente bajo, resultado de un conjunto de medidas prudenciales que estableció que los depósitos bancarios en moneda extranjera sólo pueden ser utilizados para el financiamiento en la misma moneda a empresas que generen ingresos en divisas. Por otro lado, y en el marco general de las políticas desarrolladas por el BCRA, se encuentra vigente un régimen cambiario de flotación administrada que propicia las condiciones para mantener acotada la volatilidad del tipo de cambio nominal.

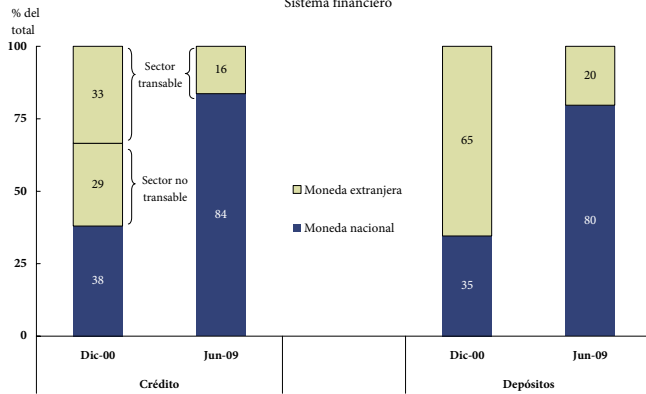
Como consecuencia de las políticas que al efecto fue desarrollando el BCRA, se va logrando una mejora gradual en la cobertura geográfica de la infraestructura para la provisión de servicios financieros. En particular, la cantidad de cajeros automáticos por habitante y la distribución de las sucursales mejoraron significativamente en las regiones que tenían menor grado de cobertura.

El Sistema Nacional de Pagos continúa diversificando la gama de mecanismos para efectuar transacciones, profundizándose el uso del dinero bancario. Aumenta gradualmente la cantidad y el monto de documentos compensados por el sistema financiero, verificándose una reducción en la proporción de cheques rechazados por falta de fondos. El BCRA sigue trabajando en la estandarización de los documentos compensables, luego de la implementación de la Compensación Federal Uniforme.

El accionar de este Banco Central, en un marco en donde se insinúa un principio de mejora para la economía local, permite reducir considerablemente la posibilidad de un deterioro del mapa actual de riesgos para lo que resta de 2009. Se espera que no cambie significativamente el cuadro de exposiciones y se mantengan adecuados niveles de cobertura.

En síntesis, frente a la crisis global, la política monetaria y financiera del BCRA ha comprobado ser un ancla de estabilidad sistémica por primera vez en décadas, permitiéndole al país atravesar una etapa de fuerte tensión asegurando dos bienes públicos: la estabilidad monetaria y financiera, indispensables para mantener un sendero de crecimiento económico sostenido.

**Gráfico 3**  
Intermediación Financiera por Moneda  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

# I. Entorno Internacional

## Síntesis

Los efectos adversos de la crisis financiera internacional se materializaron con intensidad a lo largo de 2009. La economía mundial se contrajo fuertemente y, aunque en los últimos meses hubo señales de estabilización en algunos indicadores sectoriales, aún no están consolidadas las señales de normalización o de inicio de una recuperación económica global.

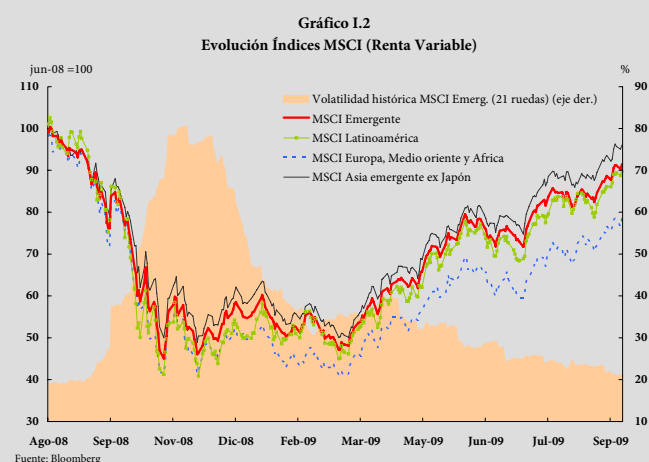
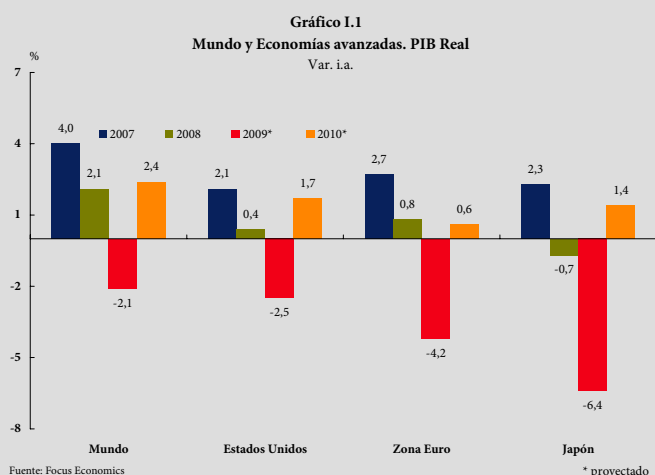
Con el fin de contrarrestar la fuerte contracción en la actividad económica, las distintas autoridades adoptaron medidas para paliar los efectos negativos de la crisis en los mercados financieros y en la economía real. Tanto en países desarrollados como en emergentes se utilizaron políticas monetarias y fiscales activas, evidenciándose actualmente estrategias más cautelosas, dada la progresiva mejora observada en los mercados.

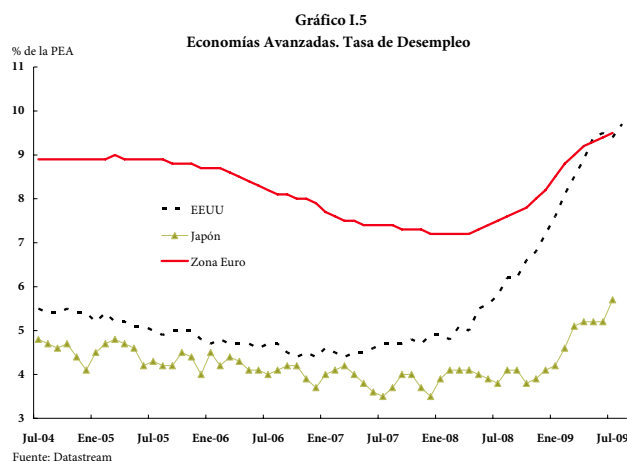
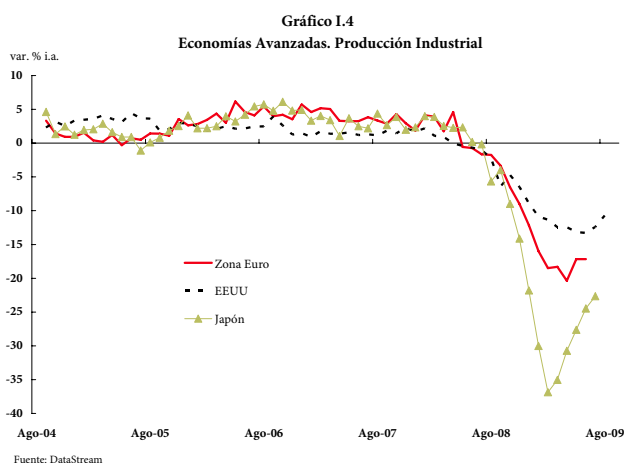
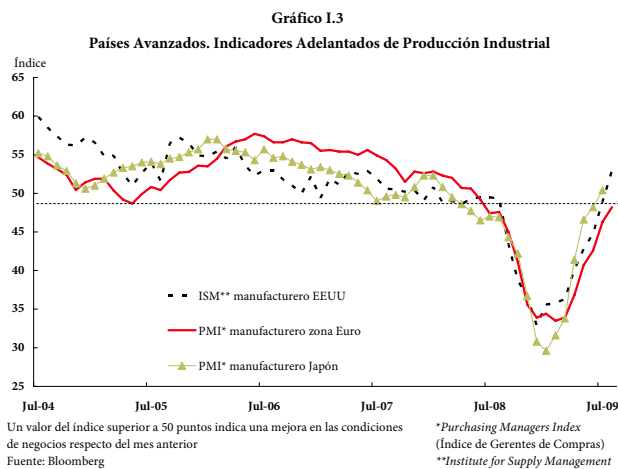
Ante la percepción de que los gobiernos no volverían a permitir que otras entidades financieras sistémicas entren en problemas, los spreads interbancarios mejoraron aceleradamente. En los últimos meses se dieron más mejoras en los mercados financieros, conforme se vieron como positivas las medidas de política implementadas por las autoridades a nivel global, registrándose una reducción de la volatilidad. Sin embargo, persisten aún considerables riesgos de reversión, en función de la evolución de la economía real.

Continuó verificándose un aumento en la utilización de políticas proteccionistas, situación que contribuyó a la contracción del comercio internacional. En este marco, el foco de atención a nivel global sigue siendo la necesidad de coordinación de políticas económicas y la redefinición de la arquitectura financiera internacional, incluyendo el rol de las Instituciones Financieras Internacionales.

Los mercados bursátiles de los países emergentes, liderados por los denominados BRICs, acompañaron la tendencia positiva de las economías desarrolladas, favorecidas por la recuperación del precio de las materias primas y por la fortaleza relativa de sus economías. Si bien se mantienen expectativas positivas, la volatilidad persiste y no pueden descartarse nuevas correcciones de precios.

Los sistemas financieros de América Latina continúan enfrentando la crisis desde una situación relativamente más sólida, manteniendo niveles de liquidez y solvencia por encima de otras regiones. Los bancos continúan incrementando su actividad de intermediación financiera con el sector privado, aunque a un ritmo más moderado. Las condiciones de fortaleza de estos sistemas financieros deberían permitirles reanudar el crecimiento del crédito una vez que existan indicios claros de reversión de la crisis internacional.





## I.1 Coyuntura internacional

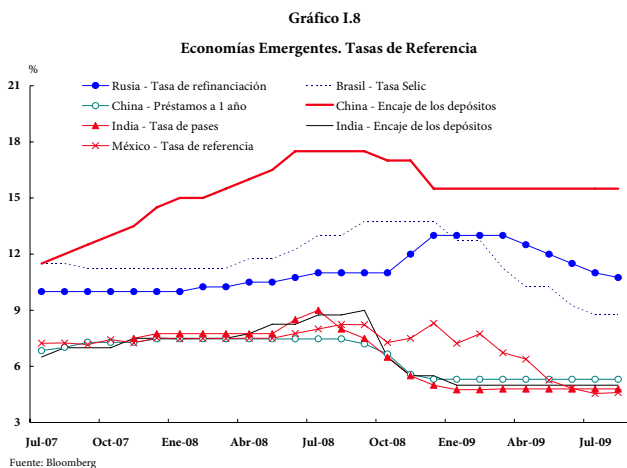
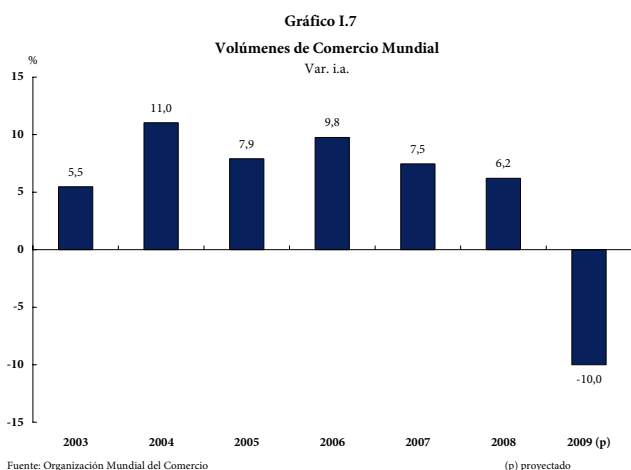
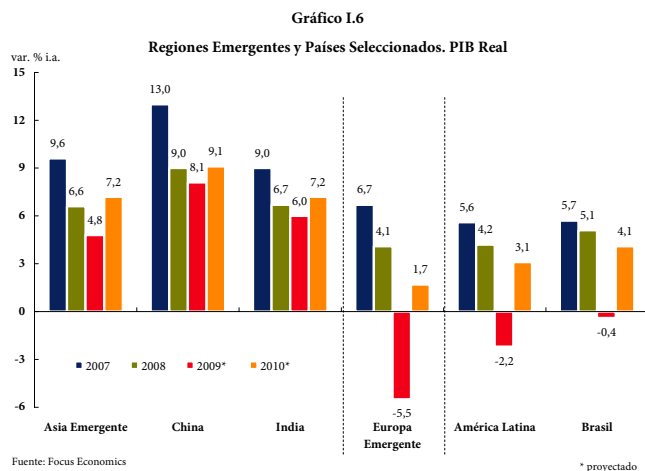
**La actividad económica mundial se contrajo fuertemente durante la primera parte de 2009, mostrando señales de estabilización en los últimos meses**

En lo que va de 2009 el comercio y la actividad económica mundial sufrieron la mayor contracción de las últimas décadas, afectando tanto a las economías avanzadas como a las emergentes, aunque estas últimas mostraron una mayor resistencia respecto de crisis pasadas. Más allá de la estabilización reciente de algunos indicadores sectoriales, y de ciertas mejoras en el margen en diversos índices de confianza, todavía resulta prematuro considerar que estamos ante una recuperación sostenida. Las proyecciones de crecimiento de la actividad global indican una contracción de 2,1% en 2009, por primera vez desde 1982, y un crecimiento de 2,6% en 2010 (ver Gráfico I.1).

Los principales indicadores de confianza en las economías industrializadas están mostrando un cambio de tendencia, acumulando varios meses de ascenso. Sobre el final de la primera parte del año las variables de actividad parecieran haber alcanzado un piso y, en algunos casos puntuales, han comenzado a recuperarse (ver Gráficos I.3 y I.4). El mercado de trabajo siguió deteriorándose en los últimos meses (ver Gráfico I.5), estableciéndose como uno de los principales factores de riesgo para la recuperación de la actividad económica, dado que junto a otras variables como la riqueza de las familias y las aún restrictivas condiciones de acceso al crédito, mantendrían deprimido el consumo privado.

Las perspectivas para las economías emergentes resultan algo más alentadoras, mientras que su recuperación continuará dependiendo de la dinámica del ajuste global. Parte de estos países comenzaron a mostrar signos de mejora en la actividad económica motorizados por la demanda doméstica. El comportamiento sigue siendo heterogéneo tanto entre regiones como entre países. Al tiempo que algunas economías ya comienzan a verificar una incipiente recuperación, otras presentan riesgos de estancamiento. Asia emergente crecería en 2009, mientras que Europa emergente evidenciaría un fuerte deterioro en su desempeño, esperándose cierta recuperación en el transcurso de 2010. América Latina está registrando una leve caída en su producto en 2009, con expectativas de rápida recuperación en 2010 (ver Gráfico I.6).

La fuerte contracción de la actividad económica redujo las tasas de inflación a nivel global. En los países avanzados la variación de los precios minoristas fluctuó en tor-



no a cero (en términos mensuales e interanuales), previéndose que finalice el año en niveles similares. La mayoría de las economías emergentes siguen evidenciando variaciones positivas en sus precios minoristas, aunque notoriamente inferiores a las de 2008.

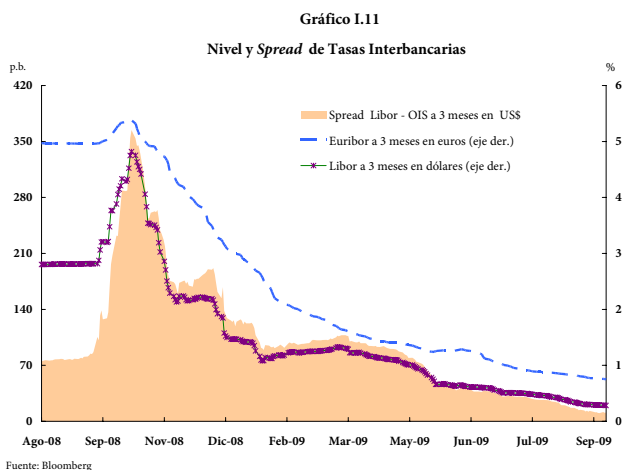
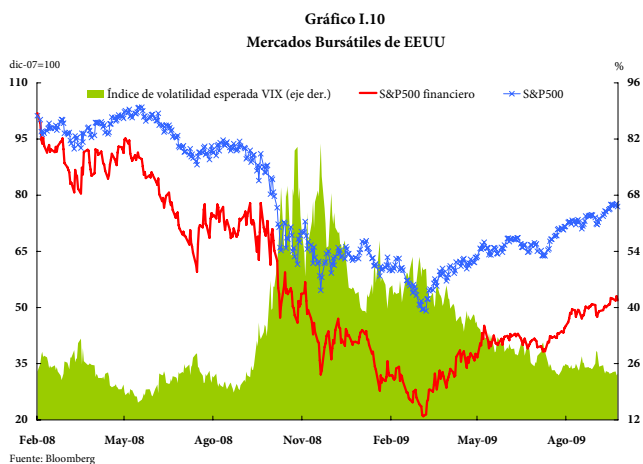
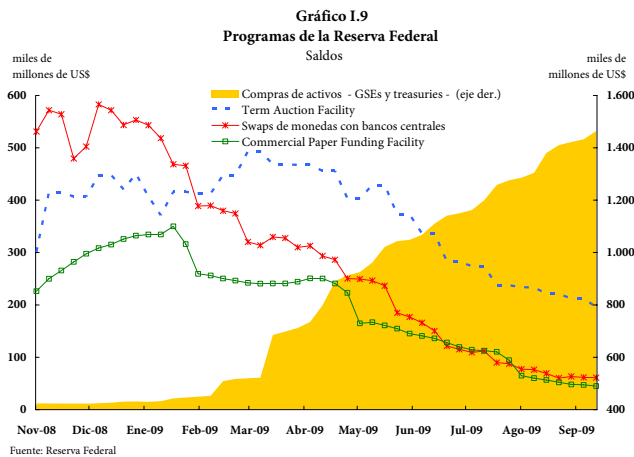
El comercio internacional continúa sujeto a un aumento en la utilización de políticas proteccionistas, entre las que se destacan la promoción de compra de bienes de producción doméstica y las barreras comerciales. El racionamiento del crédito en el mercado mundial también actúa como un factor de contención de los flujos comerciales. El intercambio externo se contrae 20% i.a. en el primer semestre del año, mientras que la reducción en todo 2009 podría superar las proyecciones de los organismos internacionales (en torno a 10%; ver Gráfico I.7).

**Las autoridades económicas globales continúan adoptando medidas a fin de recuperar la estabilidad de los mercados financieros y reducir el impacto de la crisis sobre el nivel de actividad económica**

La magnitud de la crisis generó la necesidad de coordinación mundial de las políticas económicas y la redefinición de la arquitectura financiera internacional, incluyendo el rol de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI). Así, se aumentó la capacidad prestable del FMI en US\$500 mil millones, y se realizó una asignación especial entre los países miembros por US\$250 mil millones de Derechos Especiales de Giro (DEG).

Los países avanzados y emergentes continúan con la ejecución de políticas activas monetarias y fiscales destinadas a dar sustento a sus economías (ver Apartado 5). Varios países continuaron reduciendo sucesivamente sus tasas de interés de referencia, llevándolas en algunos casos a sus mínimos históricos (ver Gráfico I.8).

En las economías desarrolladas recientemente se observa una estrategia más cautelosa (*wait and see*), por la corrección en la aversión al riesgo y por la progresiva mejora de los mercados de capitales y de crédito. Las autoridades de EEUU y Europa instrumentaron diversas medidas de política durante los primeros meses del año, logrando apuntalar la situación de las entidades financieras y de la economía en general. Entre las principales medidas tomadas en EEUU sobre el sistema financiero se destacan la conversión de entidades de inversión en comerciales, el otorgamiento de garantías explícitas para activos, inyecciones adicionales de capital con fondos públicos, la suba en los límites del seguro para depósitos minoristas y cambios normativos destinados a contener el efecto contable en los balances de los bancos (ver



Apartado 7). Más aún, la Fed inició programas de compras directas de activos de deuda de largo plazo del Tesoro<sup>1</sup> (*quantitative easing*), se emprendieron programas para apuntalar el deprimido mercado de activos titulizados (*credit easing* - TALF<sup>2</sup>), así como se diseñaron medidas destinadas a extraer los denominados “activos tóxicos” de los balances bancarios.

Ante señales de un contexto menos dramático en los mercados, el Tesoro de EEUU y la Fed comenzaron a moderar algunos de sus programas expansivos, al tiempo que esta última aceleró las compras de activos de largo plazo (ver Gráfico I.9). Mediante los *stress tests*<sup>3</sup> implementados sobre las entidades financieras sistémicas se lograron estabilizar las expectativas en torno a las eventuales pérdidas dentro del sistema. A las medidas de corte monetario / financiero se adicionaron otras de carácter fiscal (ARRA<sup>4</sup>). Así, la intervención del Gobierno de EEUU contribuyó con la mejora de las expectativas, de forma tal que ya se están discutiendo estrategias de salida para los diversos tipos de políticas.

**Los índices bursátiles de las economías desarrolladas se recuperan, con una progresiva corrección en la volatilidad esperada**

Luego de los picos de turbulencia observados en la segunda mitad del año pasado, a comienzos de 2009 se mantuvo un contexto de alta incertidumbre y fuerte volatilidad que recién comenzó a revertirse en marzo pasado. Desde ese momento hubo importantes avances, aunque los mercados financieros mantienen considerables riesgos a la baja (fundamentalmente en función de la evolución de la economía real).

El cambio de tono fue evidente en los diferentes mercados. El mercado bursátil de EEUU se recuperó luego de retroceder casi 25% en los primeros meses de 2009, llegando a marcar nuevos máximos para el año (ver Gráfico I.10). La recuperación de los precios de las acciones fue acompañada por una menor percepción de riesgo. El índice de volatilidad implícita del S&P500 (VIX) cayó sostenidamente en los últimos meses, hasta un nivel que es la mitad del observado a principios de año<sup>5</sup>. Sin embargo, las cotizaciones siguen mostrando una considerable volatilidad, reaccionando marcadamente tanto frente a novedades con respecto a la evolución de la economía

<sup>1</sup> En el caso del BCE se realizaron compras de instrumentos corporativos.

<sup>2</sup> *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*.

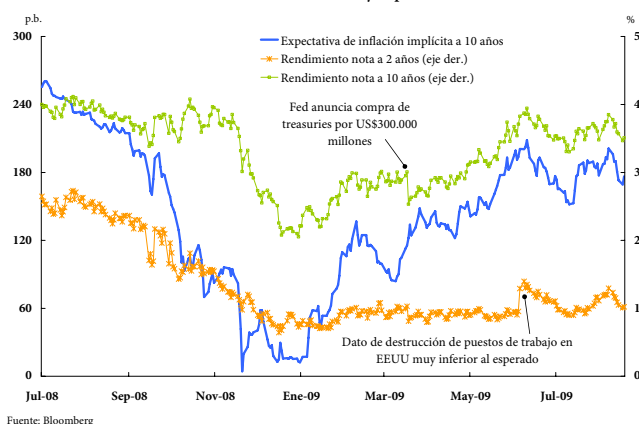
<sup>3</sup> *Supervisory Capital Assessment Program*.

<sup>4</sup> *American Recovery and Reinvestment Act*.

<sup>5</sup> Un comportamiento similar se observa para el VDAX en Europa.

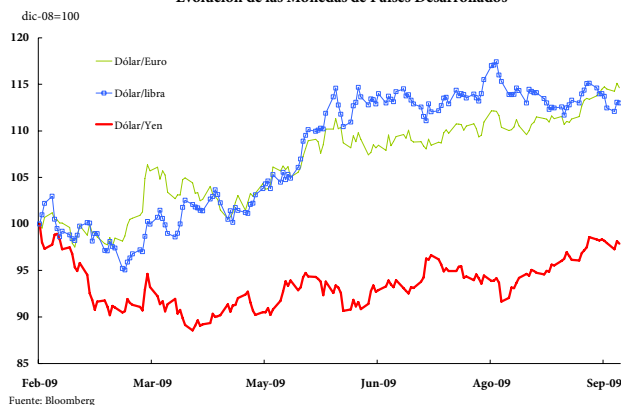


**Gráfico I.12**  
Rendimientos de *Treasuries* y Expectativa de Inflación



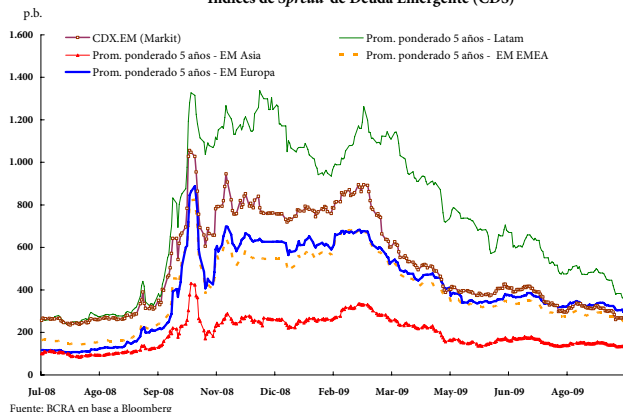
Fuente: Bloomberg

**Gráfico I.13**  
Evolución de las Monedas de Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg

**Gráfico I.14**  
Índices de Spread de Deuda Emergente (CDS)



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

doméstica, como a las percepciones respecto a las perspectivas de los mercados externos (China<sup>6</sup>).

En un contexto en el cual algunas tasas de interés llegaron a alcanzar mínimos históricos (debido a las acciones de expansión cuantitativa y a las redes de contención de los principales bancos centrales), los *spreads* interbancarios empezaron a mejorar aceleradamente, volviendo a niveles similares previos al colapso de Lehman Brothers (ver Gráfico I.11). Este comportamiento está en parte vinculado a la percepción de que los gobiernos no estarían dispuestos a dejar caer otras entidades financieras sistémicas. Persiste el desafío de reactivar la canalización de fondos hacia el crédito al sector privado al tiempo de alcanzar los objetivos de política monetaria.

### ***Se debilita el vuelo a la calidad, impulsando al alza los rendimientos de los instrumentos del Tesoro***

La evolución de los rendimientos de la deuda del Gobierno de EEUU está siendo condicionada por la situación monetaria, las perspectivas acerca de la situación fiscal y por cierta recomposición del apetito por riesgo. En un contexto de turbulencias en los mercados, la demanda por *treasuries* fue notablemente alta en la primera parte del año, lo que se tradujo en rendimientos en torno a mínimos históricos. Posteriormente, con datos económicos/financieros mejores a los inicialmente esperados, los rendimientos de los instrumentos de largo plazo tendieron a ampliarse más que aquellos del tramo corto (vinculados a la política monetaria) (ver Gráfico I.12). Las políticas de compras de activos de la Fed no pudieron interrumpir esta tendencia, la cual cobró impulso al debilitarse el *flight to quality* y al repuntar las tasas de inflación implícitas de largo plazo.

El deterioro fiscal incrementó las necesidades de financiamiento del Gobierno de EEUU, duplicando la oferta estimada de instrumentos de largo plazo del Tesoro en la primera parte de 2009. El aspecto fiscal pareciera cobrar mayor peso, lo que puede implicar ciertos riesgos una vez que la crisis actual comience a superarse.

La suba en la percepción de riesgo, la cobertura de los descalces de divisas y las operaciones de *carry trade* que habían favorecido la apreciación del dólar hasta principios de 2009, se debilitaron en los últimos meses, llevando a la apreciación de las restantes monedas (ver Gráfico I.13). Ciertas fricciones políticas, la evolución de la economía de EEUU en el escenario post crisis y la posibilidad de un menor protagonismo del dólar a nivel interna-

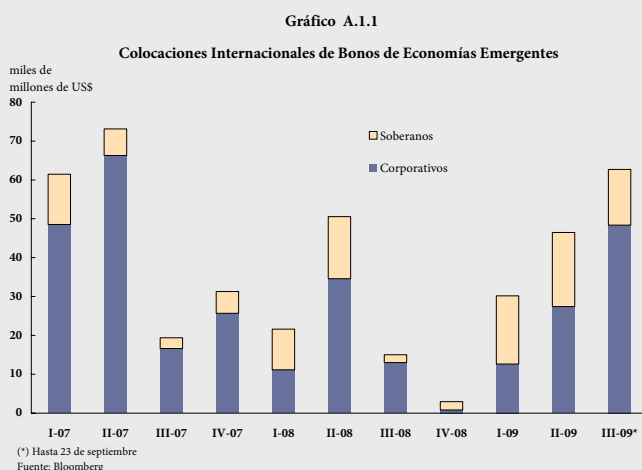
<sup>6</sup> En el mes de agosto los índices bursátiles *benchmark* chinos se contrajeron cerca de 20% frente a expectativas de reducción de los estímulos gubernamentales.

## Apartado 1 / Emisiones de Deuda de Gobiernos y Empresas de Economías Emergentes en los Mercados Internacionales

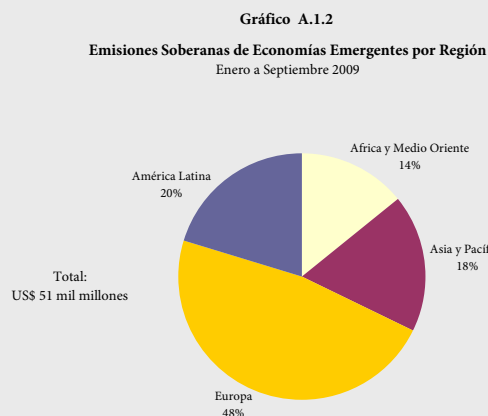
En un contexto de mejora en los mercados internacionales e incipiente recomposición del apetito por riesgo, se van abriendo ventanas de oportunidad que los gobiernos y las empresas están aprovechando en forma creciente para emitir deuda. En lo que va del año los emergentes ya emitieron unos US\$140.000 millones de deuda en los mercados internacionales (US\$51.000 millones corresponden a deuda soberana). No obstante, persisten aún condiciones de acceso a los mercados más restrictivas respecto a lo observado antes de la crisis, incluyendo mayores *spreads* sobre Treasuries y plazos más cortos

los mercados secundarios<sup>8</sup> implicó la apertura de ventanas de oportunidad para que tanto los gobiernos como las empresas de economías emergentes se financien en los mercados internacionales.

A septiembre se acumulan emisiones vinculadas a economías emergentes por cerca de US\$140.000 millones, monto que es 55% mayor al de todo 2008<sup>9</sup> (ver Gráfico A.1.1). Se verifican hasta el momento diferentes ventanas de oportunidad que coinciden con períodos de mejora relativa en los *spreads* de deuda y que han sido aprovechadas en forma creciente. Una primera ventana de financiamiento se abrió ya hacia fines de diciembre de 2008 y se mantuvo en enero. Las colocaciones volvieron a cobrar impulso entre mediados de marzo y fines de mayo. Más recientemente, las transacciones evidenciaron un importante dinamismo en julio y septiembre, de forma tal que las emisiones del tercer trimestre explican casi la mitad de lo colocado en lo que va de 2009.



Desde marzo se observa un renovado interés por los activos de economías emergentes, incluyendo a los instrumentos de deuda (tanto soberanos como corporativos). Este comportamiento recoge los efectos de una corrección del elevado grado de incertidumbre prevalente, avances en la recomposición del apetito por riesgo y perspectivas de tasas de interés en economías desarrolladas mantenidas en niveles bajos por un período prolongado. A estos factores se suma cierta fortaleza mostrada por las propias economías emergentes y un panorama relativamente favorable para los próximos años. En lo que respecta específicamente a los instrumentos de deuda, el contexto de *spreads* en baja (tal como lo evidencian el EMBI+ o el CDX EM 5Y<sup>7</sup>) y negociación creciente en



El 37% del monto total colocado en lo que va del año corresponde a deuda emitida por soberanos (aunque considerando otras emisiones en las que estuvo involucrado el sector público<sup>10</sup> el ratio asciende a 85%), equivalente a un monto casi 80% (126%) superior a las colocaciones observadas en igual período de 2008 (2007). Se destacan los países de Europa del Este entre las operacio-

<sup>7</sup> Tanto los rendimientos de los principales bonos operados en los mercados internacionales como los *spreads* del EMBI+ mostraron una considerable reducción para el conjunto de los emergentes a partir de marzo. La contracción fue aun más marcada en el caso de los *credit default swaps* (CDS), cuyo mercado se vio particularmente resentido tras la caída de Lehman Brothers. Sin embargo, los indicadores agre-

gados mantienen una ampliación importante con respecto al promedio de 2006-2007.

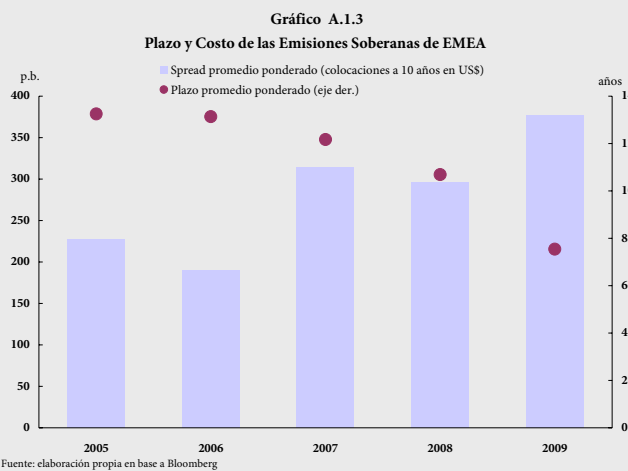
<sup>8</sup> Según datos de EMTA, los montos operados de deuda emergente durante los primeros seis meses del año muestran una mejora gradual respecto a los bajos niveles del último semestre de 2008, aunque mantienen una merma interanual de 20%.

<sup>9</sup> En todo 2008 se emitieron unos US\$90.000 millones de deuda emergente. El 97% de este monto se emitió entre enero y septiembre.

<sup>10</sup> Empresas públicas o con alta participación del Estado.

nes soberanas (ver Gráfico A.1.2), siendo la región con mayor dependencia al financiamiento externo. En este contexto, las operaciones en euros representan casi un tercio del monto total. Las emisiones de gobiernos de América Latina (todas en dólares) comenzaron a ganar un mayor protagonismo recientemente: en septiembre explican la mitad de los montos colocados por soberanos.

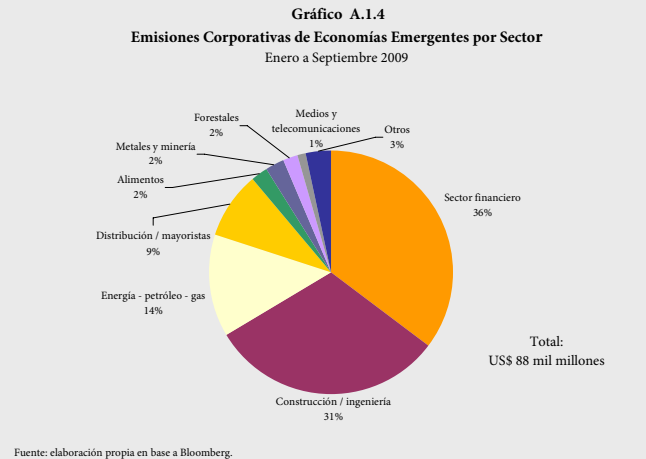
Si bien se verifica un claro incremento en los montos colocados por los gobiernos, las condiciones del financiamiento obtenido presentan ciertas diferencias con respecto a lo observado antes de la crisis financiera internacional. Por un lado, se observa un aumento en el costo de fondeo, con ampliación en los *spreads* contra instrumentos de bajo riesgo de crédito. Si bien las operaciones abarcan un universo heterogéneo de emisores (en términos de *rating*), para las emisiones en dólares a plazos cercanos a los 10 años el *spread* promedio ponderado en lo que va de 2009 está en torno a los 400 p.b., cuando en 2005-2007 estuvo en un rango de 175 p.b.-300 p.b. (ver Gráfico A.1.3). Esto está en línea con lo observado para índices como el EMBI+, que en lo que va del año muestra una sobre-tasa promedio cercana a los 500 p.b., casi el doble del promedio observado en 2005-2007.



Por otro lado, se verifica cierto acortamiento en los plazos de los instrumentos colocados. Así, la mayor parte de las operaciones fueron por plazos de hasta 10 años, aunque en los últimos meses distintos países de América Latina pudieron emitir a 20 y 30 años. De esta manera, el plazo ponderado por monto de las emisiones que se llevaron a cabo en lo que va de 2009 es de 9 años, contra plazos promedios ponderados por encima de los 15 años para las colocaciones efectuadas en el período 2005-2007.

Las emisiones de empresas de economías emergentes ascienden a más de US\$88.000 millones en lo que va del año, lo que implica un incremento de 50% en relación con igual período de 2008, mientras que con respecto a

enero-septiembre de 2007 se verifica una caída de un tercio en los montos. Los volúmenes más significativos están asociados a Asia y a centros *off-shore*. A nivel sectorial se destacan las operaciones de los segmentos financiero<sup>11</sup>, construcción/ingeniería y, en menor medida, las de energía/petróleo/gas (ver Gráfico A.1.4).



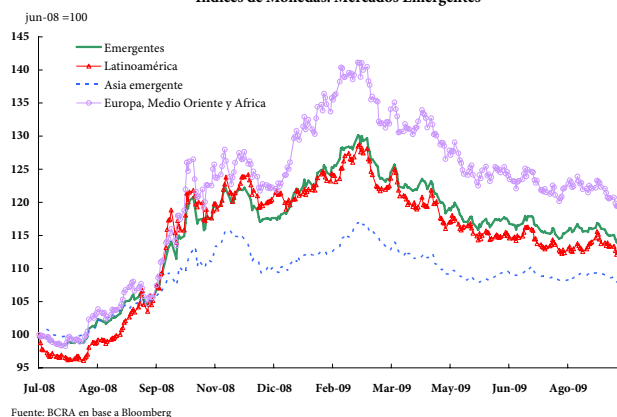
En lo que respecta a las condiciones de emisión para las empresas en lo que va de 2009, la moneda predominante es el dólar (88% del monto emitido) seguida por el euro (10%). El plazo promedio ponderado de las colocaciones corporativas es de 6,7 años<sup>12</sup>, cuando antes de la crisis era cercano a 10 años. Finalmente, también en este caso el costo financiero registra un incremento. Las colocaciones en dólares a 5 años tuvieron un *spread* promedio ponderado contra *treasuries* de 475 p.b., cuando en 2007 había sido de 225 p.b.

En perspectiva, con economías emergentes mejor posicionadas que en el pasado y *spreads* de riesgo en descenso pero aún atractivos (en un contexto de tasas de interés bajas en las plazas de los países desarrollados), se espera que tanto los gobiernos como las empresas de las economías emergentes sigan colocando deuda en los mercados internacionales. En lo que respecta específicamente a los soberanos, el nivel de emisiones es aún bajo en términos históricos, sobre todo para América Latina. Finalmente, la persistencia de ciertos riesgos a la baja en términos del nivel de actividad económica global podría generar incentivos adicionales para aprovechar ventanas de oportunidad existentes con el fin de conseguir fondos frescos.

<sup>11</sup> Casi de la mitad del monto colocado por el sector financiero corresponde a compañías asiáticas.

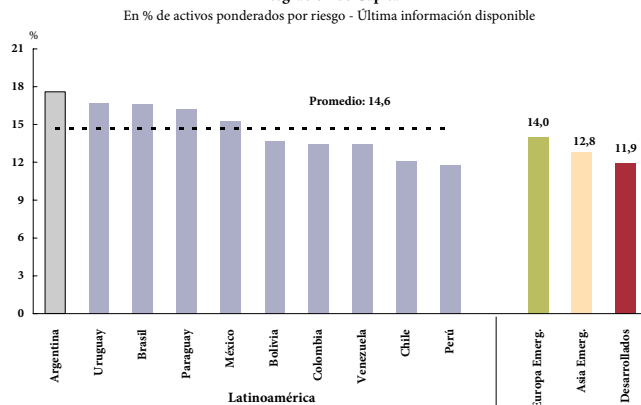
<sup>12</sup> A diferencia de lo observado para emisiones soberanas, en colocaciones corporativas no se efectuaron operaciones a más de 15 años en 2009 (mientras que en 2007 hubo transacciones a 30 años o más).

Gráfico I.15  
Índices de Monedas: Mercados Emergentes



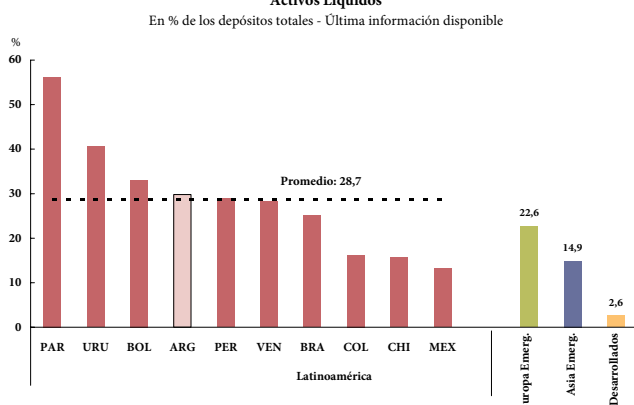
Fuente: BCRA en base a Bloomberg

Gráfico I.16  
Integración de Capital



Fuente: FMI

Gráfico I.17  
Activos Líquidos



Fuente: FMI

cional<sup>13</sup>, podrían implicar en el mediano plazo un nuevo debilitamiento de la moneda norteamericana.

**Los activos de mercados emergentes muestran una generalizada mejora (con mayor impulso de los instrumentos vinculados a los BRICs) aunque siguen volátiles**

En línea con el cambio relativo en torno a las perspectivas de los países desarrollados (favoreciendo a su vez a los precios de las materias primas), comenzó a evidenciarse una considerable revalorización en los activos de los mercados emergentes (ver Apartado 1). A la mejora en el contexto se le suma la fortaleza relativa de las propias economías emergentes, que al desarrollar políticas prudenciales cuentan actualmente con mayores grados de libertad para ejecutar medidas contracíclicas.

Los índices bursátiles de países emergentes empezaron a mostrar una contundente recuperación desde el segundo trimestre del año (ver Gráfico I.2). El repunte en los valores bursátiles sumado a la considerable apreciación cambiaria, implicó que el MSCI Emergente (medido en dólares) avanzara cerca de 90% desde los mínimos de este año (ver Apartado 2).

El mayor apetito por riesgo llevó a una sostenida corrección a la baja en los *spreads* de deuda soberana emergente, lo que se reflejó tanto en los diferenciales de deuda medidos por el índice CDX EM a 5 años (ver Gráfico I.14), como por el *spread* EMBI+ EM.

Acompañando al comportamiento de los activos emergentes, las monedas de estos países muestran una generalizada recuperación contra el dólar en lo que va de 2009 (ver Gráfico I.15). No obstante, todavía se mantienen en promedio un 10% por debajo de los valores de un año atrás.

Cabe considerar que las cotizaciones de los activos de economías emergentes siguen estando fuertemente condicionadas por la evolución de los mercados financieros de los países desarrollados y por el apetito por riesgo a nivel global. Si bien se mantienen expectativas positivas para los activos emergentes como *asset class*, no se descartan nuevos episodios de corrección de precios.

<sup>13</sup> Por ejemplo, diversos bancos centrales se inclinan a acordar *swaps* recíprocos de monedas.

## Apartado 2 / Sustentabilidad de la Mejora en las Bolsas de Economías Emergentes

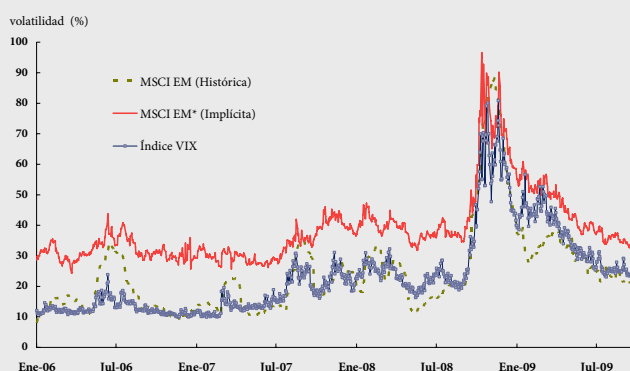
Se verifica una considerable mejora para los instrumentos financieros de economías emergentes, acompañando el tono más positivo de los mercados financieros internacionales, aunque partiendo de cotizaciones muy deprimidas. Buena parte del repunte se vincula al ajuste de expectativas en comparación con el escenario de incertidumbre extrema de octubre-febrero. Sin embargo, la mejora debe ser tomada con cautela, ya que se da en un contexto de mercados aún volátiles y fuertemente condicionados por las perspectivas acerca de la evolución de la economía global (con considerables riesgos a la baja). De hecho, en el marco de la tendencia a la apreciación, ya se registraron episodios de corrección considerable en los precios

(EM)<sup>14</sup>, se verificó un renovado interés por los activos de éstas últimas.

Sin embargo, esta mejora debe tomarse con cautela, en la medida en que se da en un contexto de mercado que dista de haberse normalizado. En efecto, si bien predomina un tono más optimista, no se descarta la posibilidad de una recaída en las economías desarrolladas. A su vez, esta situación condiciona la valuación de los activos de economías emergentes, que vienen testeando nuevos niveles de precios. En el caso específico de los índices bursátiles, si bien el mercado proceso alcista ha estado acompañado por una contracción de su volatilidad *histórica*, la misma se ubica en valores que son casi el doble de los mínimos registrados en 2006-2007 (ver Gráfico A.2.1). Este fenómeno es menos marcado en el caso de la volatilidad *esperada* para las acciones de economías emergentes (aquella que está implícita en los precios de opciones)<sup>15</sup>, aunque la misma se mantiene claramente por encima de la computada en las plazas desarrolladas, en línea con su comportamiento histórico.

Gráfico A.2.1

Volatilidad en Mercados Accionarios Emergentes vs EEUU

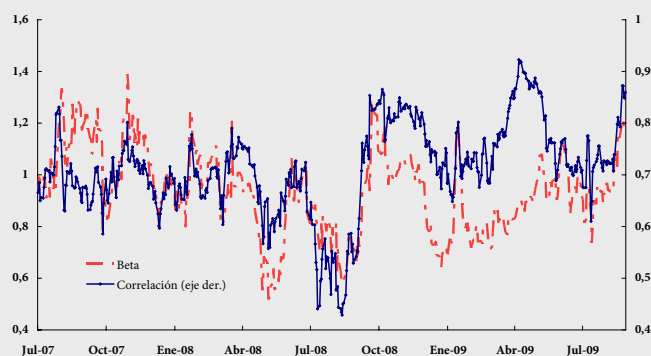


(\*) Utilizando las opciones de China Mobile, Teva Pharmaceutical, Petrobras, Taiwan Semiconductor.  
Fuente: Bloomberg

Luego del derrumbe generalizado de los mercados financieros durante la última parte del año pasado y los primeros meses de 2009, se evidenció una importante recuperación en las plazas internacionales desde principios de marzo (ver Capítulo 1). Esta mejora se dio en un contexto marcado por un ajuste generalizado en las expectativas, en virtud de factores como las respuestas de política económica en los países desarrollados, indicadores económicos menos dramáticos que lo inicialmente esperado y la ausencia de nuevos *shocks* negativos en materia de estabilidad financiera, entre otros. Con tasas de interés bajas en las economías desarrolladas e incipiente recomposición del apetito por riesgo a nivel global, rebote en los precios de las materias primas y favorable recepción de las medidas adoptadas en las economías emergentes

Gráfico A.2.2

Relación entre Activos Emergentes y Mercado Global



(\*) Coeficiente de Correlación y Beta del índice MSCI EM respecto al MSCI World, con ventanas móvil de 30 ruedas.  
Fuente: Bloomberg

Las bolsas emergentes mantienen una fuerte correlación con respecto a las plazas internacionales y su *performance* se encuentra en buena parte condicionada por éstas. En efecto, tanto en los períodos de abrupto deterioro como en las ventanas de tiempo posteriores en las que se verificó un fuerte rebote, se evidencia un considerable incre-

<sup>14</sup> Sumado a los balances presentados por empresas de economías emergentes y la superación de problemas en el sector corporativo de algunos países, derivados del incremento en la volatilidad de los tipos de cambio.

<sup>15</sup> Considerando el promedio la volatilidad implícita en las dos opciones *call* más *at-the-money* con vencimiento más cercano, para las principales empresas que integran el índice MSCI EM.

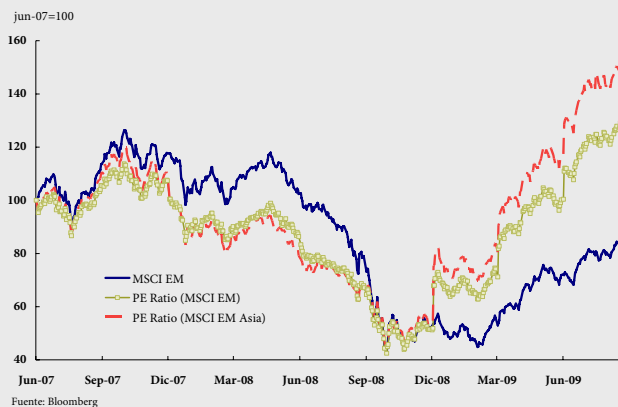
mento en la interrelación de las bolsas de EM con los índices que recogen el comportamiento del mercado global<sup>16</sup> (ver Gráfico A.2.2). Esta fuerte correlación también se verifica a nivel intra-diario, con los índices bursátiles de mercados emergentes reaccionando claramente ante novedades en las plazas desarrolladas. Por otra parte, la sensibilidad de los mercados emergentes con respecto a la situación global (tal como lo mide el beta del MSCI EM) también se encuentra en niveles relativamente altos.

El mayor interés por las acciones de EM se evidencia no sólo en las cotizaciones sino también en variables vinculadas con movimientos de cartera. Los fondos de inversión especializados en acciones de EM<sup>17</sup> acumulan a fines de septiembre de 2009 ingresos por cerca de US\$38.000 millones<sup>18</sup>. Esto prácticamente compensa las salidas contabilizadas durante el segundo semestre de 2008, evidenciando un reflujo desde fondos de *money market*. Sin embargo, esta corriente hacia renta variable emergente se ha mostrado muy sensible a señales cambiantes sobre la recuperación de la economía global, llegando a registrarse flujos negativos en semanas específicas de junio y agosto.

siderablemente durante el año. Las menores ganancias reportadas por las empresas, junto con las fuertes subas experimentadas en la valoración del capital propio, llevaron a este ratio a por encima de los valores pre-crisis, aunque este fenómeno fue más marcado en regiones específicas, como Asia. En efecto, en agosto se registró una importante corrección de precios (mermas mayores a 20%) en la bolsa china, de cara al eventual levantamiento de determinadas políticas de estímulo.

En síntesis, el desempeño reciente de los activos de economías emergentes está en buena parte explicado por una corrección de precios luego de la sobre-reacción observada durante los picos de turbulencia. Sin embargo, los avances se dan en un contexto aún volátil y con posibilidad de fuertes ajustes en los precios. Por otro lado, a mediano plazo se espera que se consolide la mejora en las cotizaciones, acompañando la gradual recuperación de las variables fundamentales de las EM. La salida de la crisis encontraría a los emergentes bien posicionados, en base a sus ratios de endeudamiento y apalancamiento financiero relativamente bajos, altos niveles de reservas internacionales, déficit fiscales controlables y niveles de inflación acotados.

Gráfico A.2.3  
Evolución de Activos Emergentes



El *rally* de los índices bursátiles de economías emergentes en los últimos meses, en un contexto aún incierto, comenzó a generar dudas con respecto a su sustentabilidad y la posibilidad de una relativa sobrevaluación en ciertos segmentos (ver Gráfico A.2.3). Por ejemplo, el ratio de precio sobre ganancias<sup>19</sup> para los emergentes subió con-

<sup>16</sup> El análisis de correlaciones y beta se realiza comparando el MSCI EM con el MSCI Mundial (con una ponderación predominante de las plazas desarrolladas).

<sup>17</sup> Según datos de *Emerging Portfolio Fund Research*.

<sup>18</sup> Solamente durante el segundo trimestre del año se produjo una entrada récord de US\$26.500 millones, con fuerte direccionamiento hacia fondos especializados en BRICs.

<sup>19</sup> Se trata de las ganancias contabilizadas por las empresas (y no de las ganancias esperadas).

## I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

### *Los sistemas financieros de América Latina continúan mostrando una robusta posición frente a las turbulencias internacionales*

La mayoría de los sistemas financieros de América Latina continúan demostrando una mayor capacidad de resistencia frente a las turbulencias internacionales respecto a episodios de crisis anteriores. Los niveles de liquidez y solvencia se mantienen elevados, superando a los de otras regiones (ver Gráficos I.16 y I.17), como resultado del buen desempeño macroeconómico de los últimos años y de las medidas en materia financiera adoptadas por la mayoría de las economías de la región<sup>20</sup>.

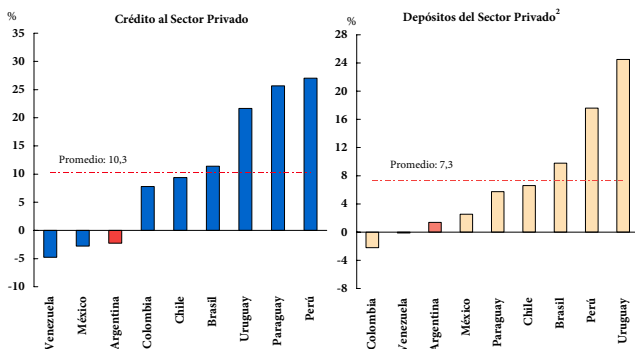
Sin embargo, los sistemas bancarios latinoamericanos no son inmunes a la crisis financiera global, cuya duración está afectando a los mercados de la región. Uno de los máximos desafíos a los que se enfrentan los sistemas financieros latinoamericanos es la reducción, y en algunos casos la reversión, tanto del crédito transnacional otorgado por los bancos globales como de las financiaciones concedidas por las filiales de bancos internacionales. El *flight to quality* impulsado por la aversión al riesgo emergente también impacta sobre los sistemas financieros latinoamericanos, dificultando las condiciones para la obtención de fondeo de mayor plazo y reduciendo la liquidez de los mercados locales.

El aumento de la actividad de intermediación financiera con el sector privado está evidenciando un ritmo más moderado. Los créditos a las empresas y a las familias registran tasas de crecimiento positivas en la mayoría de los países de la región, fondeados principalmente por el aumento de los depósitos del sector privado (ver Gráfico I.18).

Se verifica cierta materialización del riesgo de crédito que enfrentan los sistemas financieros latinoamericanos, si bien aún se ubica en niveles acotados tanto desde una perspectiva histórica como respecto a otras regiones emergentes. En este sentido, la caída en el nivel de actividad económica se traduce en una menor capacidad de pago de las empresas y de las familias y, consecuentemente, en una mayor irregularidad del crédito al sector privado, mayormente impulsada por el deterioro en la calidad de los créditos al consumo de los hogares. Las provisiones superan a las financiaciones irregulares en la mayoría de las economías latinoamericanas, situación que, combinada con los altos niveles de capitalización,

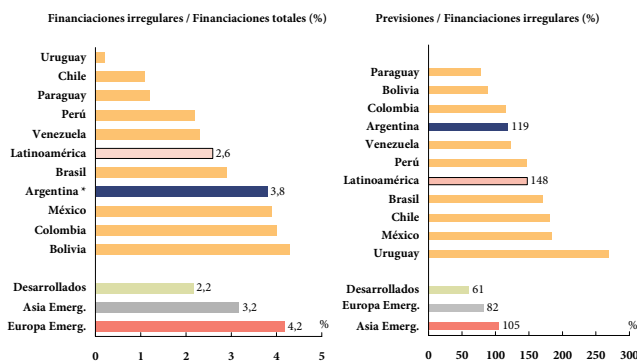
Gráfico I.18

Intermediación Financiera en Latinoamérica  
Var. % i.a. deflactada por IPC<sup>1</sup> - Último dato disponible



Nota 1: Argentina se deflacta por IPI  
Nota 2: Se corrigen los saldos de balance por el traspaso de las cuentas de las AFJP a la Anses  
Fuente: FMI

Gráfico I.19  
Irregularidad y Provisionamiento  
Último dato disponible



\*Nota: financiaciones irregulares del sector privado como porcentaje de las financiaciones totales del mismo sector  
Fuente: FMI

<sup>20</sup> Entre las mismas se destacan: recapitalización de bancos, fortalecimiento de la regulación prudencial, mejoras en la supervisión, mayor transparencia y mayores estándares de liquidez precautoria.

constituyen señales de la buena posición patrimonial de los bancos de la región (ver Gráfico I.19).

Los sistemas financieros latinoamericanos continúan observando sólidas variables fundamentales, situación que les permitiría recobrar un mayor dinamismo en la intermediación de fondos ante un escenario de reversión de las condiciones financieras internacionales. No obstante, la profundidad y la prolongación de la crisis sigue siendo una fuente potencial de vulnerabilidad que debe ser tenido en cuenta al evaluar el desempeño del sector.



## II. Entorno Local

### Síntesis

Las sólidas condiciones macroeconómicas que exhibe Argentina, a diferencia de lo registrado en anteriores episodios de turbulencia internacional, han permitido que comiencen a emerger los primeros signos de recuperación, tras la ralentización de la marcha de la actividad observada entre fines de 2008 y comienzos de año. Los superávits gemelos sumados al elevado nivel de reservas internacionales ayudan a amortiguar los efectos de la crisis global. En 2009 el saldo de Cuenta Corriente del Balance de Pagos se mantendría en terreno positivo por octavo año consecutivo y muy por encima de los valores negativos existentes tanto en la crisis del Tequila (1994) como tras la devaluación de Brasil (1999) (ver Gráfico II.1).

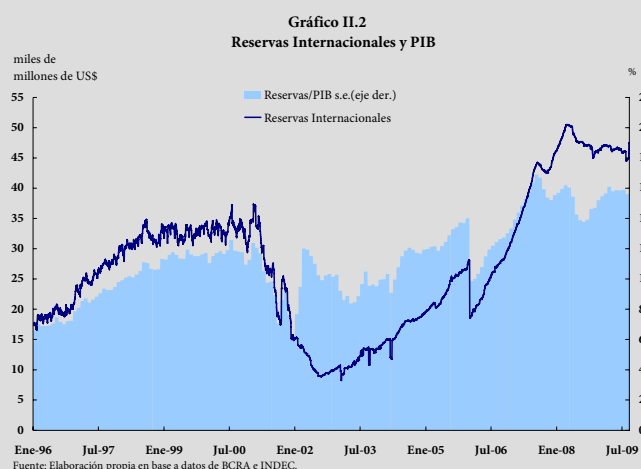
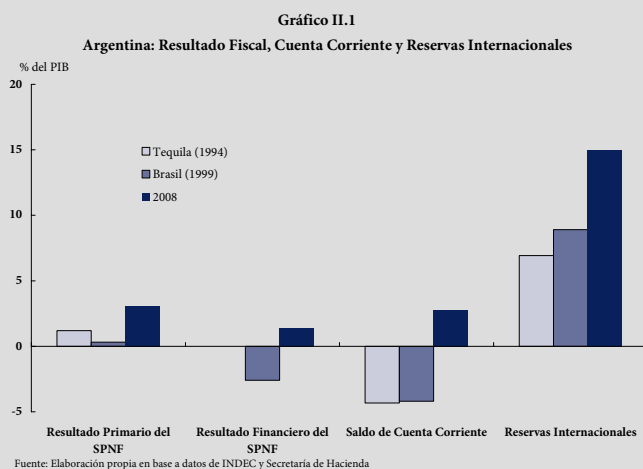
Las políticas prudenciales implementadas por el BCRA durante los últimos años continúan permitiendo al sistema financiero mitigar el impacto de la crisis financiera internacional, convirtiéndolo en un elemento “amortiguador” ante cambios adversos de contexto, a diferencia de épocas pasadas. En los últimos meses esta Institución implementó medidas adicionales para expandir la liquidez, que contribuyen a la estabilidad financiera local y respaldan la paulatina recuperación de la economía.

Los precios internos mantienen una dinámica acotada, en consonancia con la evolución del nivel de actividad, la cotización de las materias primas y la política monetaria

en ejecución. El BCRA continúa cumpliendo con las metas del Programa Monetario, con medios de pago (M2) en pesos que se ubican dentro del rango establecido.

Los activos de renta fija local tuvieron una importante recuperación en sus cotizaciones en lo que va del año, evidenciándose aún una marcada volatilidad en el mercado. Este desempeño se consolidó con los pagos de vencimientos soberanos y con los canjes de algunos títulos ajustables por CER, demostrando la capacidad y voluntad del Gobierno de llevar adelante sus compromisos, lo que contribuyó a reducir significativamente el riesgo percibido. Las cotizaciones de las acciones acompañan el mejor clima de los mercados. El financiamiento privado a través de la emisión de fideicomisos financieros y de bonos corporativos mejora gradualmente.

Para lo que resta de 2009 se espera que siga manteniéndose la paulatina recuperación de los mercados internacionales, mientras que la economía local recobraría gradualmente su dinamismo. El sostenimiento de los pilares macroeconómicos monetarios y fiscales, combinados con las políticas prudenciales y de provisión de liquidez implementadas por el BCRA, conforman un marco adecuado para la recuperación de la economía local, complementando el impulso derivado de la mejora en el contexto externo.



## II.1 Coyuntura macroeconómica

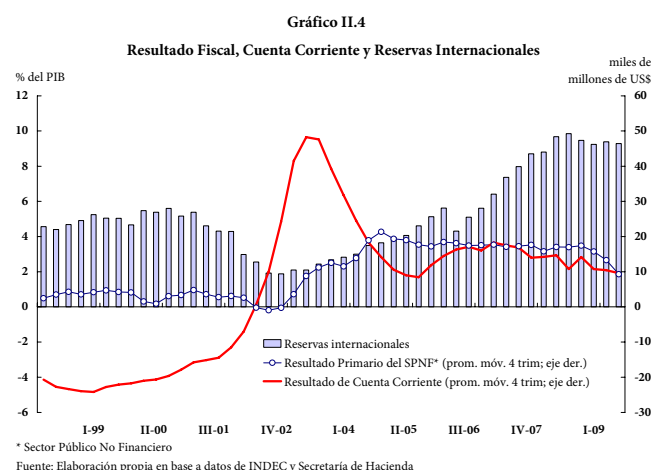
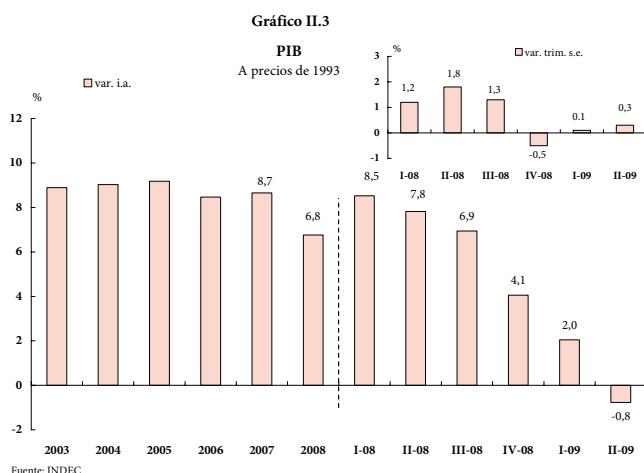
**La actividad económica local comienza a dar señales de estabilización, con perspectivas de recuperar gradualmente su dinamismo**

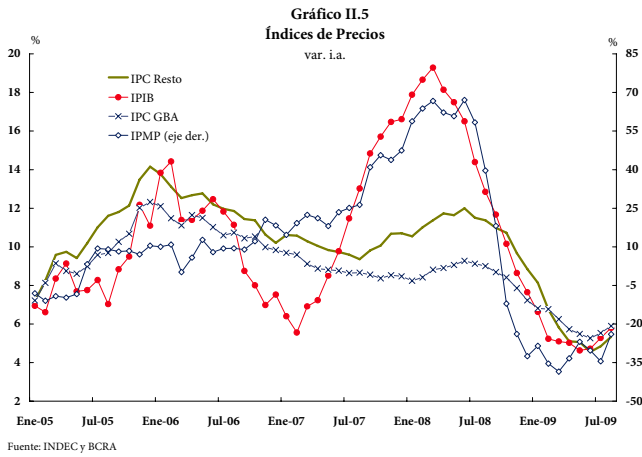
Los indicadores adelantados de la actividad local muestran en el margen signos de estabilización e incluso mejora, tras el impacto de la crisis internacional en las economías de todo el mundo, entre las que Argentina no fue la excepción (ver Gráfico II.3). La industria, uno de los sectores más afectados, se estaría recuperando merced a un repunte de las exportaciones y por la recomposición de inventarios en algunos bloques. Parte de los sectores de servicios continúan creciendo a pesar de cierto impacto negativo de la reciente pandemia. En este contexto, la actividad agregada podría gradualmente recobrar dinamismo durante lo que resta del año.

El impacto local de la crisis económica global se reflejó en una menor creación de empleo, particularmente en el sector privado formal. En efecto, la incertidumbre creada por la crisis global había llevado a un proceso de revisión de los planes de expansión en la dotación de trabajadores de diversos bloques productivos. Los datos del sistema previsional muestran que algunos sectores como la industria y la construcción habían comenzado a contraer su número de ocupados, aunque ello fue amortiguado por planes gubernamentales de subsidios a empresas y/o sectores en crisis. La paulatina recuperación de la actividad económica revertiría gradualmente la pérdida de dinamismo en el mercado laboral.

Las exportaciones parecen recobrar dinamismo luego de reflejar el impacto de la retracción del comercio mundial, especialmente en manufacturas agropecuarias e industriales. Las importaciones muestran una marcada disminución, incrementando el saldo comercial esperado. Se proyecta un superávit anual mayor al registrado en 2008, impulsando también el saldo de la Cuenta Corriente, que se mantendría en terreno positivo por octavo año consecutivo (ver Gráfico II.4).

Los precios internos mantienen una dinámica acotada (ver Gráfico II.5), de la mano de la evolución de la actividad agregada y la menor presión de las cotizaciones de las materias primas. Se proyecta una desaceleración adicional, aunque su evolución seguirá dependiendo de la convergencia de la política fiscal, de ingresos y de competencia, complementadas por la política monetaria en ejecución por el Banco Central.

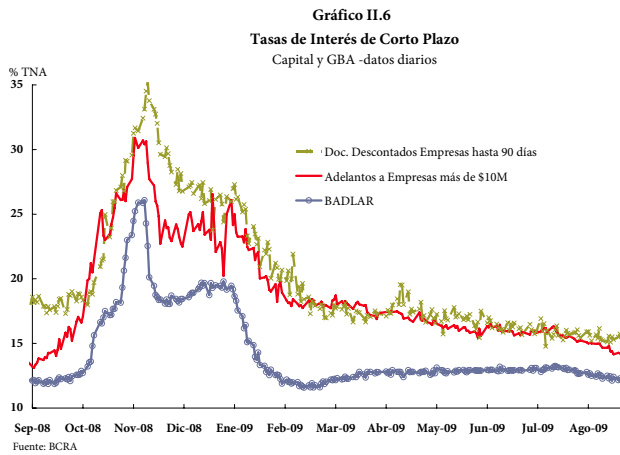




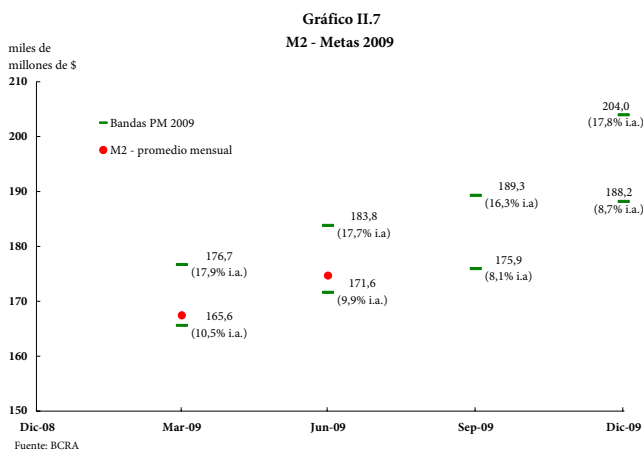
### El BCRA continúa implementando medidas anti-cíclicas, garantizando el normal funcionamiento del mercado financiero

La serie de políticas prudenciales llevadas a cabo durante los últimos años por el Banco Central le permiten al sistema financiero mitigar el impacto de la crisis financiera internacional, actuando como un “amortiguador” de los efectos de *shocks* externos sobre la economía real en lugar de ser un “propagador” como en épocas pasadas.

Entre las medidas de política monetaria instrumentadas por esta Institución en los últimos meses, cabe mencionar la readecuación del esquema de operaciones de pasés, eliminando algunos plazos que habían sido habilitados temporalmente durante el período de mayor volatilidad internacional y, disminuyendo las tasas de interés de las operaciones de 1 y 7 días en 50 p.b. en dos oportunidades (julio y agosto) y 25 p.b. en septiembre.



A fin de generar un nuevo canal para acceder a financiamiento en caso de ser necesario, y siempre y cuando hayan incrementado los préstamos al sector privado, se habilitó a las entidades financieras a participar en licitaciones de opciones de acceso a pasés activos en pesos. El Banco Central comenzó también a licitar *swaps* de tasas de interés fija por variable, ayudando a administrar el riesgo de tasa de interés, y contribuyendo a que los bancos alarguen los plazos de otorgamiento de préstamos a tasa de interés fija. Además se tomaron medidas orientadas a dinamizar el mercado de futuros de tasa de interés. Se habilitó en agosto un mecanismo para participar en el mercado de futuros de BADLAR en el MAE, facilitando el crédito entre contrapartes mediante la denominada “Función Giro”, que permite llevar adelante operaciones cuyas “puntas” (ofertas de compra y de venta) tuvieran idénticos términos pero no pudieran concertarse por falta de crédito para operar entre las partes. Adicionalmente, se anunciaron acuerdos de *swaps* de monedas con el Banco del Pueblo de China y con el Banco Central de Brasil.



Durante la primera mitad del año el BCRA actuó en el mercado cambiario a través de la venta de divisas moderando la volatilidad del peso, al tiempo que siguió inyectando liquidez, principalmente vía la recompra de Letras y Notas en el mercado secundario y su renovación por montos menores a los vencimientos. Desde agosto la demanda de dinero estaría normalizándose, lo que se viene reflejando en las tasas de interés (ver Gráfico II.6), permitiéndole al Banco Central volver a ser un comprador neto de divisas (ver Gráfico II.2)

**El desempeño positivo de las principales variables monetarias y financieras prueba el éxito de la política adoptada por el BCRA**

Aún en un contexto de persistente volatilidad a nivel mundial, las principales variables monetarias y financieras locales evolucionan positivamente, poniendo de manifiesto el éxito de la estrategia seguida por el BCRA basada en cuatro pilares fundamentales: una política monetaria consistente y prudente, políticas financieras anticíclicas, flotación administrada de la moneda y una regulación que limita la exposición a riesgos.

Este marco permitió que se cumplan las metas del Programa Monetario, tanto en el primer como en el segundo trimestre de 2009. Los medios de pago (M2) en pesos se ubicaron, una vez más, dentro del rango establecido por el Programa Monetario (ver Gráfico II.7). El Banco Central, con el fin de seguir reafirmando su compromiso de brindar un horizonte de certidumbre amplio respecto a las variables monetarias y financieras, dio a conocer a fines del segundo trimestre la estimación 12 meses vista para los agregados M2 y M2 privado. La variación interanual del M2 se ubicaría en junio de 2010 en torno al 11% y la del M2 privado en torno al 12,9%.

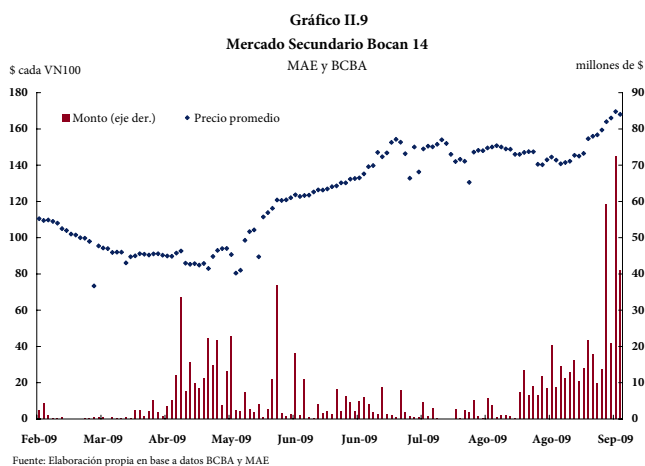
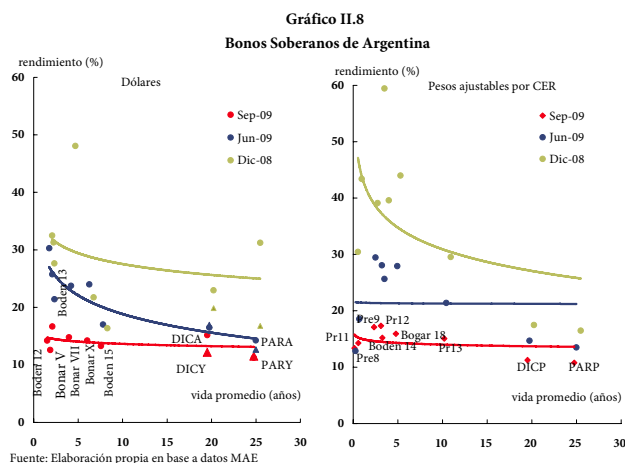
Para lo que resta de 2009, las condiciones en los mercados financieros internacionales continuarían siendo volátiles, aunque mejorando paulatinamente. Frente a este escenario, el mantenimiento de resultados positivos de las cuentas fiscales y externas del país, sumados a los mecanismos preventivos desarrollados durante los últimos años por el BCRA, deberían acortar las fluctuaciones de las variables monetarias y financieras, junto con su impacto en la economía local.

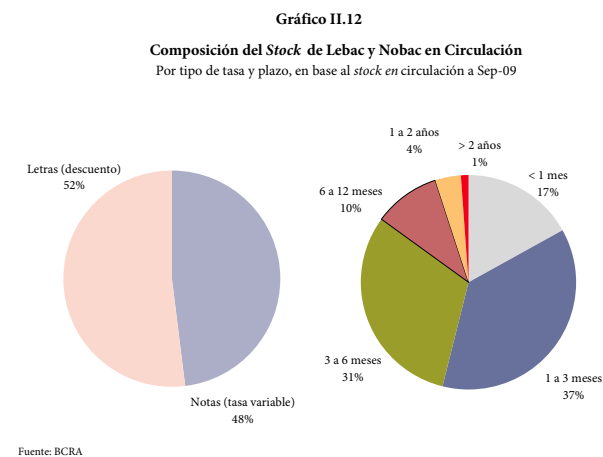
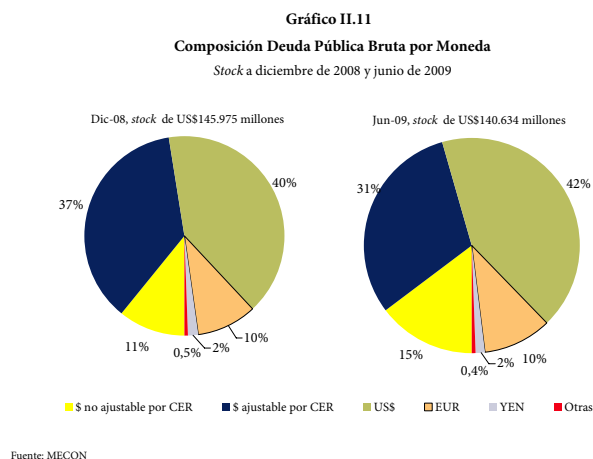
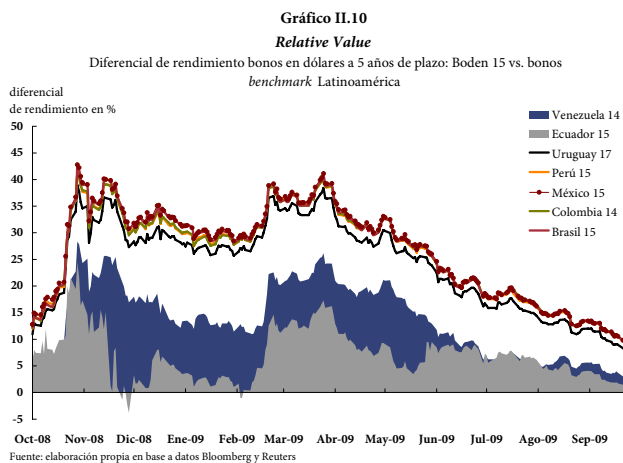
**II.2 Mercado de capitales**

**Se recuperan las cotizaciones de renta fija, con mercados caracterizados por una volatilidad persistente y bajo volumen operado**

Los distintos activos financieros en el mercado local están recuperándose de manera notoria desde los niveles fuertemente erosionados de principios de 2009, en un contexto de la mejora en los mercados de capitales internacionales y por distintos factores locales. Se sigue observando una importante volatilidad, en un mercado caracterizado por un bajo volumen de operaciones.

Las cotizaciones de los títulos públicos soberanos registran un marcado rebote luego de los mínimos de marzo de este año. Si bien se mantiene una importante volatilidad en las cotizaciones, con un acotado volumen de ope-





raciones locales, las curvas de rendimientos para los instrumentos en pesos como para aquellos ajustables por CER mostraron un fuerte desplazamiento descendente (ver Gráfico II.8). Para los instrumentos más líquidos (especialmente los más cortos, como el Boden 12 y el Bogar 18) las paridades paulatinamente retornan a los niveles vigentes en junio de 2008. La recuperación se consolida en agosto, tras efectuarse el pago del cupón de Boden 12 por más de US\$2.200 millones, dando una señal concreta sobre la capacidad y voluntad del Gobierno de afrontar sus compromisos financieros. Los instrumentos en pesos sin ajuste verificaron una tendencia análoga, destacándose la mejora en las cotizaciones del Bocan 14 emitido este año<sup>21</sup> (ver Gráfico II.9).

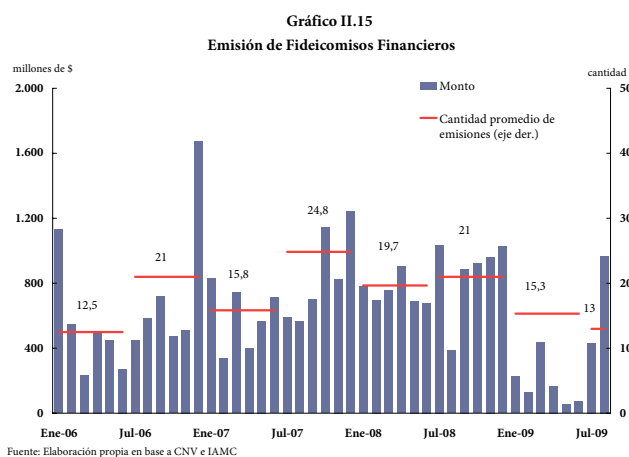
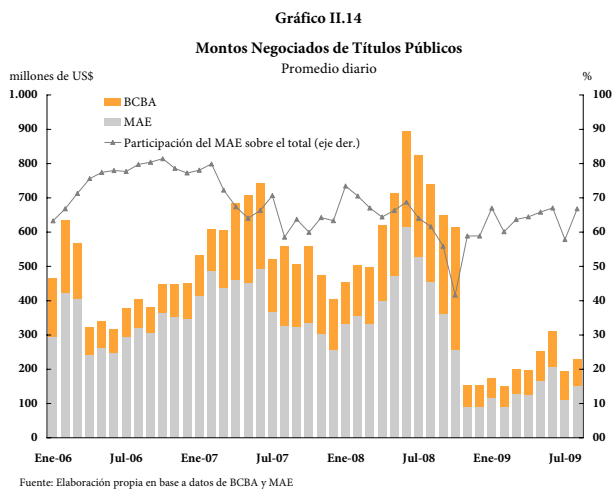
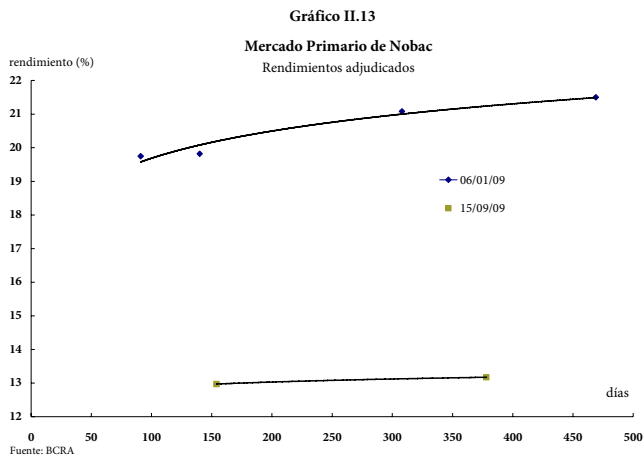
Mejoran los indicadores de riesgo percibido de Argentina, en un contexto de recuperación parcial del apetito por la renta fija emergente y de ampliación de los rendimientos de los *Treasuries* norteamericanos. De la mano de la recuperación de los bonos soberanos de más largo plazo en dólares, el *spread* de riesgo medido por el EMBI+ de J.P. Morgan verificó un marcado descenso, ubicándose actualmente en torno a los 750 p.b. tras haber superado los 1.900 p.b. en octubre pasado. El *spread* soberano de Argentina continúa recortando su brecha con respecto a los rendimientos de los bonos *benchmark* emergentes (ver Gráfico II.10).

En lo que va de 2009, el financiamiento del Gobierno se basó en operaciones *intra* sector público<sup>22</sup>. Adicionalmente se realizaron varias operaciones tendientes a reducir los compromisos financieros de corto plazo, como el canje realizado de Préstamos Garantizados Nacionales (PGN) en el primer bimestre del año y una operación de refinanciación de letras de corto plazo en poder del AN-SeS usando Bonar 16 en pesos, sumado a una suscripción posterior del mismo bono. Las últimas emisiones se realizaron mediante instrumentos en pesos a tasa variable (Badlar). Como resultado, la proporción de la deuda que ajusta por CER se redujo a 31% del total, mientras que se incrementó hasta 15% la ponderación de aquella en pesos sin ajuste<sup>23</sup> (ver Gráfico II.11). Más recientemente, el Gobierno tomó nuevas medidas de administración de pasivos con el objetivo de reducir los compromisos financieros de corto plazo. Ello incluyó dos canjes de instrumentos ajustables por CER, que abarcaron 10 especies elegibles (varios PGN, los bocones Pre9 y Pr12 y el Boden 14). Fueron colocados como resultado

<sup>21</sup> En la actualidad es la especie en pesos sin ajuste por CER más líquida.

<sup>22</sup> Se destaca la financiación otorgada por el Banco de la Nación Argentina. En total, la colocación de bonos y letras en lo transcurrido de 2009 rondaría los \$9.800 millones, exceptuando los bonos emitidos como consecuencia de los canjes realizados.

<sup>23</sup> Se excluye del total de la deuda la no presentada al canje de 2005 (*holdouts*).



de dicha operación Bocan 14 y el nuevo Bonar 15<sup>24</sup>, ambos con cupón en base a Badlar.

### **Los Nobac y Lebac siguieron siendo la principal herramienta para inyectar liquidez en el mercado**

En línea con las medidas implementadas desde que se iniciaran las turbulencias financieras, el BCRA continúa adecuando la colocación primaria de sus instrumentos, adaptando los montos colocados y los plazos ofrecidos a las condiciones monetarias (ver Gráfico II.12). El saldo de títulos del BCRA, que asciende aproximadamente a \$40.000 millones, está compuesto en algo más de su mitad por instrumentos de plazo residual de hasta 3 meses. Los títulos con plazo mayor a un año representan actualmente un 5% del *stock* total.

Las tasas de interés observadas en las colocaciones primarias de Lebac permanecen relativamente estables, con una gradual tendencia descendente a partir de Julio. En línea con la reducción en la tasa Badlar, la curva de rendimientos de Nobac se desplazó en forma descendente y evidencia un leve aplanamiento respecto de la vigente a principios de 2009 (ver Gráfico II.13).

Las operaciones con Lebac en el mercado secundario se dinamizaron en los últimos meses, luego de un período con escasas negociaciones. Los retornos observados en el mercado de letras se contrajeron, llevando a un desplazamiento descendente de la curva de rendimientos, con un leve empinamiento derivada de una mayor reducción de los rendimientos en el tramo más corto. Las cotizaciones de Nobac se mantienen relativamente estables, si bien el *spread* sobre Badlar se ha reducido en algo más de 100 p.b. respecto de principio de año.

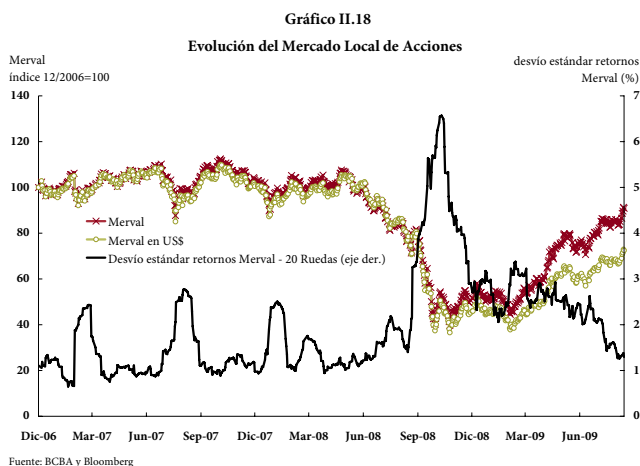
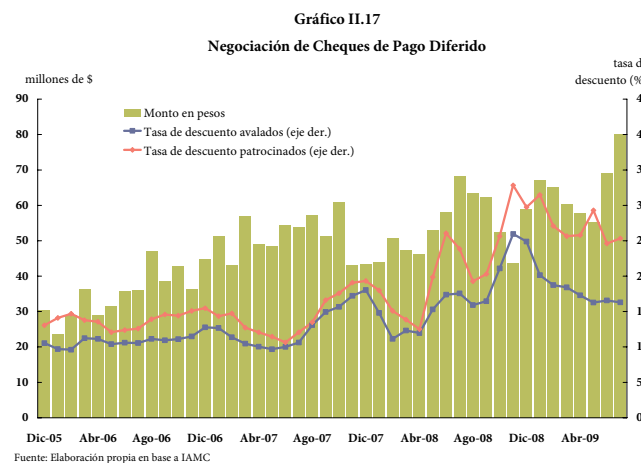
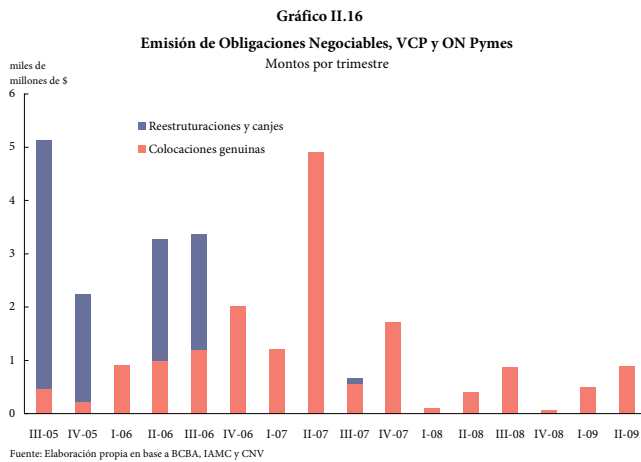
### **Aumenta levemente la negociación de instrumentos de renta fija en el mercado local**

El monto negociado en instrumentos de renta fija en las plazas locales (títulos públicos y Lebac/Nobac) presenta una leve recuperación respecto de los últimos meses de 2008<sup>25</sup>, permaneciendo por debajo de los niveles de años anteriores (ver Gráfico II.14). En mayo y junio se observó transitoriamente una mejora sustancial, vinculada con la negociación del *strip* de Boden 2012<sup>26</sup>. Se mantiene así una alta participación de las Letras y Notas del BCRA en el total del mercado de renta fija, que hacia fi-

<sup>24</sup> Fueron colocados VN\$4.353 millones en bono y pagaré de Bocan 14 y VN\$10.884 millones de Bonar 15. Este último es un bono amortizable en 6 cuotas con cupón flotante en base a la tasa Badlar Bancos Privados. El cupón total será igual a la mencionada tasa más un margen de 300 p.b. El cupón será capitalizable hasta 2011 por la parte de tasa flotante y pagará en efectivo el margen.

<sup>25</sup> Datos de MAE y BCBA.

<sup>26</sup> El Gobierno autorizó la negociación en forma separada del cupón de renta y amortización número 15 de Boden 2012 (vencimiento 3 agosto de 2009), con el objetivo de permitir a los inversores participar en una licitación de recompra para su pago anticipado con un descuento mínimo.



nes de agosto alcanzaba cerca de la mitad del monto transado. Durante el segundo trimestre se observó un incremento mayor a 150% en el volumen negociado de títulos argentinos respecto del trimestre inmediato anterior<sup>27</sup>, ocupando el tercer lugar detrás de Brasil y Turquía entre todos los emergentes.

Se espera que las cotizaciones y los montos transados de los instrumentos de renta fija sigan recuperándose en el mediano plazo, a medida que tanto las condiciones de los mercados financieros internacionales como la economía real local consoliden su estabilización.

### Las colocaciones de fideicomisos financieros recobran dinamismo

Los fideicomisos financieros observaron un fuerte recorte en los montos obtenidos durante el primer semestre del año, aunque continuaron siendo la principal fuente de financiamiento privado a través del mercado (ver Gráfico II.15). En la primera parte del año las colocaciones de fideicomisos financieros se ubicaron en torno a \$1.100 millones, experimentando una contracción respecto a los \$4.500 millones de un año atrás. Aunque no se observó una marcada disminución de la cantidad de emisiones, las colocaciones tuvieron menores montos. No obstante, en los últimos meses las financiaciones a través de dicho instrumento han ido recuperando su vigor, a tono con un mejor clima local. Así, la figura del fideicomiso financiero ha demostrado su fortaleza como alternativa de ahorro y vehículo de financiamiento, luego de superar los efectos de la crisis y algunos hechos puntuales<sup>28</sup>.

### Se recuperan las financiaciones a través de deuda corporativa y de cheques de pago diferido

El financiamiento a través de la emisión de bonos corporativos se está recuperando considerablemente respecto a los niveles deprimidos del año pasado. Teniendo en cuenta la totalidad de las emisiones de deuda (Obligaciones Negociables -ON-, ON de PyMEs y valores de corto plazo -VCP-), el financiamiento obtenido en el primer semestre de 2009 alcanza \$1.400 millones (ver Gráfico II.16). Las emisiones estuvieron concentradas en los sectores de energía eléctrica y metalurgia, agrupando dos tercios de estos recursos. Los fondos obtenidos por el sector bancario representaron cerca del 14% del monto total. El Fondo de Garantía y Sustentabilidad (FGS-ANSES) estuvo presente como inversor en la mayoría de las colocaciones primarias en el año. En las últimas semanas se han verificado diversas emisiones en un contexto más favorable en los mercados. En las colocaciones

<sup>27</sup> En términos globales y según datos de EMTA (Emerging Markets Traders Association).

<sup>28</sup> Como las irregularidades en la generación de caja en un fondo agropecuario de inversión directa.

recientes, en las que el FGS-ANSES no participó, también se observó una auspiciosa recepción del mercado.

La negociación de cheques de pago diferido están evidenciando un aumento, con una mayor participación de los cheques avalados por Sociedades de Garantía Recíproca (casi la totalidad de las transacciones). Este nuevo contexto estuvo caracterizado por un acortamiento de los plazos de financiamiento, aunque menores tasas sobre los cheques avalados (ver Gráfico II.17).

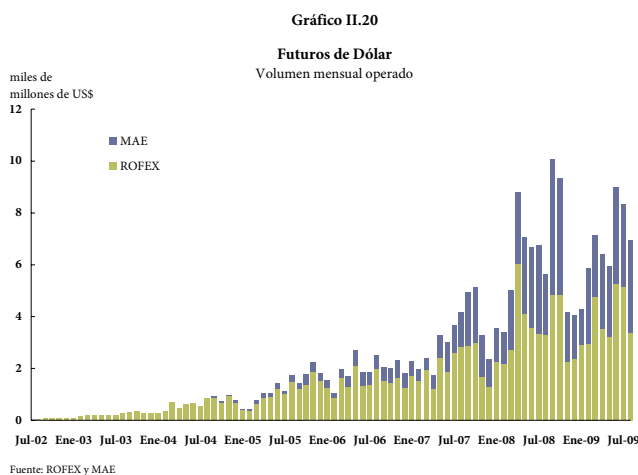
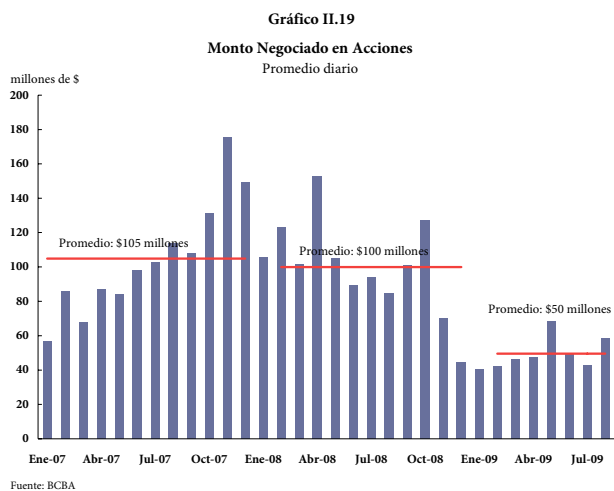
### ***Las cotizaciones de las acciones acompañaron al mejor clima en los mercados***

El índice Merval registró una fuerte recuperación desde el cierre del primer trimestre del año, luego de sufrir un brusco descenso a fines de 2008 como consecuencia de la profundización de la crisis internacional. Se observó una reducción sostenida de la volatilidad, hasta alcanzar niveles previos a la debacle de Lehman Brothers (ver Gráfico II.18). Las bolsas de la región mostraron comportamientos positivos como consecuencia de la fortaleza de sus economías, llevando a los inversores a aumentar su exposición. En el acumulado del año la capitalización bursátil de los bancos se incrementó cerca de 85%. Se espera que las cotizaciones sigan estando condicionadas por el tono de los mercados internacionales y por la evolución de la economía doméstica.

Al igual que en 2008, varias empresas locales recompraron acciones, tanto a través de intervenciones directas en el mercado como por medio de Ofertas Públicas de Adquisición (OPA). No obstante, se ha observado un retroceso de este tipo de operaciones en los últimos meses. En agosto se registró la primera colocación de acciones luego de la agudización de la crisis, por un valor superior a \$30 millones<sup>29</sup>. Los montos negociados en renta variable se mantienen estables en lo transcurrido de 2009 (ver Gráfico II.19), a excepción de mayo cuando diferentes fondos de mercados emergentes habrían desarmado sus posiciones locales, elevando el volumen operado.

### ***Continúa estable el volumen operado en contratos de tipo de cambio a término***

A lo largo de 2009 el volumen de negociación en derivados de tipo de cambio se mantiene relativamente estable (ver Gráfico II.20). Los contratos de derivados registraron picos durante junio, en un contexto de elecciones legislativas. El BCRA participó en los mercados a término con el fin de evitar cambios abruptos en un contexto de volatilidad en los mercados emergentes.



<sup>29</sup> Correspondió a la capitalización de aportes irrevocables de accionistas mayoritarios y de deudas comerciales.



### III. Situación de Deudores

#### Síntesis

Mientras que algunos de los sectores productivos todavía continúan recogiendo los efectos de la contracción de la demanda externa, como es el caso del segmento de bienes durables, la actividad económica local está comenzando a registrar signos de recuperación. Este escenario contribuiría gradualmente sobre la posición económica y financiera del sector corporativo, en un marco en el cual los niveles de endeudamiento continúan siendo moderados y decrecientes.

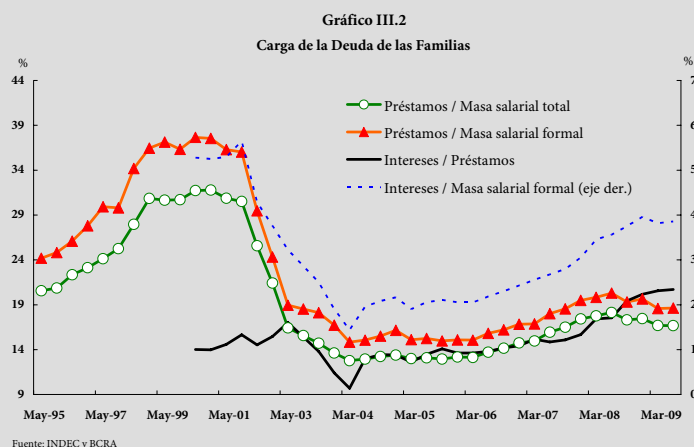
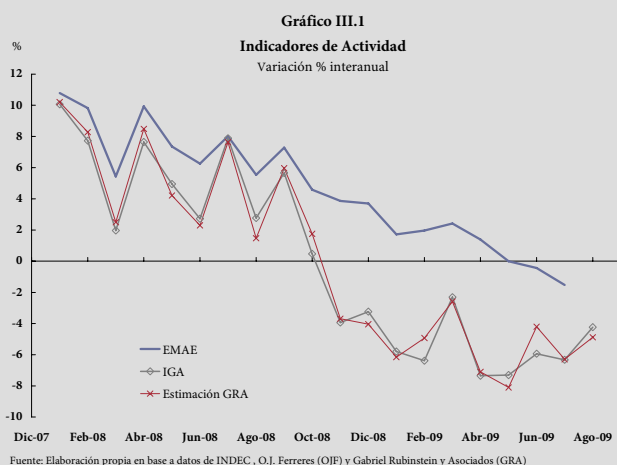
Las ramas industriales que más cayeron a fines del año pasado y comienzos de 2009, como automotores, productos químicos y plásticos, están incrementando su producción. La consolidación de esta evolución favorecería la capacidad de pago de las empresas en los próximos meses.

El sector agropecuario mantiene bajos niveles de actividad debido a las condiciones climáticas adversas que afectaron al país durante la última campaña. Las proyecciones para el ciclo agrícola 2009/2010 son favorables, siendo lideradas por la mayor producción esperada de soja. El bajo peso del endeudamiento verificado en la mayoría de las firmas del sector ha constituido una fortaleza para sobrellevar las condiciones adversas del último año. Las mejores perspectivas para 2010 ayudarían a mejorar sus condiciones económicas y financieras.

Las empresas de servicios continúan evidenciando un impulso de su actividad, con un ritmo de expansión menor al de años anteriores como resultado de la reducción de los servicios prestados a la industria y al agro. Estas condiciones, combinadas con bajos niveles de deuda, permiten consolidar su ya buena capacidad de pago. Las firmas vinculadas al comercio minorista comenzaron a registrar signos de reactivación en los últimos meses, favoreciendo su situación financiera. El sector de la construcción continúa estancado, al tiempo que su reducido endeudamiento le permite mantener una buena salud financiera.

A diferencia de años anteriores, las familias comenzaron a reducir gradualmente sus niveles de endeudamiento, especialmente en las líneas de consumo (personales y tarjetas) que venían creciendo sostenidamente en los últimos años. Si bien continúan evidenciándose ciertos indicios de fragilidad en el mercado laboral, la reducción en el crecimiento de los precios y los menores niveles de carga financiera de los hogares contribuiría a sostener su capacidad de pago de cara al cierre de 2009.

El Sector Público sigue reflejando en cierta medida el efecto de las políticas anticíclicas implementadas en los últimos períodos. Las fuentes locales de financiamiento y las operaciones de administración de pasivos permiten cumplir con todos los vencimientos de la deuda.



### III.1 Deudores del sistema financiero

*El financiamiento bancario a las familias se estabiliza, mientras que los recursos canalizados a empresas sostienen parte de su dinamismo*

Los bancos continúan incrementando su financiamiento al sector privado, evidenciándose cierto freno a la expansión de las líneas destinadas a familias, mientras que el crédito al sector corporativo continúa aumentando, explicando casi 24% de los activos totales (ver Gráfico III.3). La industria y la producción primaria de bienes continúan incrementando su participación relativa en el financiamiento bancario, consolidándose como los principales sectores productivos con casi 62% del total de los recursos destinados a las empresas. (ver Gráfico III.4)

El crédito del sistema financiero al sector público se mantiene en niveles reducidos, al tiempo que los conceptos más líquidos explican casi un tercio del total de activos. Se consolida así la composición del balance, brindando al sector fortaleza ante los efectos locales de las turbulencias en los mercados financieros globales.

### III.2 Empresas

*La economía se estabiliza y las empresas mantienen una buena posición financiera*

La economía local comienza a mostrar signos de estabilización e incluso de mejora en algunos segmentos (ver Gráfico III.1), luego de la ralentización del crecimiento evidenciada a fines de 2008 y principios de año. La producción de bienes sigue contrayéndose (ver Gráfico III.5), aunque algunos sectores presentan una recuperación en el margen alentados por la demanda externa y la necesidad de reponer *stocks*. La industria ya exhibe signos de recuperación, mientras que el sector agropecuario se vio afectado negativamente por la fuerte sequía que azotó al país, aunque podría recuperarse en el ciclo actual bajo condiciones climáticas normales. La producción de servicios sigue creciendo, a un ritmo menor respecto de años anteriores.

El endeudamiento total del sector corporativo<sup>30</sup> en términos de su producto sectorial, continúa verificando una gradual reducción (ver Gráfico III.6), en un marco en donde las empresas utilizan recursos propios como fuente de fondeo. Las obligaciones externas mantienen una alta participación en el endeudamiento total de las empresas (alcanzan casi 70% sobre un total de 23% del PIB), si bien se observa una reducción en los últimos

Gráfico III.3

**Cartera Activa del Sistema Financiero**  
En % del activo neteado - Junio de 2009

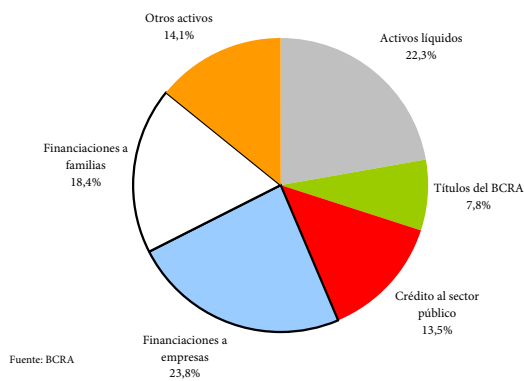


Gráfico III.4

**Cartera de Financiamientos del Sistema Financiero a Empresas**  
Junio 2009

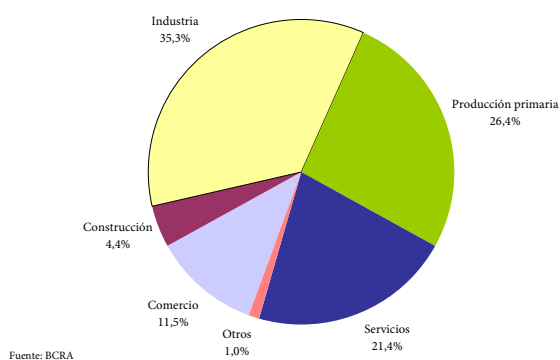
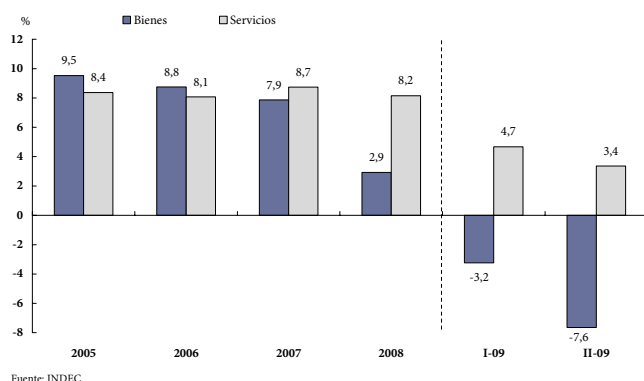


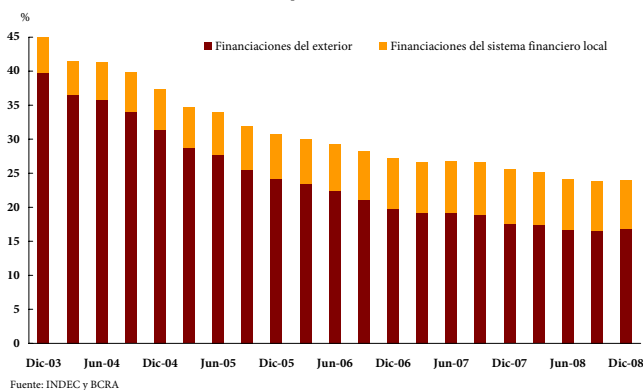
Gráfico III.5

**PIB. Bienes y Servicios**  
Variación % interanual

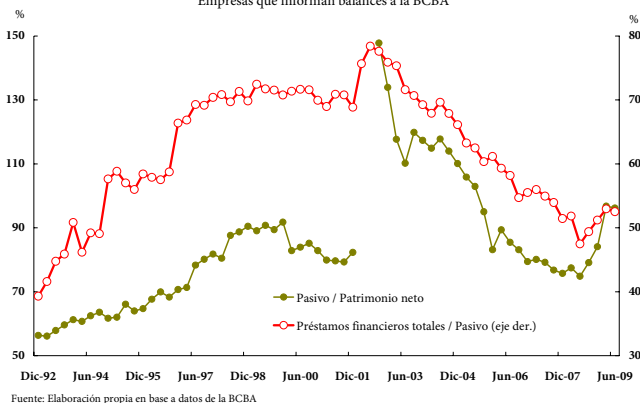


<sup>30</sup> Incluyendo los recursos provenientes tanto del sistema financiero local como del exterior (incluye préstamos financieros y títulos).

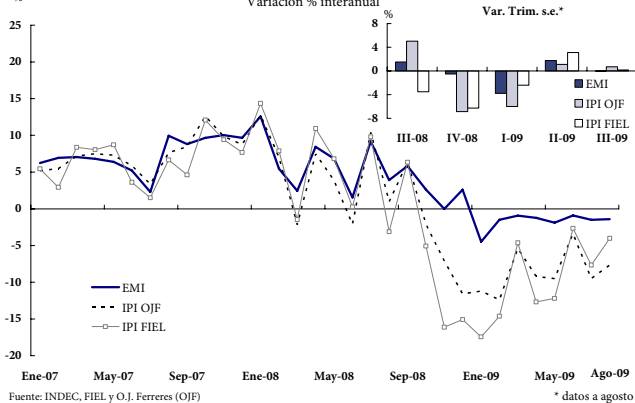
**Gráfico III.6**  
**Deuda de las Empresas**  
En % del PIB promedio móvil 4 trimestres



**Gráfico III.7**  
**Carga de la Deuda del Sector Empresas**  
Empresas que informan balances a la BCBA



**Gráfico III.8**  
**Indicadores Industriales**  
Variación % interanual



años. Disminuye así la ponderación de una potencial fuente de vulnerabilidad, generada a partir de eventuales descalces de moneda en los balances del sector.

En un marco de mayor dinamismo esperado para la actividad económica en los próximos meses, la posición financiera de las empresas grandes con presencia en el Mercado de Valores local se estaría recomponiendo. Gradualmente se dieron mayores niveles de apalancamiento en la actividad si bien aún manteniéndose en valores moderados (ver Gráfico III.7).

Para lo que resta de 2009 se espera una paulatina recuperación de la actividad agregada, en la medida que mejoren gradualmente las condiciones externas y continúe consolidándose la confianza de los agentes económicos locales. Esta situación, combinada con los acotados niveles de endeudamiento, contribuye a mantener la posición financiera del sector.

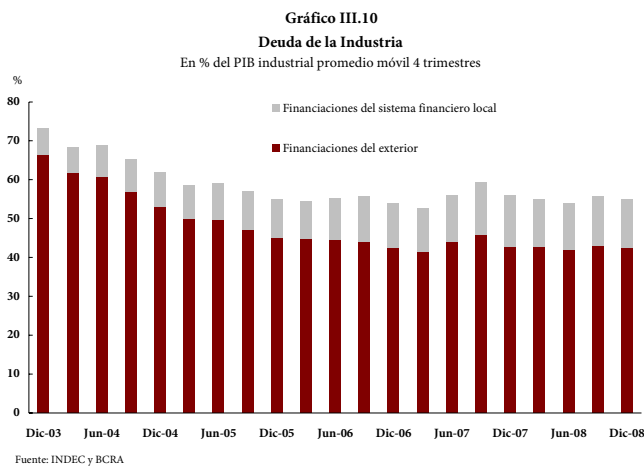
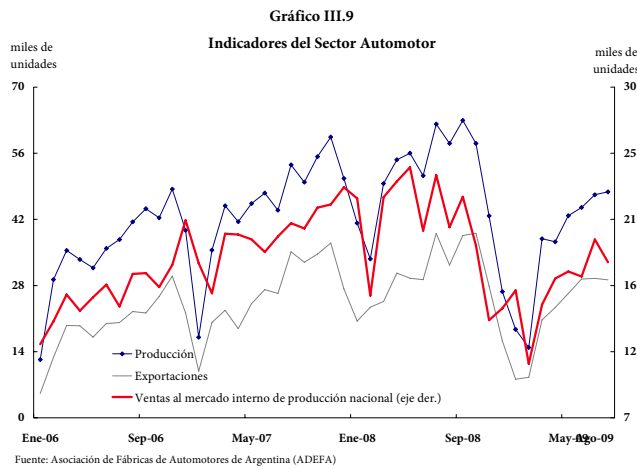
### Sectores productivos

#### *La actividad industrial muestra signos de mejora otorgando un soporte a su capacidad de pago*

La actividad industrial evidencia indicios de estabilización (ver Gráfico III.8), luego del fuerte ajuste iniciado a fines de 2008. Varios sectores reactivaron sus líneas productivas ante la incipiente reacción del comercio internacional, la recuperación de las ventas internas y la necesidad de recomponer stocks. Principalmente las ramas fabriles que experimentaron una fuerte caída en los meses previos, como los automotores (ver Gráfico III.9) y productos químicos y plásticos, son las que están incrementando su producción, al igual que la industria alimenticia.

Como resultado del marco de descensos de los niveles de actividad, las industrias cambiaron transitoriamente sus preferencias de financiamiento. Dada la postergación transitoria de decisiones de inversión, ante perspectivas de crecimiento más moderado, reducen su demanda de crédito de largo plazo. Al mismo tiempo, vieron incrementadas sus necesidades de capital de trabajo para compensar los menores ingresos por ventas.

El endeudamiento tanto interno como externo de la industria estaría gradualmente aumentando, alcanzando aproximadamente 55% del PIB sectorial (representando el externo poco más de 42 p.p.) (ver Gráfico III.10). La reactivación esperada de la actividad industrial podría reflejarse en cierta mejora de la posición financiera del sector, sosteniendo así su capacidad de pago.



**Tabla III.1**  
**Producción de Granos y Algodón**

|                    | 2007-08<br>miles tns. | 2008-09<br>miles tns. | 2009-10<br>miles tns. | Var % de<br>la producción<br>2009-10<br>vs 2008-09 | Dif. en miles de<br>tns.<br>2009-10<br>vs 2008-09 |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--|---|
| <b>Cereales</b>    | <b>44.741</b>         | <b>26.074</b>         | <b>26.379</b>         | <b>1,2</b>   | <b>305</b>  |
| Maíz               | 22.017                | 12.521                | 13.005                | 3,9  | 484   |
| Trigo              | 16.348                | 8.373                 | 6.920                 | -17,4  | -1.453  |
| Sorgo granífero    | 2.937                 | 1.660                 | 3.300                 | 98,8   | 1.640   |
| Otros              | 3.440                 | 3.520                 | 3.683                 | 4,6  | 163   |
| <b>Oleaginosas</b> | <b>51.557</b>         | <b>35.628</b>         | <b>56.587</b>         | <b>58,8</b>  | <b>20.960</b>                                     |
| Soja               | 46.238                | 32.000                | 51.997                | 62,5   | 19.997  |
| Girasol            | 4.630                 | 2.900                 | 3.746                 | 29,2   | 846   |
| Otros              | 689                   | 728                   | 844                   | 16,0   | 117   |
| <b>Algodón</b>     | <b>494</b>            | <b>381</b>            | <b>400</b>            | <b>4,8</b>   | <b>18</b>   |
| <b>Total</b>       | <b>96.792</b>         | <b>62.083</b>         | <b>83.366</b>         | <b>34,3</b>  | <b>21.283</b>                                     |

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

### ***Perspectivas favorables de negocios para el sector primario habilitarían la posibilidad de una recomposición de su situación financiera***

El sector agropecuario enfrenta una caída en su nivel de actividad, ante las malas condiciones climáticas que afectaron al país durante el último ciclo productivo. La producción final de la campaña 2008/09 se ubica por debajo de lo proyectado previamente y de la cosecha anterior (ver Tabla III.1). La baja se origina tanto en una menor producción de soja como de cereales.

Las perspectivas para la campaña 2009/10 que se inicia son favorables, previéndose una mayor cosecha que en el ciclo previo. El crecimiento estaría impulsado por una mayor producción de soja, mientras que la recolección de cereales se mantendría sin cambios significativos. Se espera cierta mejora de la rentabilidad del negocio ante la disminución de los costos (agroquímicos y alquileres).

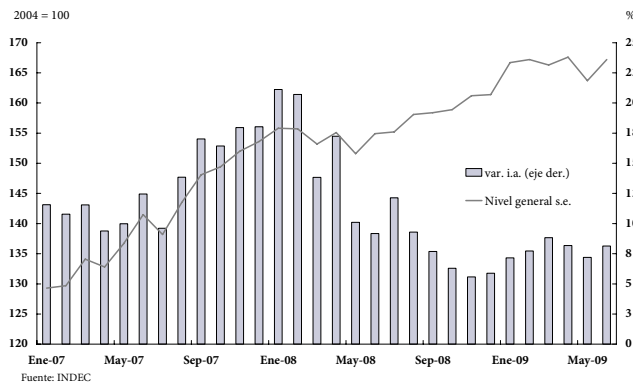
El sector pecuario también vio afectada su actividad por las malas condiciones climáticas, ya que la sequía generó un incremento en la actividad de faena con el fin de evitar pérdidas. Siguiendo la tendencia de años anteriores, el sector lechero está observando un sostenido crecimiento de la producción.

El sector primario continúa presentando moderados niveles de endeudamiento (36,3% del producto sectorial), con un ligero crecimiento a lo largo del último año originado tanto en recursos externos como locales. La pronta recuperación de las condiciones económicas del sector, en línea con la mejora esperada en su actividad, atemperaría ciertas tensiones que podrían presentarse en su capacidad de pago.

### ***La capacidad de pago de las empresas proveedoras de servicios se mantiene debido al bajo endeudamiento del sector***

Los servicios públicos siguen registrando un elevado nivel de actividad (ver Gráfico III.11), con un ritmo de expansión menor al de los últimos años. Las comunicaciones sostienen esta evolución (ver Gráfico III.12), mientras que el resto de los servicios públicos se muestra a la baja, con un descenso del nivel de consumo en relación al año pasado. El transporte de pasajeros y de carga, así como los peajes, están mostrando una disminución, ante la gradual caída de la producción del sector agropecuario, del turismo y de las transacciones comerciales. La demanda de electricidad, gas y agua está sufriendo el efecto de menores niveles de producción en la industria.

**Gráfico III.11**  
Indicador Sintético de los Servicios Públicos

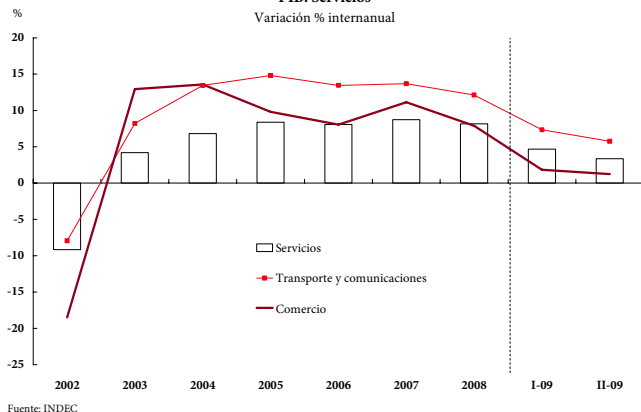


Las empresas de servicios observan bajos y decrecientes niveles de endeudamiento (18,5% del PIB sectorial), verificando una caída en la utilización de los recursos externos. Este contexto contribuye a mantener su posición financiera agregada y su capacidad de pago.

**Las actividades comerciales están experimentando una reactivación en los últimos meses, favoreciendo su situación financiera**

El comercio minorista está mostrando signos de reactivación, presentando un mayor crecimiento en las ventas en supermercados y una recuperación en los centros de compras (ver Gráfico III.13), tendencia en parte favorecida por las promociones realizadas en forma conjunta con las entidades financieras. Siguen en aumento las bocas de expendio de los supermercados y la cantidad de locales comerciales.

**Gráfico III.12**  
PIB. Servicios  
Variación % interanual

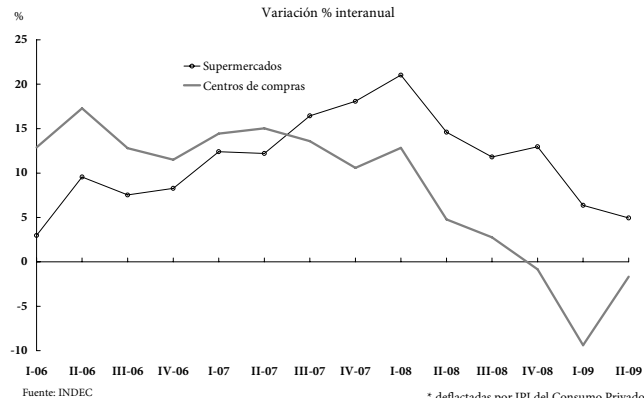


Se está observando cierto crecimiento en las ventas de autos en los últimos meses (ver Gráfico III.9), mientras que la demanda de electrodomésticos sufrió una baja de magnitud, afectando financieramente en cierta medida a varias cadenas de distribución. No obstante, se observa en el margen una recuperación de las ventas de bienes suntuarios y durables, en línea con la estabilización de la confianza de los consumidores y la mayor predisposición a consumir de las familias.

La gradual recomposición de actividad de las firmas comerciales sumada a sus bajos niveles de endeudamiento agregados, permitiría mejorar su posición financiera, situación que se reflejaría en su capacidad de pago.

**En un contexto de menores niveles de actividad y de bajo endeudamiento, las empresas de la construcción sostienen su capacidad de pago**

**Gráfico III.13**  
Ventas Minoristas a Precios Constantes\*  
Variación % interanual

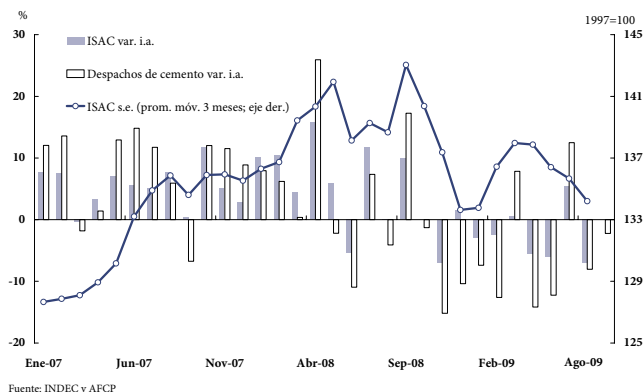


El sector de la construcción continúa estancado (ver Gráfico III.14), manteniendo su nivel de actividad por debajo de los últimos años como resultado de la incertidumbre de los agentes económicos que frena las inversiones en nuevos proyectos.

Las obras destinadas a comercio e industria, al igual que las petroleras, se vieron reducidas ante la menor actividad de esos sectores, situación similar a la ocurrida con las obras de infraestructura. Las edificaciones destinadas a viviendas y fundamentalmente las obras viales, se mantienen en alza principalmente por el impulso del sector público.

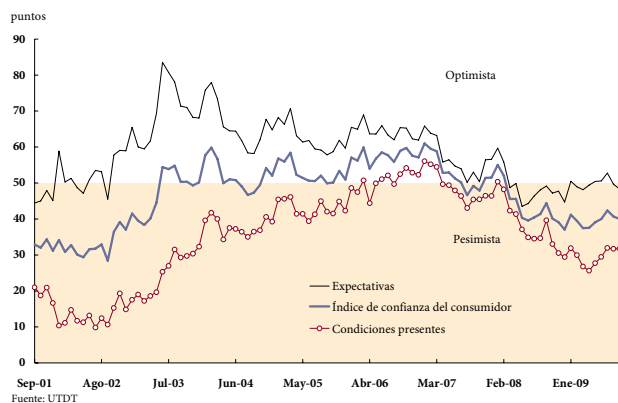
Para lo que resta de 2009 se espera que la actividad siga deteriorándose, al preverse una caída en el inicio de

**Gráfico III.14**  
**Indicadores de la Construcción**



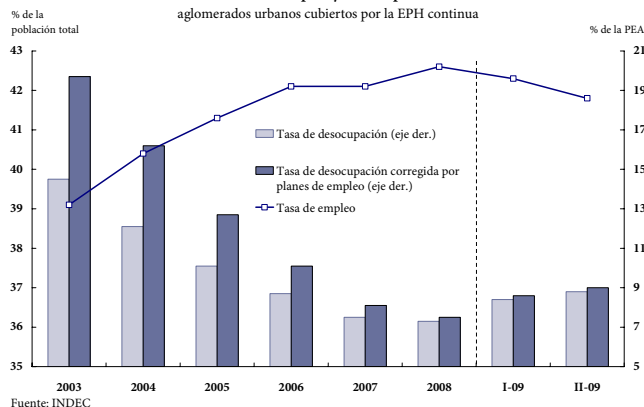
Fuente: INDEC y AFCEP

**Gráfico III.15**  
**Confianza de los Consumidores**



Fuente: UTDT

**Gráfico III.16**  
**Tasas de Empleo y Desocupación**  
aglomerados urbanos cubiertos por la EPH continua



Fuente: INDEC

nuevos emprendimientos privados cuando finalicen las obras en curso, tal como se desprende de la demanda de los insumos y de los permisos de construcción.

En este contexto, las empresas del sector de la construcción sostienen bajos y decrecientes niveles de endeudamiento (casi 11,9% del PIB sectorial), situación que les permitiría mantener su capacidad de pago, más allá de que continúe recogiéndose el efecto de menores niveles de actividad.

### III.3 Familias

***Si bien continúan evidenciándose ciertas señales de fragilidad en el mercado laboral, la desaceleración de la inflación y un menor endeudamiento contribuirían a sostener la capacidad de pago agregada de los hogares***

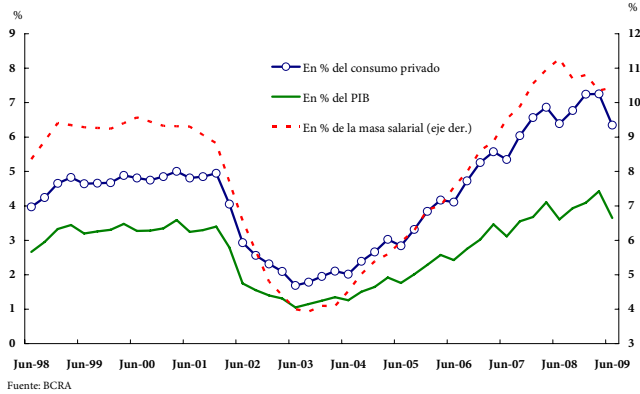
La gradual estabilización de la confianza de los consumidores (ver Gráfico III.15) y la efectivización de los incrementos salariales estaría favoreciendo a la reactivación del consumo de las familias, particularmente de bienes durables y suntuarios que habían experimentado un fuerte ajuste. En tanto, persiste cierto grado de incertidumbre que ha generado un incremento del ahorro precautorio y una estabilización en la participación de las familias en el mercado de crédito.

El mercado laboral evidencia algunas señales de fragilidad, situación que se manifiesta en una menor demanda y un incremento en las suspensiones y despidos en algunos sectores. En el segundo trimestre del año se registró un incremento interanual del desempleo por primera vez desde 2003 (ver Gráfico III.16).

Los ingresos nominales presentan un menor ritmo de crecimiento que en años previos, ante una pauta de incremento salarial menos elevada. Por su parte, la desaceleración de la inflación mantendría los niveles de consumo de las familias, en tanto que se espera un nuevo incremento en los haberes de pensionados y jubilados a partir de los ajustes determinados por la Ley de Movilidad Previsional.

Las familias están evidenciando indicios de una leve reducción de sus niveles de endeudamiento, a diferencia de la tendencia de los últimos años. Más aún, el crecimiento de la carga de los servicios de sus obligaciones se estaría estabilizando (ver Gráfico III.2). Este nuevo contexto podría reflejarse en el sostenimiento de su capacidad de repago. El endeudamiento mediante las líneas crediticias destinadas al consumo (personales y tarjetas de crédito) que venían siendo las más dinámicas en

**Gráfico III.17**  
**Endeudamiento por Consumo de las Familias**  
 Préstamos personales y tarjetas de crédito



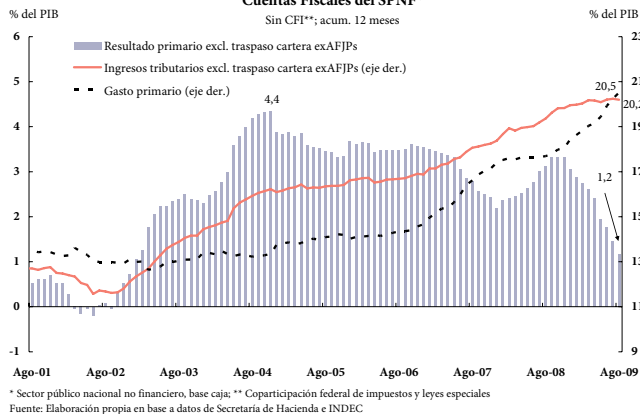
2008, actualmente está perdiendo ponderación tanto en términos del PIB como del consumo privado (ver Gráfico III.17).

### III.4 Sector público

*En línea con lo ocurrido en la generalidad de los países al enfrentar la crisis internacional, las finanzas públicas nacionales exhibieron cierto deterioro en lo que va del año, mientras que se espera que el resultado primario se mantenga en terreno positivo para todo 2009*

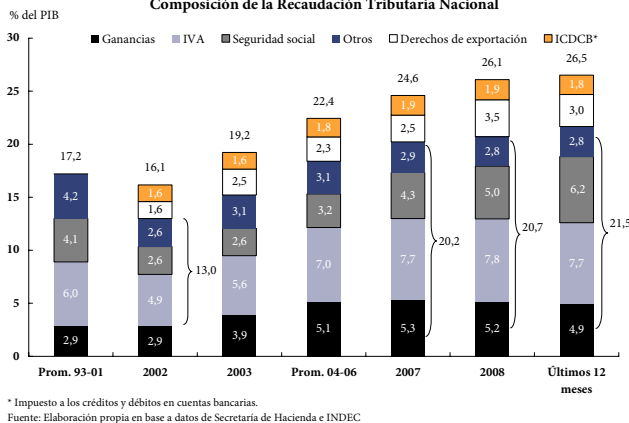
El resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se mantiene en terreno superavitario en la primera parte de 2009, exhibiendo una reducción respecto de igual período del año anterior, en tanto que el resultado financiero es deficitario. Así, el superávit primario totaliza alrededor de 1,2% del PIB en los últimos 12 meses, esperándose que se mantenga en terreno positivo a lo largo de todo 2009 (ver Gráfico III.18).

**Gráfico III.18**  
**Cuentas Fiscales del SPNF\***  
 Sin CFI\*\*; acum. 12 meses



En la primera parte del año la recaudación registra una suba nominal de 13% i.a., 7% i.a. si se descuentan los ingresos asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). Los ingresos tributarios fueron impulsados básicamente por la seguridad social, que explicó más de dos terceras partes del crecimiento en lo que va del año. La recaudación continuó desacelerándose en términos reales (con tasas de crecimiento cercanas a cero en los primeros ocho meses del año), totalizando cerca de 27% del PIB, un nuevo récord histórico<sup>31</sup> (ver ver Gráficos III.19 y III.20).

**Gráfico III.19**  
**Composición de la Recaudación Tributaria Nacional**

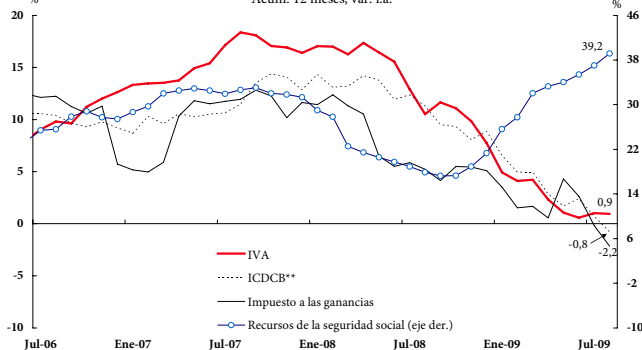


Durante 2009 el Gobierno Nacional implementó una Moratoria impositiva y previsional y un plan de Blanqueo-Repatriación de Capitales, ambos finalizados el 31 de agosto. Por el primero de los conceptos se regularizó un monto cercano a los \$15.000 millones, lo que implicaría para todo 2009 ingresos tributarios en torno de los \$1.700 millones. El importe exteriorizado por blanqueo y repatriación de capitales sumó cerca de \$18.100 millones, generando ingresos por alrededor de \$240 millones.

El gasto primario continuó creciendo en lo que va de 2009 (30% i.a.), en un contexto en el cual la aplicación de medidas anticíclicas ha tomado especial relevancia con el objetivo de menguar los efectos contractivos de la crisis internacional. Esta suba de las erogaciones primarias fue impulsada principalmente por las prestaciones previsionales, las transferencias a provincias<sup>32</sup>, las remuneraciones y el gasto de capital. Se observó una importante

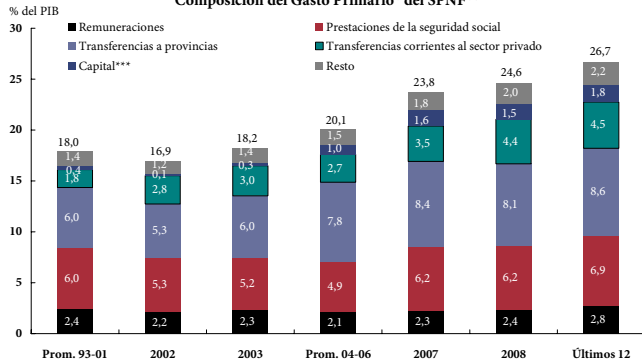
<sup>31</sup> Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del segundo y tercer trimestre de 2009.  
<sup>32</sup> Incluye transferencias automáticas a provincias (Coparticipación federal de impuestos y leyes especiales).

**Gráfico III.20**  
Evolución Real\* de los Principales Tributos  
Acum. 12 meses; var. i.a.



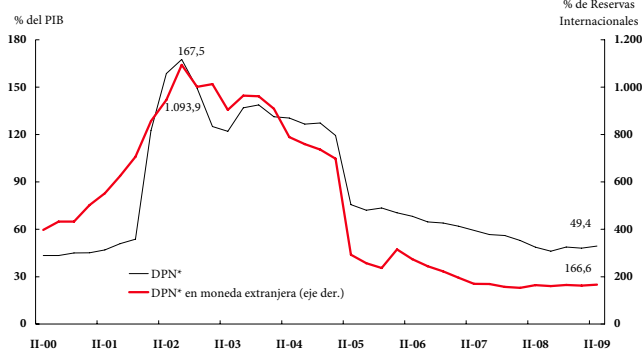
\*Deflactado por el Índice de precios implícitos del PIB; \*\*Impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC.

**Gráfico III.21**  
Composición del Gasto Primario\* del SPNF\*\*



\*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.

**Gráfico III.22**  
Deuda Pública Nacional



\*Deuda Pública Nacional  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Finanzas, INDEC y BCRA.

desaceleración en el ritmo de crecimiento de las transferencias al sector privado. Las erogaciones primarias volvieron a registrar un nuevo máximo histórico de aproximadamente 27% del PIB (ver Gráfico III.21).

A principios de año el Gobierno Nacional realizó un canje de Préstamos Garantizados Nacionales (PGN) que significó un ahorro estimado en los servicios de deuda por alrededor de \$6.500 millones para 2009. El Tesoro Nacional (TN) se financió principalmente en el mercado doméstico en lo que va del presente año. El financiamiento neto intra sector público totalizó alrededor de \$6.000 millones. Se colocó un nuevo instrumento de tipo *bullet*<sup>33</sup>, utilizado en parte para renovar los vencimientos de las Letras en tenencia de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). En el marco del Artículo N°74 de la Ley de Presupuesto Nacional 2009<sup>34</sup>, el TN obtuvo financiamiento del Banco de la Nación Argentina, a la vez que hizo uso, lo que deberá restituir durante el presente año, del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO). A fines de agosto-principios de septiembre el Gobierno Nacional efectuó un nuevo canje de deuda ajustable por el CER entregándose BONAR en pesos 2014 y 2015. De acuerdo a los resultados anunciados por el Gobierno, el porcentaje de participación ascendió al 76% e implicó un ahorro neto para el período 2009-2012 cercano a \$7.300 millones.

### La deuda pública nacional en términos del PIB continuó reduciéndose

Durante la primera parte de 2009 la deuda pública nacional (DPN) totalizó US\$140.634 millones, por debajo del *stock* de fines de 2008, como resultado de los ajustes por valuación del tipo de cambio y amortizaciones netas de deuda. Así, la DPN representa aproximadamente 49% del PIB, exhibiendo una reducción respecto de diciembre de 2008 (ver Gráfico III.22). Durante 2009 la deuda se mantendría en términos del PIB en torno a 50%.

En un escenario en donde persiste aún un acceso reducido a los mercados internacionales, las fuentes locales de financiamiento y las operaciones de administración de pasivos permitirían enfrentar los vencimientos de la deuda soberana.

<sup>33</sup> Bonar \$ 2016 con intereses trimestrales a tasa BADLAR bancos privados + 325 puntos básicos (p.b.), por Valor Efectivo (VE) \$9.600 millones.

<sup>34</sup> El BNA puede extender financiamiento al TN en la medida que los fondos sean destinados a gastos de capital o amortización de deudas y el saldo de la deuda otorgada no exceda el 30% de los depósitos del SPNF en la entidad. En este marco, las Resoluciones Conjuntas Secretaría de Hacienda N°105/2009 y N°161/2009 y Secretaría de Finanzas N°31/2009 y N°42/2009 disponen operaciones de financiamiento por \$8.300 millones durante 2009, de los cuales \$7.500 millones ya han sido otorgados.



## IV. Sector Financiero

### Síntesis

A casi dos años del comienzo de la crisis internacional, el sistema financiero local ha logrado responder con un importante grado de resistencia, en el marco de las medidas adoptadas por este Banco Central para preservar la estabilidad financiera y el crecimiento del crédito al sector productivo y a los hogares. La intermediación financiera con el sector privado está creciendo a un ritmo más moderado, en un contexto en el cual aún persiste cierta volatilidad económica tanto a nivel local como internacional. Los inversores institucionales observan una importante revalorización de sus carteras, recogiendo los efectos del rebote de precios generalizado en los mercados en los últimos meses.

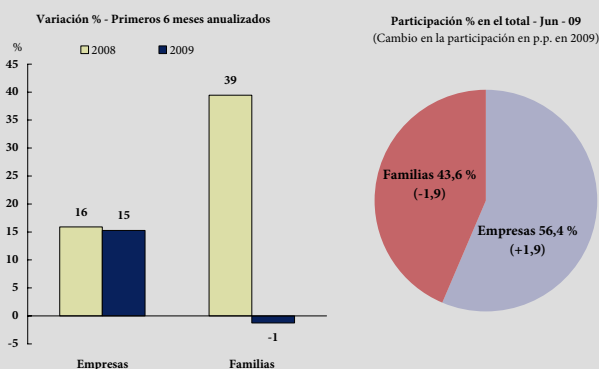
Las financiaciones de los bancos al sector privado verifican una desaceleración en su crecimiento, observándose una mayor participación relativa de las entidades financieras oficiales. Resulta significativa la expansión de los créditos destinados a las empresas, especialmente aquellos vinculados a la actividad industrial y a la producción primaria (excluyendo el sector agropecuario), mientras que el segmento de créditos a familias está registrando un leve retroceso. Los depósitos del sector privado continúan

creciendo, incrementando su participación en el fondeo total de las entidades financieras.

El patrimonio neto de los bancos continúa creciendo a un ritmo de aproximadamente 14% i.a., consolidando la tendencia de los últimos 5 años. Los beneficios contables y las nuevas capitalizaciones recibidas (mayormente en las entidades financieras privadas de origen nacional) explican la expansión del patrimonio neto. Así, la integración de capital permanece en torno a 17% de los activos ponderados por riesgo, evidenciando un exceso de integración en relación a la exigencia que resulta generalizada entre bancos, señal del grado de solvencia del sector.

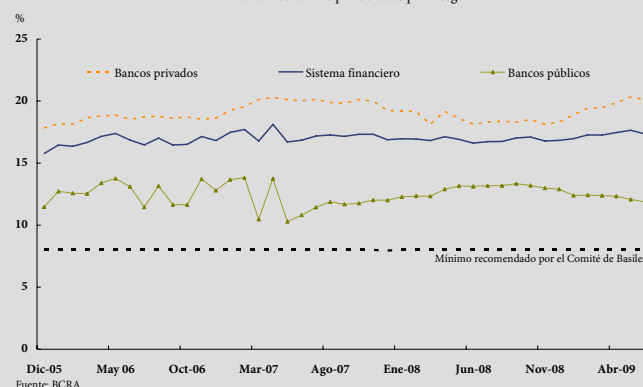
En un marco de volatilidad financiera internacional, los bancos siguen devengando beneficios contables. Las alternativas de valuación de los títulos valores desarrolladas por el BCRA acotan el efecto que las fluctuaciones de corto plazo tendrían sobre el patrimonio neto de las entidades financieras. Si bien la rentabilidad se reduciría al valorar los principales títulos valores en cartera de los bancos a precios de realización, seguirían verificándose adecuando niveles de solvencia.

Gráfico IV.1  
Crédito Total al Sector Privado  
Sistema financiero



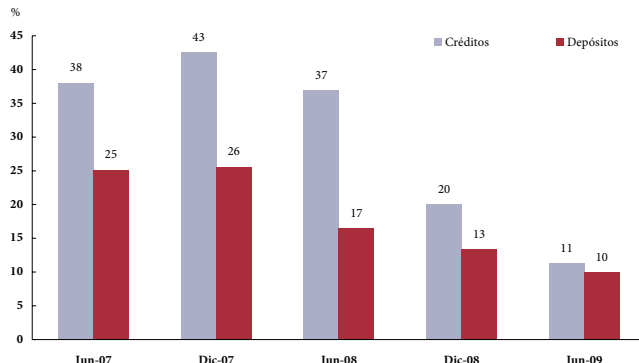
Fuente: BCRA

Gráfico IV.2  
Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos  
En % de los activos ponderados por riesgo



Fuente: BCRA

**Gráfico IV.3**  
**Intermediación Financiera con el Sector Privado**  
 Var. % i.a. de saldos de balance - Sistema financiero



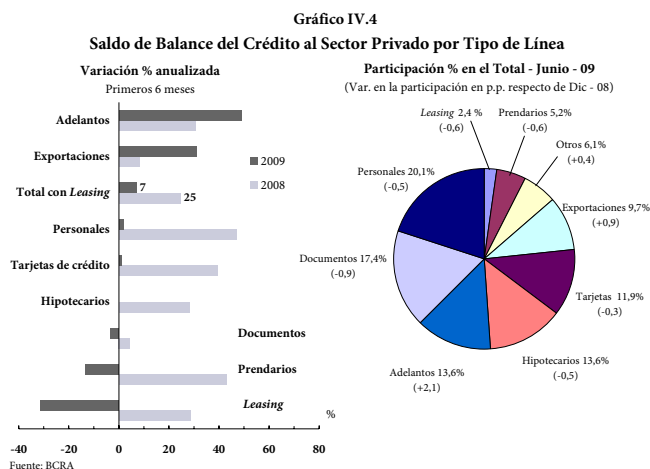
Nota: en Dic-08 se corrigió los saldos de balance de los depósitos por el traspaso de las cuentas de las AFJP a la Anses.  
 Fuente: BCRA

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

|                                 | Jun-08 | Dic-08 | Jun-09 | Var. I Sem - 09 (p.p.) | Var. Saldo I Sem - 09 (a.%) |
|---------------------------------|--------|--------|--------|------------------------|-----------------------------|
| <b>Activo</b>                   | 100    | 100    | 100    |                        | 6                           |
| Activos líquidos                | 18     | 21     | 22     | 1,7                    | 30                          |
| Títulos del BCRA                | 11     | 8      | 8      | -0,2                   | 6                           |
| Crédito al sector privado       | 43     | 44     | 43     | -1,0                   | 7                           |
| Crédito al sector público       | 15     | 14     | 14     | -0,2                   | 7                           |
| Otros activos                   | 12     | 14     | 14     | -0,3                   | 6                           |
| <b>Pasivo + Patrimonio neto</b> | 100    | 100    | 100    |                        | 6                           |
| Depósitos del sector público    | 20     | 18     | 17     | -0,9                   | 0                           |
| Depósitos del sector privado    | 53     | 52     | 53     | 1,2                    | 16                          |
| Obligaciones con el BCRA (1)    | 1      | 1      | 0      | -0,3                   | -72                         |
| ON, OS y Líneas del exterior    | 4      | 4      | 3      | -0,5                   | -17                         |
| Otros pasivos                   | 9      | 13     | 13     | 0,2                    | 14                          |
| Patrimonio neto                 | 13     | 13     | 13     | 0,3                    | 16                          |

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

Fuente: BCRA



Fuente: BCRA

## IV.1 Entidades financieras

### Actividad

#### Crece moderadamente la intermediación financiera con el sector privado

Continúa aumentando la actividad de intermediación financiera de los bancos con el sector privado en la primera parte de 2009. Tanto las financiaciones como los depósitos de las empresas y de las familias presentan un ritmo de expansión más moderado que en años anteriores, desaceleración que es cada vez menos pronunciada (ver Gráfico IV.3). El activo neteado del sistema financiero aumenta 10,9%a. en la primera parte del año (11% i.a.), movimiento conducido mayormente por los bancos privados.

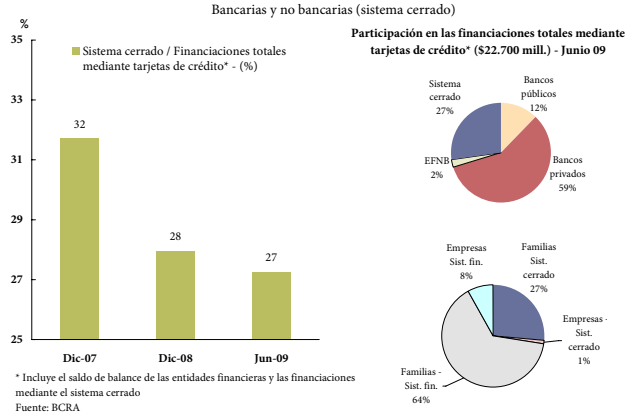
Las entidades financieras siguen sosteniendo sus niveles de liquidez precautoria (ver Tabla IV.1), política que les brinda un reaseguro adicional ante un contexto en el cual aún persiste cierta volatilidad a nivel internacional. En este marco, el BCRA continúa implementando ventanillas adicionales de provisión de liquidez que contribuyen a la preservación de la estabilidad financiera local (ver Página 54).

El crecimiento de las financiaciones al sector privado alcanza 7%a. en los primeros meses de 2009 (11% i.a.) (ver Gráfico IV.4), por debajo del mismo período de 2008, presentando un desempeño heterogéneo entre líneas crediticias. Los adelantos y el financiamiento a las exportaciones<sup>35</sup> crecen por encima de las líneas restantes, adquiriendo de esta manera una mayor participación en el stock total de financiaciones al sector privado. Los créditos al consumo (personales y tarjetas de crédito) y los hipotecarios están evidenciando desempeños relativamente bajos. En el caso particular de las tarjetas de crédito, el volumen de financiamiento bancario gana paulatinamente participación en el mercado en detrimento de las financiaciones no bancarias -a través del sistema cerrado de tarjetas-, que se ubican en poco menos de un tercio del total (ver Gráfico IV.5). Los documentos, los préstamos prendarios y las financiaciones mediante leasing están reflejando cierto retroceso.

La evolución del crédito al sector privado se está produciendo en un contexto de gradualmente menores niveles de tasas de interés activas respecto al cierre de 2008. Las caídas más significativas se registraron en las líneas comerciales (adelantos y documentos) y en los préstamos personales (ver Gráfico A.3.1).

<sup>35</sup> El crecimiento de las financiaciones al sector exportador expresado en moneda local se ve en parte afectado por el incremento en el tipo de cambio nominal en el período.

**Gráfico IV.5**  
Financiaciones Mediante Tarjetas de Crédito  
Bancarias y no bancarias (sistema cerrado)

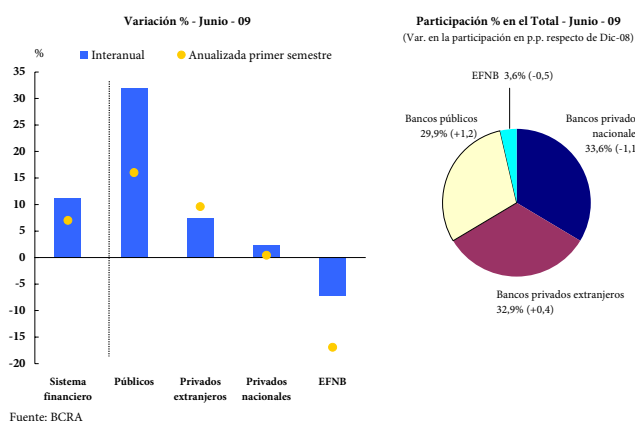


En los últimos meses el crecimiento del crédito al sector privado está siendo impulsado principalmente por los bancos públicos y, en menor medida, por los bancos privados de capitales extranjeros (ver Gráfico IV.6). Así, ambos grupos de entidades financieras incrementan su participación en el *stock* total de las finanzaciones al sector privado, mientras que los bancos privados nacionales y las EFNB reducen su ponderación.

### Las finanzaciones a las empresas impulsan el incremento del crédito al sector privado

El aumento del crédito al sector privado está siendo principalmente destinado al sector corporativo<sup>36</sup>, que de esta manera incrementa su participación en el *stock* total de finanzaciones (ver Gráfico IV.1). En la primera parte del año los préstamos a las empresas crecen 15,3%. (13,5% i.a.), alcanzando de esta manera casi 24% del activo neteado del sistema financiero, 2 p.p. por encima del cierre de 2008. Con excepción del sector agropecuario, el financiamiento bancario sigue creciendo en todos los sectores productivos. El crédito a la industria y a la producción primaria, sin incluir al segmento agropecuario, evidencian incrementos por encima del promedio, ganando participación en el total de las finanzaciones (ver Gráfico IV.7).

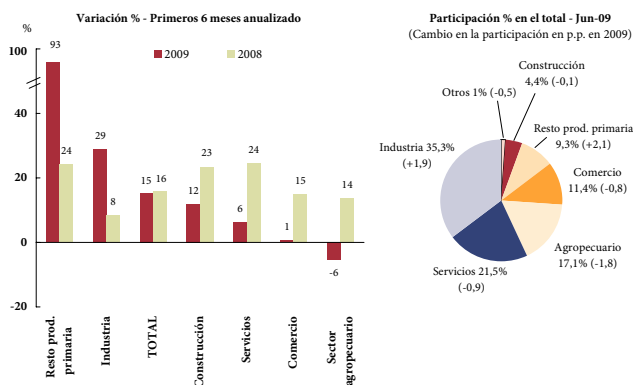
**Gráfico IV.6**  
Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Bancos



El BCRA continúa tomando medidas tendientes a promover la dinámica del crédito al sector privado. Recientemente se dispuso la realización de licitaciones de *swaps* de tasas de interés y se lanzó, con la colaboración del MAE, el mercado de futuros de tasa de interés. Ambas medidas contribuyen a la creación de una referencia para la estructura temporal de tasas de interés en pesos que abarque el mediano y largo plazo, estimulando el otorgamiento de préstamos a tasa fija con plazos relativamente mayores a los que actualmente observados. Asimismo, el BCRA aprobó una serie de medidas destinadas a flexibilizar distintos requisitos para el acceso al crédito. Las mismas apuntan a simplificar la información requerida tanto para la presentación de las solicitudes de créditos como la necesaria para la evaluación del perfil de riesgo de los solicitantes en la originación y en el monitoreo de los créditos. La esperada consolidación de un contexto macroeconómico más favorable combinado con el conjunto de medidas pro-crédito impulsadas por el BCRA, contribuiría a sostener el impulso del crédito al sector privado en los próximos meses.

<sup>36</sup> Se consideran finanzaciones a empresas a aquellas otorgadas a personas jurídicas y al financiamiento comercial otorgado a personas físicas, el resto de las finanzaciones a personas físicas se considera dentro del concepto de familias.

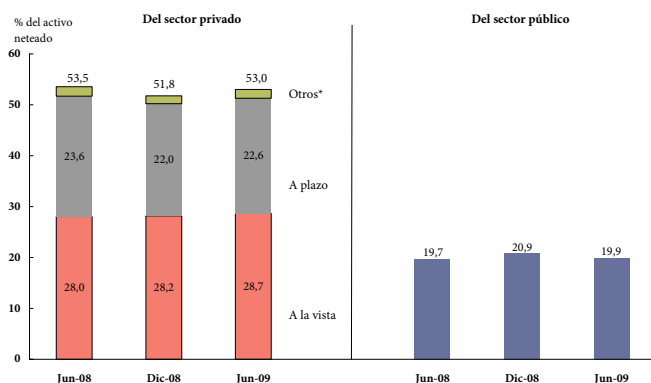
Gráfico IV.7  
Crédito a las Empresas por Sectores Económicos



Fuente: BCRA

Gráfico IV.8

Depósitos en el Sistema Financiero

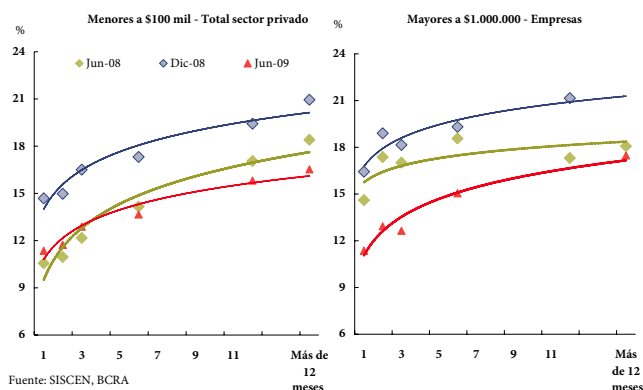


\*Nota: incluye saldos inmovilizados, depósitos en garantía, corresponsalías, órdenes a pagar, etc.  
Fuente: BCRA

Gráfico IV.9

Depósitos del Sector Privado a Plazo Fijo en Pesos

Tasa de interés por plazo contractual para operaciones pactadas - Sistema financiero



Fuente: SISCEN, BCRA

Los bancos están estabilizando su exposición al sector público en torno a 14% del activo neteado<sup>37</sup> (13% del activo total) (ver Gráfico V.21). Se espera un leve aumento en la exposición al sector público en lo que resta del año, dado el programa de financiamiento al Tesoro Nacional en el marco de la Ley 26.422 (art. 74).

### Se incrementan los depósitos totales del sector no financiero, impulsados por las colocaciones de las empresas y de las familias

El saldo de balance de los depósitos totales del sector no financiero<sup>38</sup> se incrementa 11,5%a. en lo que va de 2009 (10,6% i.a.), impulsado mayormente por las colocaciones del sector privado (16,1%a. ó 10% i.a.), que de esta manera aumentan su participación en el fondeo total de las entidades financieras (ver Gráfico IV.8).

El incremento del saldo de balance de los depósitos del sector privado está siendo explicado tanto por las colocaciones en pesos como en moneda extranjera. Las imprecisiones en moneda extranjera acumulan un crecimiento<sup>39</sup> de 41%a. en 2009 (32% i.a.), por encima de lo verificado en años anteriores. Las colocaciones en pesos están aumentando en lo que va de 2009, siendo conducidas tanto por los depósitos a las vista como a plazo.

El aumento de los depósitos a plazo en pesos observado en los últimos meses es principalmente producto de la recuperación en la demanda de moneda doméstica, situación que se está viendo reflejada en una reducción de las tasas de interés pasivas en moneda local (ver Gráfico IV.9). En este contexto, el BCRA continuó profundizando la política monetaria contracíclica, disponiendo entre julio, agosto y septiembre la reducción en 125 p.b. de las tasas de pasivos pasivos y activos. Como resultado de una reducción en las tasas de interés activas mayor a la caída de las pasivas, el *spread* de tasas de interés operadas por los bancos está evidenciando una evolución gradualmente decreciente (ver Apartado 3).

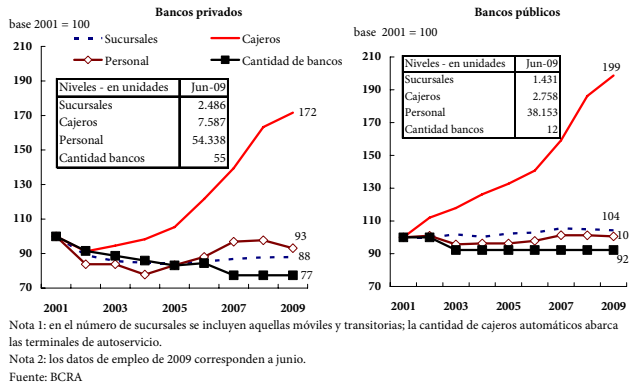
Los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002 continúan reduciéndose, alcanzando 0,2% del pasivo del sistema financiero. De acuerdo al esquema de *matching*, estas obligaciones deberían desaparecer por completo al cierre de 2009. Por su parte, la exposición del conjunto de entidades financieras al fondeo externo sigue siendo reducida y decreciente. La casi nula dependencia de los bancos al fondeo

<sup>37</sup> Medido como: (Posición en títulos públicos (sin incluir LEBAC ni NOBAC) + Préstamos al sector público + Compensación a recibir) / Activo neteado. No se incluyen responsabilidades eventuales ni avales.

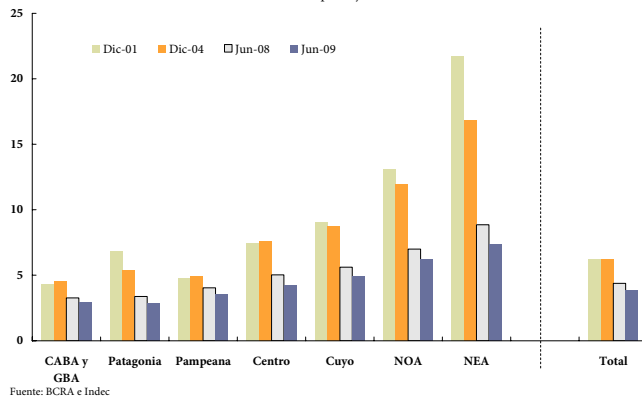
<sup>38</sup> Incluye las colocaciones del sector privado, público, intereses devengados y ajustes por CER.

<sup>39</sup> En moneda original.

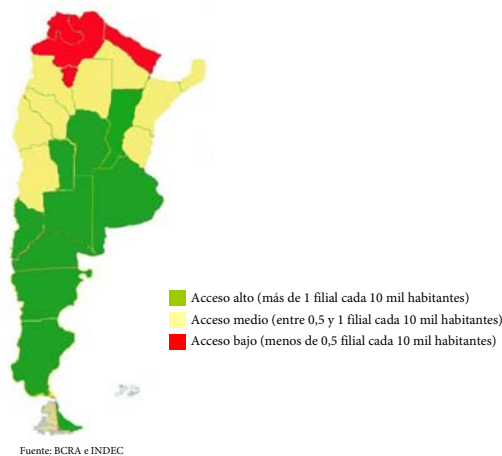
**Gráfico IV.10**  
Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos



**Gráfico IV.11**  
Alcance Regional del Sistema Financiero  
Miles de habitantes por cajero automático



**Gráfico IV.12**  
Bancarización Regional  
Filiales cada 10 mil habitantes - Junio de 2009



externo minimiza los posibles efectos asociados a la volatilidad de los flujos internacionales de capital.

### **Gradualmente aumenta el alcance del sistema financiero en las regiones con menor acceso relativo a los servicios financieros**

El crecimiento de la actividad de intermediación financiera continúa reflejándose en la estructura operativa del sector. El número de cajeros automáticos se incrementa 5,5% en la primera mitad de 2009 (15,2% en los últimos 12 meses), superando en más tres cuartas partes el stock de fines de 2001. La cantidad de sucursales se mantiene relativamente estable. La nómina de trabajadores en el sistema financiero disminuyó ligeramente en la primera parte de 2009, ubicándose en torno a los niveles pre-crisis 2001-2002 (ver Gráfico IV.10).

Siguen verificándose mejoras en la cobertura geográfica de la infraestructura para la provisión de servicios financieros entre las distintas jurisdicciones del país. En los últimos 12 meses la relación habitantes por cajero automático verificó caídas en las regiones con menor cobertura (ver Gráfico IV.11), reduciéndose a 2,5 veces la brecha entre la región con mayor y menor cobertura (5,1 en pre-crisis). Si bien se observan adelantos en materia de distribución regional de las sucursales en los últimos años, las provincias del norte aún mantienen un alto potencial de desarrollo en términos de cobertura (ver Gráfico IV.12).

El sistema financiero continúa observando avances en términos de eficiencia operativa. Los préstamos y los depósitos del sector privado se incrementan por encima de la expansión de los factores productivos, lo que se ve reflejado en una gradual mejora en los indicadores de productividad (ver Gráfico IV.13). Por su parte, en el último año se verifica un leve incremento en el nivel de concentración del sistema financiero<sup>40</sup> no obstante se mantiene bajo, movimiento explicado principalmente por la evolución de los créditos al sector privado.

### **Posición de capital**

#### **El patrimonio neto de los bancos crece a un ritmo sostenido**

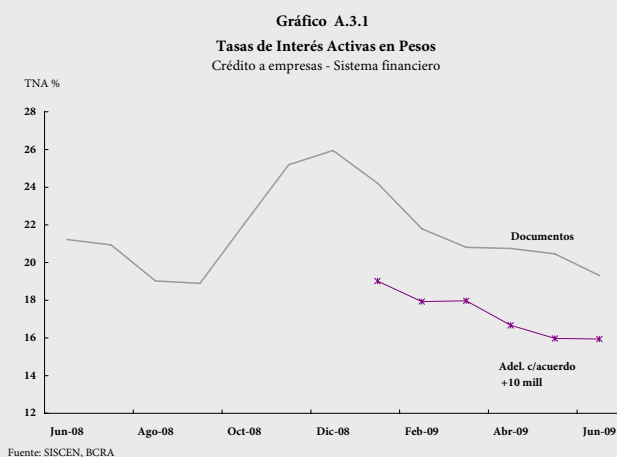
El patrimonio neto consolidado del sistema financiero continúa creciendo a un ritmo de aproximadamente 14% i.a., profundizando la tendencia de los últimos 5 años. Los beneficios contables devengados por el sistema

<sup>40</sup> Índice de Herfindahl Hirschman de aproximadamente 680 (medido por la suma de depósitos y créditos al sector privado).

## Apartado 3 / Comportamiento del Spread Bancario en Argentina

La magnitud, evolución y descomposición del diferencial de tasas de interés activa y pasiva (*spread*) proveen información relevante para evaluar tanto el desempeño del sector bancario como eventuales restricciones a una mayor profundidad financiera. Economías que cuentan con sistemas financieros con mayores niveles de competencia en la generación crediticia y con bancos que realizan una adecuada administración de sus riesgos asumidos, generalmente disponen de menores *spreads*. Algunos factores que amplifican el *spread* bancario son los escenarios macroeconómicos de elevada volatilidad y la existencia de episodios puntuales de desconfianza generalizada de los agentes privados. En este sentido, el BCRA ha adoptado un enfoque de administración de riesgos en la implementación de sus políticas, promoviendo un contexto de estabilidad necesario para el adecuado desarrollo del crédito al sector privado

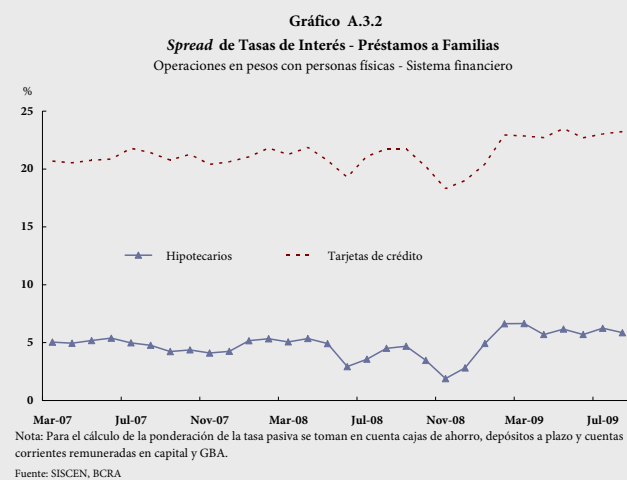
Como práctica habitual, el BCRA realiza distintos ejercicios de análisis destinados a obtener una mejor caracterización sobre los factores que tienden a explicar el *spread* existente en las principales líneas crediticias locales. Los hechos estilizados obtenidos conforman un insumo necesario a la hora de diseñar y evaluar periódicamente las políticas monetaria y financiera implementadas por esta Institución.



En este sentido, desde inicios de la crisis internacional se comenzaron a detectar episodios de volatilidad en los mercados financieros locales que se vieron reflejados tanto en el costo de fondeo por depósitos (ver Gráfico IV.9), en las tasas de interés activas (ver Gráfico A.3.1) como en los *spreads* bancarios, siendo en general originados por el contexto de mayores riesgos percibidos. El BCRA actuó implementando una amplia batería de me-

didadas que tuvieron éxito y permitieron sostener las condiciones de estabilidad financiera.

En líneas generales, el conjunto de medidas adoptadas por esta Institución fueron principalmente direccionadas a hacer frente a los desequilibrios de carácter transitorio en la demanda de dinero, utilizando las herramientas previstas por la política prudencial de flotación administrada de la moneda y por la estrategia de acumulación de reservas, ambas consolidadas en los últimos cinco años. Estas herramientas se combinaron con la puesta a disposición de las entidades financieras de nuevas ventanillas de liquidez que ayudan a sostener la provisión de recursos ante eventuales situaciones de tensión. En términos de una mejor administración de riesgos intrínsecos a la actividad de intermediación financiera, el BCRA está promoviendo los mercados de derivados de tasas de interés (futuros y *swaps*). En general, la estrategia de los últimos años del BCRA está estrechamente en línea con la visión de monitoreo macroprudencial que actualmente toma relevancia internacionalmente.

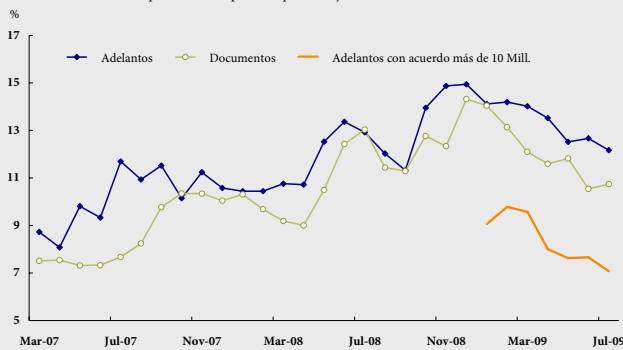


Como resultado, las principales tasas de interés de fondeo comenzaron a volver a su dinámica normal, con menores niveles y un desempeño menos volátil. Las tasas de interés activas de líneas para empresas y, en menor medida, para familias también verificaron una disminución influyendo sobre los niveles de *spread* (ver Gráficos A.3.2 y A.3.3), permitiendo continuar incrementado el financiamiento al sector privado. No se observa una diferencia significativa entre bancos privados y públicos respecto del comportamiento del *spread* de tasas de interés en el período analizado.

En términos de los componentes del *spread*, las entidades financieras reflejan cargos sobre el costo de fondeo, fun-

damentalmente asociados a costos de operación, impuestos, retribución al capital y cobertura de riesgos eventuales originados en la actividad de intermediación tradicional. La ponderación de estos factores, generalmente, es distinta entre las diferentes líneas crediticias. Respecto de la cobertura de riesgos, existe un componente vinculado al riesgo de repago de los sujetos de crédito, que toma distintas características según se trate de líneas comerciales o a los hogares, con o sin garantías (contemplando los cargos de recupero de las mismas). Asimismo, existen factores asociados tanto al riesgo de descalce de tasa de interés como al riesgo de liquidez de los bancos.

Gráfico A.3.3  
Spread de Tasas de Interés - Préstamos a Empresas  
Operaciones en pesos de personas jurídicas - Sistema financiero



Nota: Para el cálculo de la ponderación de la tasa pasiva se toman en cuenta cajas de ahorro, depósitos a plazo y cuentas corrientes remuneradas en capital y GBA.  
Fuente: SISCEM, BCRA

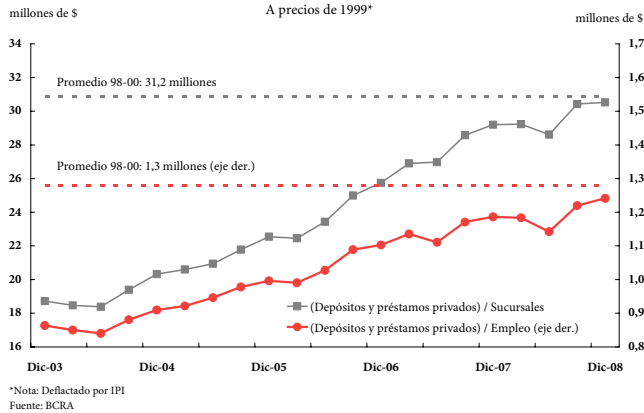
Del análisis empírico se desprende que los *spread* de tasas de interés locales tienden a ser mayores en los préstamos al consumo, seguidos por los destinados para la actividad comercial como los documentos y los adelantos a empresas. Las financiaciones con garantía real, especialmente los créditos hipotecarios, tienden a presentar menores *spreads* en la mayoría de las entidades financieras que actúan en el mercado local. En líneas generales, el *spread* promedio del sistema financiero está principalmente explicado por la cobertura de los riesgos asumidos (menos de la mitad de la ponderación total, presentando cierta heterogeneidad entre líneas), seguida por costos operativos (alcanzan casi a un tercio del total) y, en menor medida, por las cargas impositivas (representan en promedio menos de un cuarto del total).

Existen ciertas diferencias en la ponderación de los componentes del *spread* entre las distintas líneas crediticias. Así, en todas las financiaciones con excepción de las hipotecarias, el crédito es el riesgo que toma mayor peso relativo. Por su parte, en los hipotecarios el riesgo de tasa de interés pasa a ser más relevante, así como el de liquidez. Los costos operativos tienden a ser más representativos en las tarjetas de crédito.

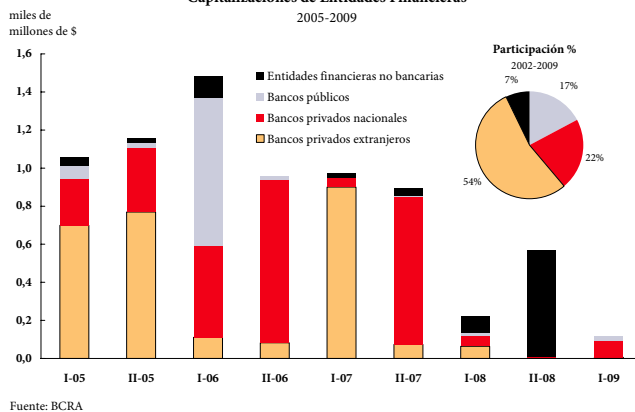
Teniendo en cuenta esta caracterización, el BCRA ha venido instrumentando medidas que contribuyen a reducir el *spread* en la intermediación financiera. En particular, la implementación de una política prudencial anticíclica que promueve la creación de colchones de liquidez en las entidades financieras permite reducir la volatilidad que se puede presentar en el fondeo. Por su parte, la reciente instrumentación de los mercados de futuros de tasas de interés (en forma conjunta con el MAE), incentiva el desarrollo de instrumentos de mercado que permiten mitigar el riesgo de liquidez en los bancos. Asimismo, al incentivar la realización de pruebas de estrés en los bancos, se brinda una herramienta que contribuye con una mejor evaluación sobre los potenciales efectos de pérdidas crediticias que podrían enfrentar las entidades financieras en casos de *shocks*. Finalmente, el BCRA implementó recientemente medidas que ayudan a reducir los costos operativos de las entidades en la generación y el monitoreo crediticio, así como medidas que permiten profundizar la actividad financiera (en términos de alcance regional y de estratos socioeconómicos) ganando escala operativa y así eventualmente mejorando su eficiencia.

De cara a los próximos períodos esta Institución persistirá con el monitoreo de los *spreads* vigentes en el proceso de intermediación, con el objetivo de continuar implementando medidas tendientes a lograr una mayor eficiencia y profundidad del crédito a empresas y familias. El estímulo a la dinámica del crédito debe darse en el contexto de una visión prudencial, reconociendo la importancia de la expansión de los depósitos privados en un proceso de intermediación, de manera que se preserven las condiciones de estabilidad financiera.

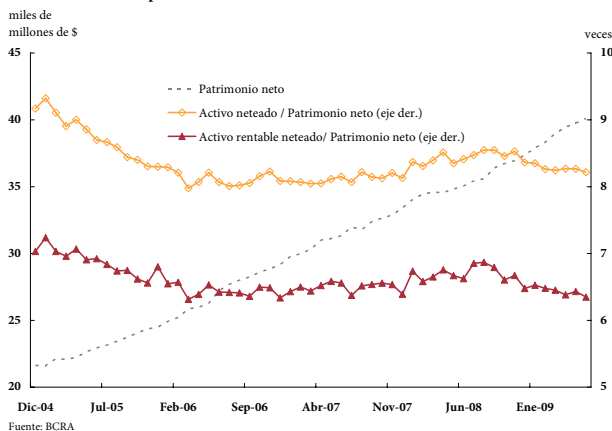
**Gráfico IV.13**  
**Productividad**  
A precios de 1999\*



**Gráfico IV.14**  
**Capitalizaciones de Entidades Financieras**  
2005-2009



**Gráfico IV.15**  
**Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado**



financiero sumados a las capitalizaciones recibidas explican esta expansión.

Los nuevos aportes de capital totalizan \$120 millones en la primera parte de 2009, siendo canalizados principalmente a las entidades financieras privadas de origen nacional (ver Gráfico IV.14). Así, las capitalizaciones recibidas desde 2002 alcanzan \$17.800 millones, destinándose mayormente a los bancos privados extranjeros, seguidos por los privados nacionales. En un marco de mayor crecimiento relativo del patrimonio neto respecto a los activos, en los últimos meses el sistema financiero verifica un menor apalancamiento (ver Gráfico IV.15).

**La posición de capital del sistema financiero refleja los adecuados niveles de solvencia**

La integración de capital en términos de los activos ponderados por riesgo continúa gradualmente creciendo hasta ubicarse en aproximadamente 17% (ver Gráfico IV.2), señal de la solvencia de los bancos. El exceso de integración de capital en términos de la exigencia se ubica por encima de 80%, situación generalizada entre las entidades financieras. Cabe mencionar que a partir de enero de este año quedaron sin efecto todos los mecanismos que atemperaban las exigencias de capital establecidos con la crisis 2001-2002<sup>41</sup>.

A pesar del efecto local de la volatilidad financiera internacional, el sistema financiero completa su noveno semestre consecutivo con beneficios contables nominales en un marco de menor crecimiento de la intermediación financiera con el sector privado. La normativa contable impulsada por el BCRA como respuesta a la crisis global, brinda a las entidades financieras una herramienta de contención para enfrentar los efectos adversos de la excesiva volatilidad de los mercados financieros sobre el proceso de intermediación financiera tradicional. De valor la cartera de activos del sector público a precios de realización, en los últimos 12 meses el sistema financiero obtendría resultados menores (alrededor de un tercio del devengado actualmente) sosteniéndose un grado adecuado de solvencia.

**Los resultados por intereses se consolidan como la principal fuente de utilidades del sector**

Las fuentes de ingresos más estables del sistema financiero, los resultados por intereses y por servicios, continúan consolidándose (ver Tabla IV.2). Los resultados por intereses siguen ascendiendo (ver Gráfico IV.16), de la mano de los mayores ingresos por créditos en un con-

<sup>41</sup> Para mayor detalle de las políticas prudenciales establecidas por el BCRA con respecto a las exigencias de capital, ver BEF I-04, pág. 23.



**Tabla IV.2**  
**Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero**  
Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

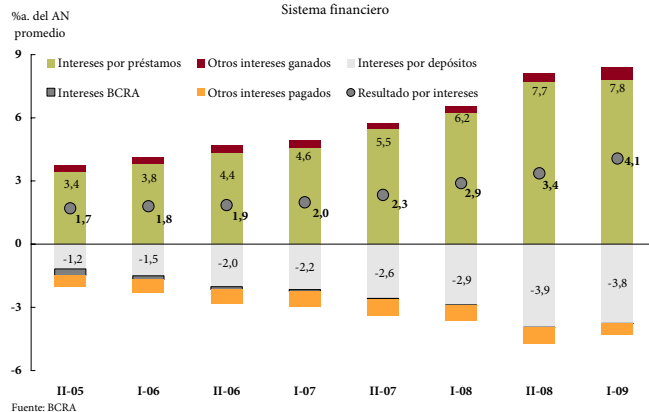
|   | 93-00      | 2006       | 2007       | 2008       | I-08       | II-08      | I-09       |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Margen financiero                         | 6,1        | 5,8        | 5,7        | 6,7        | 6,6        | 6,8        | 8,4        |
| Resultado por intereses                   | 4,9        | 1,8        | 2,2        | 3,1        | 2,9        | 3,4        | 4,1        |
| Ajustes CER y CVS                         | 0,0        | 1,3        | 1,0        | 0,9        | 1,2        | 0,6        | 0,3        |
| Resultado por títulos valores             | 0,8        | 2,2        | 1,9        | 1,4        | 2,0        | 0,9        | 2,5        |
| Diferencias de cotización                 | 0,0        | 0,4        | 0,5        | 0,8        | 0,4        | 1,1        | 1,1        |
| Otros resultados financieros              | 0,3        | 0,1        | 0,1        | 0,4        | 0,0        | 0,8        | 0,3        |
| Resultado por servicios                   | 3,5        | 2,7        | 3,1        | 3,6        | 3,4        | 3,7        | 3,7        |
| Gastos de administración                  | -6,7       | -5,1       | -5,5       | -6,1       | -6,0       | -6,3       | -6,6       |
| Cargos por incobrabilidad                 | -2,2       | -0,5       | -0,7       | -0,9       | -0,8       | -1,0       | -1,2       |
| Ajustes de activos del sector público (*) | -          | -0,3       | -0,3       | -0,6       | -0,6       | -0,6       | -0,1       |
| Cargas impositivas                        | -0,5       | -0,5       | -0,6       | -0,8       | -0,7       | -0,8       | -1,0       |
| Amortización de amparos                   | -          | -1,1       | -0,7       | -0,3       | -0,4       | -0,3       | -0,2       |
| Diversos                                  | 0,7        | 1,2        | 0,9        | 0,5        | 0,6        | 0,4        | 0,4        |
| Impuesto a las ganancias                  | -0,3       | -0,3       | -0,4       | -0,4       | -0,5       | -0,4       | -1,4       |
| <b>Resultado final (ROA)</b>              | <b>0,5</b> | <b>1,9</b> | <b>1,5</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>1,5</b> | <b>2,0</b> |
| Resultado en % del PN (ROE)               | 3,4        | 14,3       | 11,0       | 13,4       | 13,6       | 13,2       | 16,6       |
| <b>Resultado ajustado (**)</b>            | -          | <b>3,4</b> | <b>2,5</b> | <b>2,5</b> | <b>2,5</b> | <b>2,4</b> | <b>2,3</b> |

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

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

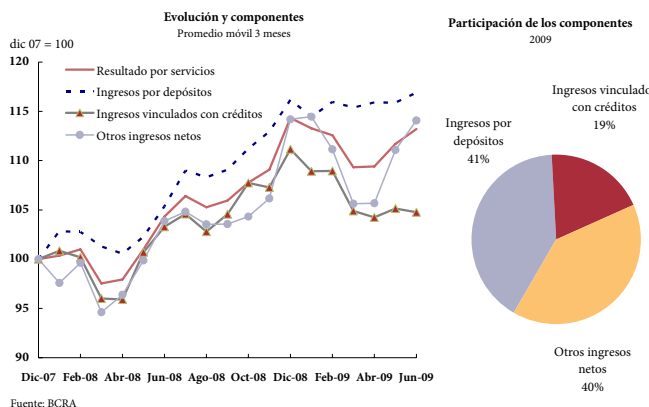
Fuente: BCRA

**Gráfico IV.16**  
**Resultados por Intereses**  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

**Gráfico IV.17**  
**Resultados por Servicios**  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

texto de creciente intermediación financiera, al tiempo de verificarse gradualmente decrecientes egresos en línea con las menores tasas de interés pasivas operadas. Los ingresos netos por servicios mantienen su sendero de expansión, alcanzando niveles históricamente altos. En particular, los recursos provenientes de la captación de depósitos presentan el mejor desempeño, mientras que aquellos originados en el otorgamiento de créditos están evidenciando un menor dinamismo (ver Gráfico IV.17).

Los resultados por títulos valores incrementan su participación, observando cierta variabilidad debido a la fluctuación en las cotizaciones de los títulos a precios de mercado en cartera de los bancos (ver Gráfico IV.18). Las diferencias de cotización y las restantes partidas vinculadas al tipo de cambio registran un incremento en 2009 respecto a igual período del año anterior, recogiendo principalmente la evolución del tipo de cambio peso-dólar. Como resultado, el margen financiero de los bancos continúa aumentando, ubicándose por encima de períodos previos. Los ajustes por CER se están reduciendo significativamente, reflejando el menor descalce de partidas ajustables en los balances, evolución en parte explicada por el canje de PGN de principios de año<sup>42</sup>.

### **Mayores egresos en concepto de gastos de administración y cargos por riesgo de incobrabilidad**

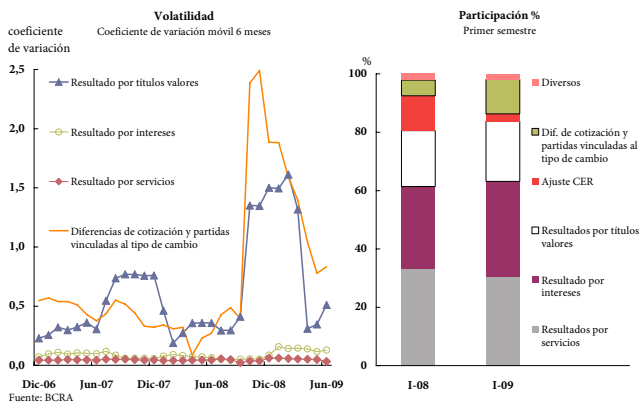
Los gastos de administración evidencian leves aumentos, recogiendo las recomposiciones salariales de los últimos meses en un marco en el que la dotación de personal en el sector se está estabilizando. La expansión de los ingresos más estables sigue superando al incremento de los gastos operativos, permitiendo paulatinamente consolidar la eficiencia del sector (ver Gráfico IV.19). Por su parte, el gradual deterioro de la calidad de la cartera crediticia, especialmente aquella destinada al consumo (ver Página 60), continúa impulsando un aumento de los cargos por incobrabilidad (ver Gráfico IV.20).

### **Tanto los bancos públicos como los privados mejoran su rentabilidad**

Los bancos privados devengan mayores utilidades, destacándose la evolución de los resultados por intereses y por servicios, al tiempo que se extingue la ponderación de los rubros que reflejan los efectos que dejó la crisis de 2001-2002. Los cargos por incobrabilidad continúan creciendo en los bancos privados a un ritmo superior al del sistema.

<sup>42</sup> En el transcurso de septiembre se realizó un nuevo canje de títulos públicos ajustables por CER.

Gráfico IV.18  
Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero

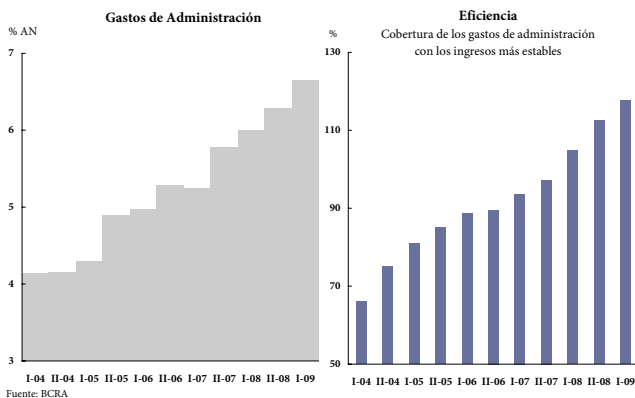


En particular, las entidades financieras privadas de alcance nacional evidencian una mejora en su rentabilidad respecto del cierre de 2008, explicada fundamentalmente por los ingresos por los intereses (ver Tabla IV.3). Los bancos privados de alcance regional registran ganancias contables levemente inferiores a las del semestre anterior, en parte debido al mayor cargo por el devengamiento del impuesto a las ganancias. Los resultados por títulos valores impulsan las utilidades de los bancos de inversión.

Los bancos oficiales también incrementan sus ganancias, principalmente impulsadas por los resultados provenientes de la intermediación financiera con el sector privado, al tiempo que se verifica un incremento de los gastos de administración.

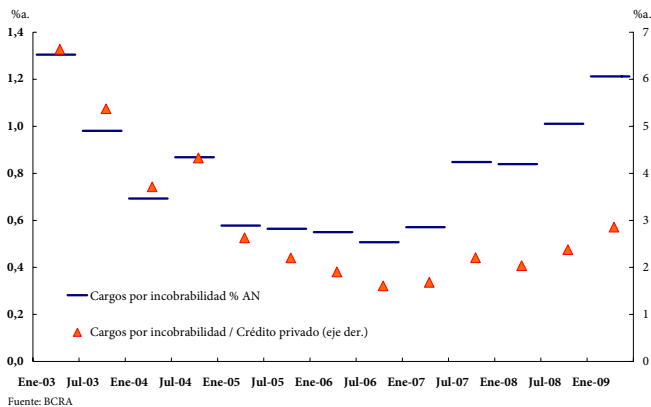
**En los próximos meses se sostendría la solvencia del sistema financiero**

Gráfico IV.19



Para la que resta de 2009 se espera que el sistema financiero mantenga sus niveles de solvencia, cimentada en el devengamiento de ganancias provenientes de la intermediación financiera con el sector privado. Los resultados por intereses, la principal fuente de recursos bancarios, continuarían liderando los ingresos del sector, seguidos por aquellos recursos generados por los servicios. Los resultados por títulos públicos probablemente mantendrían una evolución positiva, de la mano de la gradual normalización de los mercados financieros. En línea con la tendencia observada en los últimos períodos, se espera que los cargos por incobrabilidad continúen incrementando paulatinamente su participación, mientras se prevé que los gastos de administración se establezcan en los niveles en torno a los actuales, esperándose una disminución en la medida en que se fortalezca la dinámica del mercado de intermediación.

Gráfico IV.20  
Cargos por Incobrabilidad  
Semestral anualizado - Sistema financiero



**IV.2 Inversores institucionales**

**Se revalorizan las carteras de la mano de la recuperación de las cotizaciones. El FGS-ANSeS participa en forma activa en el financiamiento a la economía**

En un marco de mayor estabilidad en los mercados, los Fondos Comunes de Inversión (FCI) comenzaron a expandirse, contagiados por el rebote de precios generalizado en los mercados mundiales. Así se observa un crecimiento gradual pero sostenido desde comienzos de año en la cartera total de los FCI, acumulando un incremento superior a \$2.500 millones respecto de enero del corriente año (20%). La cartera destinada a *money markets* (incluyendo plazos fijos) reduce su participación en

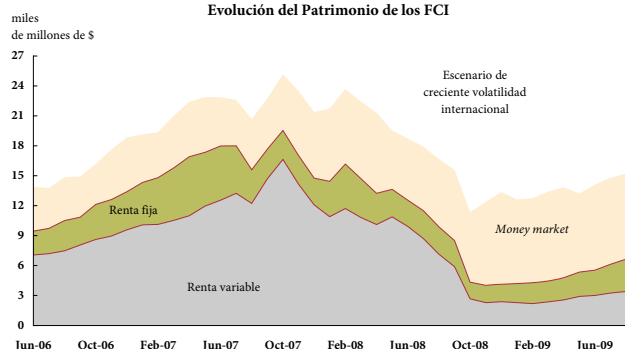
Tabla IV.3  
Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco

Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio - Primer semestre de 2009

|  | Público    | Privados   |            |                  |            |                | De inversión |
|--|------------|------------|------------|------------------|------------|----------------|--------------|
|  |            | Total      | Minoristas |                  |            | Especializados |              |
|  |            |            | Total      | Alcance nacional | Regionales |                |              |
| Margen financiero                          | 6,1        | 9,6        | 9,7        | 9,2              | 11,6       | 17,7           | 22,6         |
| Resultado por intereses                    | 2,0        | 5,1        | 5,6        | 5,2              | 6,7        | 13,5           | 3,9          |
| Ajustes CER y CVS                          | 0,7        | 0,1        | 0,1        | 0,1              | 0,0        | 0,0            | 0,0          |
| Resultado por títulos valores              | 2,4        | 2,7        | 2,5        | 2,4              | 2,9        | 2,4            | 9,7          |
| Diferencias de cotización                  | 1,2        | 1,1        | 0,9        | 0,8              | 1,1        | 2,2            | 6,1          |
| Otros resultados financieros               | -0,2       | 0,6        | 0,6        | 0,5              | 0,9        | -0,3           | 2,8          |
| Resultado por servicios                    | 2,5        | 4,4        | 4,9        | 4,8              | 4,5        | 9,9            | 2,6          |
| Gastos de administración                   | -5,5       | -7,2       | -7,8       | -7,5             | -8,3       | -15,9          | -8,4         |
| Cargos por incobrabilidad                  | -0,6       | -1,4       | -1,6       | -1,6             | -0,9       | -7,5           | -0,9         |
| Ajustes de activos del sector público (*)  | -0,3       | 0,0        | 0,0        | 0,0              | 0,0        | 0,0            | -0,1         |
| Cargas impositivas                         | -0,6       | -1,2       | -1,2       | -1,3             | -1,1       | -1,7           | -1,4         |
| Amortización de amparos                    | -0,3       | -0,2       | -0,2       | -0,2             | -0,1       | -0,1           | -0,7         |
| Diversos                                   | 0,9        | 0,1        | 0,1        | 0,1              | -0,1       | 0,3            | 0,7          |
| Monetario                                  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0              | 0,0        | 0,0            | 0,0          |
| Impuesto a las ganancias                   | -1,3       | -1,5       | -1,5       | -1,2             | -2,6       | -1,2           | -4,4         |
| <b>Resultado final (ROA)</b>               | <b>1,1</b> | <b>2,5</b> | <b>2,4</b> | <b>2,3</b>       | <b>3,1</b> | <b>1,5</b>     | <b>9,9</b>   |
| Resultado en % del PN (ROE)                | 10,9       | 20,0       | 20,3       | 20,0             | 23,3       | 7,8            | 32,1         |
| <b>Resultado ajustado (**)</b>             | <b>1,6</b> | <b>2,8</b> | <b>2,6</b> | <b>2,5</b>       | <b>3,2</b> | <b>1,6</b>     | <b>10,7</b>  |
| Ponderación en el activo del sistema (***) | 38,3       | 59,8       | 52,8       | 43,4             | 8,5        | 0,9            | 2,6          |

(\*) Com. "A" 3911 y modificatorias.  
(\*\*) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.  
(\*\*\*) Las EFNB representan 1,9% del activo.  
Fuente: BCRA

Gráfico IV.21  
Evolución del Patrimonio de los FCI



Nota: los fondos de renta mixta se incluyen en renta variable, mientras que los de plazo fijo y de dinero constituyen los fondos de money market  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Cámara Argentina de FCI

Tabla IV.4  
Evolución de la Cartera del FGS

| Rubro                                       | Al 5-Dic-08         |                 | Al 12-Ago-09        |                 | Var. %      |
|---|---------------------|-----------------|---------------------|-----------------|-------------|
|   | Monto (mill. de \$) | Participación % | Monto (mill. de \$) | Participación % |             |
| Depósitos en bancos                         | 3.519               | 0,0             | 5.051               | 4,2             | 43,5        |
| Operaciones de crédito público de la Nación | 58.427              | 59,5            | 72.097              | 60,0            | 23,4        |
| Títulos emitidos por entes estatales        | 639                 | 0,7             | 614                 | 0,5             | -4,0        |
| Obligaciones negociables                    | 1.611               | 1,6             | 2.288               | 1,9             | 42,1        |
| Plazo fijo                                  | 10.215              | 10,4            | 10.113              | 8,4             | -1,0        |
| Acciones                                    | 7.844               | 8,0             | 10.816              | 9,0             | 37,9        |
| Fondos comunes de inversión                 | 3.173               | 3,2             | 2.759               | 2,3             | -13,1       |
| Títulos valores extranjeros                 | 5.137               | 5,2             | 5.957               | 5,0             | 16,0        |
| Fideicomisos financieros estructurados      | 3.660               | 3,7             | 2.618               | 2,2             | -28,5       |
| Otros fideicomisos financieros              | 1.561               | 1,6             | 555                 | 0,5             | -64,4       |
| Proyectos productivos o de infraestructura  | 2.183               | 2,2             | 7.077               | 5,9             | 224,2       |
| Otros                                       | 255                 | 0,3             | 171                 | 0,1             | -32,9       |
| <b>Total</b>                                | <b>98.224</b>       | <b>100,0</b>    | <b>120.116</b>      | <b>100,0</b>    | <b>22,3</b> |

Fuente: Elaboración propia en base datos ANSeS-FGS.

el total en lo que va del año, en el marco de un mayor dinamismo relativo de los fondos comunes de renta fija y de renta variable. El resto de la cartera agregada está conformada casi equitativamente por instrumentos de renta variable y de renta fija, evidenciando estos últimos un crecimiento superior a 85% en el acumulado de 2009 (ver Gráfico IV.21).

Los activos de las compañías de seguros (CS) alcanzaron casi \$50 mil millones a fines del primer trimestre de 2009 (último dato disponible), de los cuales más de \$36 mil millones pertenecen a inversiones. Esto representa un crecimiento cercano a 4,5% respecto a fines de 2008, ya sea en términos del activo o de las inversiones de las compañías. La conformación de la cartera se mantuvo relativamente estable, con inversiones en el país representando una proporción algo superior al 80%, encabezadas básicamente por títulos públicos y plazos fijos (ver Apartado 4).

La cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS-ANSeS) alcanzó \$120 mil millones en agosto de 2009, consolidando los fondos correspondientes a las ex AFJP (Ley 26.425) y los correspondientes al FGS-ANSeS de forma previa a la transferencia de las administradoras (Decreto 897/07<sup>43</sup>). Se destaca que casi dos terceras partes del total de la cartera estaba invertida en operaciones de crédito con la Nación (principalmente títulos públicos) mientras que las tenencias de acciones y plazos fijos constituyen los dos rubros siguientes en importancia dentro de la composición de la cartera (9% y 8,4%, respectivamente) (ver Tabla IV.4). Así, el FGS-ANSeS ha participado en el período en forma activa tanto en la financiación de proyectos productivos específicos y la colocación de plazos fijos direccionados, como en las ofertas primarias de instrumentos en el mercado de capitales local (en especial, de Obligaciones Negociables). Con excepción del incremento en la financiación de proyectos productivos y/o de infraestructura -que representan actualmente el 6% de la cartera-, no mediaron cambios sustanciales en las inversiones en comparación con las prevalecientes en octubre de 2008 previo al traspaso de la cartera del Fondo de AFJP al FGS-ANSeS.

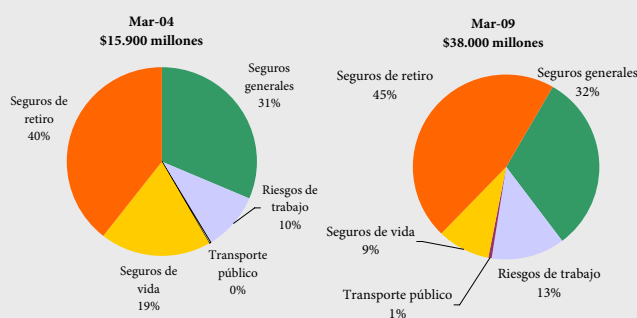
<sup>43</sup> El 5 de diciembre de 2008 (fecha de unificación de las carteras), la valuación de los fondos de las administradoras era de \$80.209 millones y \$18.015 millones eran recursos previos del FGS, totalizando \$98.224 millones. Con la información disponible a abril de 2009, la cartera estaba valorizada en \$82.769 millones y \$19.220 millones, respectivamente (totalizando \$101.989 millones). A agosto de 2009, no se cuenta con la apertura mencionada (correspondiente a AFJP por Ley 26.425 y a FGS por Decreto 897/07).

## Apartado 4 / Las Compañías de Seguro y su Rol como Inversores Institucionales en el Mercado Local

Las compañías de seguros representan un grupo de inversores institucionales de relevancia en el mercado local, manejando una cartera de \$38.000 millones. El tamaño de la cartera viene aumentando en un contexto de ingresos crecientes, siniestralidad en baja, ratios de gastos estables y resultados financieros positivos. La composición de cartera tiene divergencias entre los principales subgrupos, en función de la naturaleza de sus pasivos. Las compañías de seguros generales muestran una mayor ponderación de instrumentos líquidos, mientras que las empresas de seguros de retiro tienen más de la mitad de su cartera en títulos públicos. Para la generalidad de los grupos se observa una ponderación creciente de las disponibilidades y los plazos fijos

La cartera (inversiones y disponibilidades) del agregado de las compañías de seguro ascendía a marzo de 2009<sup>44</sup> a \$38.000 millones. Esto representa casi 4% del PIB, posicionando a las compañías de seguros como un inversor institucional de relevancia en el mercado local. Este ratio se compara con una cartera que representa 12% del PIB en el caso del FGS y 1,5% del PIB en el caso de los FCI.

Gráfico A.4.1  
Composición del Sector Seguros en Términos del Tamaño de la Cartera de Disponibilidades e Inversiones



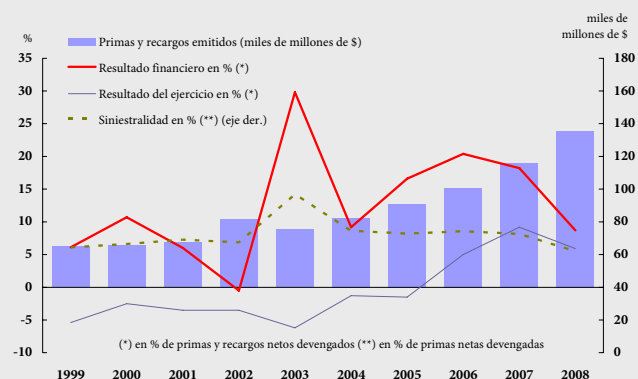
Fuente: elaboración propia en base a SSN

El monto nominal de la cartera agregada de las compañías de seguro es actualmente 1,5 veces mayor al observado hace cinco años atrás (ver Gráfico A.4.1). En efecto, la cartera agregada ha crecido en los últimos cinco años a un ritmo promedio que se acerca al 20% anual. Este dinamismo se da en un contexto de ingresos crecientes, siniestralidad en baja, ratio de gastos estable y resultados financieros positivos para las compañías (ver Gráfico A.4.2). En efecto, en los últimos cinco años las primas y recargos emitidos crecieron a una tasa promedio de 22%.

<sup>44</sup> Último dato disponible.

El ratio de siniestralidad<sup>45</sup> tendió a contraerse desde los picos registrados en 2003. Por su parte, el ratio de gastos totales fue estable en el período 2004-2008. El ratio de resultado financiero se mantuvo en terreno positivo, aunque mostrando cierta volatilidad: se movió en un rango de 9%-20% en los últimos cinco años, con una merma importante en 2008. De esta manera, se observa en los últimos años una mejora en el ratio de resultados del ejercicio, que pasó a ser positivo desde 2006<sup>46</sup>.

Gráfico A.4.2  
Evolución de los Ingresos y la Rentabilidad de las Compañías de Seguros



Fuente: SSN

El agregado de compañías de seguros abarca subgrupos de diferentes características. Así, las carteras de las compañías con un horizonte de inversión de mayor plazo (seguros de vida y retiro, con claro predominio de estos últimos<sup>47</sup>) implican más de la mitad de la cartera agregada. Por su parte, un tercio de la cartera está explicado por las compañías de seguros generales (seguros contra incendios, sobre vehículos, familiares, robo, etc.), el subsector que mayor cantidad de firmas posee<sup>48</sup>. Finalmente, la cartera de las Aseguradoras de Riesgos de Trabajo (ART) representa 13% del total, mientras que las aseguradoras de transporte público de pasajeros tienen una ponderación marginal. En perspectiva, se observa que en los últimos cinco años las compañías de seguros de retiro y las ART fueron ganando terreno en lo que respecta a la pon-

<sup>45</sup> Siniestros netos devengados, rescates y rentas vitalicias.

<sup>46</sup> Los ratios mencionados están expresados en función de diferentes denominadores: primas y recargos netos devengados (resultado financiero y resultado del ejercicio), primas netas devengadas (siniestralidad) y primas y recargos emitidos (gastos totales).

<sup>47</sup> Los seguros de retiro crecieron a la par del esquema de AFJPs.

<sup>48</sup> Las compañías de seguros generales representan el sub-sector con mayor cantidad de entidades (99 compañías, contra 21 empresas en el sub-sector de seguros de retiro) y con carteras menos concentradas (según la medición del índice Herfindahl-Hirschman).

deración de su cartera sobre el total<sup>49</sup>, en detrimento de las compañías de seguros de vida.

La cartera agregada que manejan las compañías de seguros está compuesta en 4% por disponibilidades (\$1.650 millones), mientras que el resto (\$36.350 millones) está asignado a distintos tipos de inversiones (ver Tabla A.4.1). Entre las inversiones locales (que explican casi un 80% de la cartera total) sobresalen los títulos públicos<sup>50</sup> y los plazos fijos, con ponderaciones de 40% y 24% sobre la cartera total, respectivamente. Las inversiones internacionales muestran una mayor diversificación entre instrumentos, aunque se mantiene la preponderancia de los títulos públicos. Se destaca que el total de activos con mayor liquidez relativa (disponibilidades e inversiones de corto plazo -locales e internacionales- como plazos fijos y FCI) asciende a 36% de la cartera del agregado de las compañías de seguros (unos \$13.700 millones).

Tabla A.4.1  
Cartera de Compañías de Seguros  
Marzo de 2009 - en millones de \$

| Rubro                                | Total  | Seguros generales | Riesgos de trabajo | Transporte público | Seguros de vida | Seguros de retiro |
|--------------------------------------|--------|-------------------|--------------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| Total disponibilidades e inversiones | 37.999 | 11.975            | 4.796              | 242                | 3.495           | 17.491            |
| Disponibilidades                     | 1.653  | 981               | 257                | 31                 | 122             | 262               |
| Inversiones                          | 36.345 | 10.994            | 4.539              | 212                | 3.372           | 17.229            |
| Locales                              | 30.086 | 9.228             | 3.660              | 174                | 1.860           | 15.164            |
| Plazos Fijos                         | 8.940  | 3.204             | 1.599              | 110                | 456             | 3.572             |
| Títulos                              | 15.186 | 3.756             | 1.481              | 27                 | 748             | 9.174             |
| Acciones                             | 1.020  | 756               | 26                 | 5                  | 160             | 73                |
| Obligaciones Negociables             | 976    | 263               | 123                | 2                  | 182             | 405               |
| Fondos Comunes de Inversión          | 1.576  | 593               | 373                | 8                  | 183             | 418               |
| Fideicomisos Financieros             | 2.073  | 409               | 55                 | 3                  | 110             | 1.495             |
| Otras (incluye préstamos)            | 315    | 246               | 3                  | 18                 | 21              | 27                |
| Internacionales                      | 6.259  | 1.766             | 879                | 38                 | 1.512           | 2.065             |
| Plazos Fijos                         | 608    | 181               | 191                | 23                 | 93              | 120               |
| Títulos                              | 2.626  | 772               | 519                | 0                  | 745             | 590               |
| Acciones                             | 474    | 100               | 7                  | 0                  | 349             | 17                |
| Obligaciones Negociables             | 675    | 304               | 39                 | 3                  | 116             | 213               |
| Fondos Comunes de Inversión          | 941    | 382               | 111                | 11                 | 171             | 266               |
| Otras                                | 936    | 26                | 12                 | 1                  | 38              | 858               |

Memo: Cantidad de firmas 178 99 13 5 40 21  
Fuente: elaboración propia en base a SSN

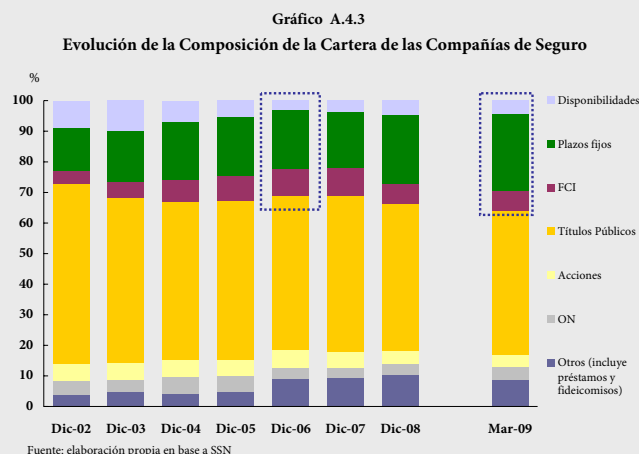
En función de las diferencias existentes en la naturaleza de los pasivos de los distintos tipos de aseguradoras, es de esperar que existan divergencias en la composición de sus carteras. En tal sentido, las compañías de seguro generales y las ART muestran carteras con una mayor ponderación de activos líquidos que las compañías de seguros de vida y retiro<sup>51</sup>. Por otra parte, se destaca la preponderancia de los títulos públicos en las carteras de las compañías

<sup>49</sup> Las ART muestran una participación creciente sobre la emisión total de primas y recargos del sector.

<sup>50</sup> Los títulos públicos pueden estar valuados a mercado o en cuentas de inversión.

<sup>51</sup> Las disponibilidades representan más de 8% de la cartera de compañías de seguros generales, mientras que para las de seguros de retiro la ponderación es menor a 2%. Para los activos líquidos en sentido amplio (disponibilidades, depósitos y FCI), la ponderación en empresas de seguros generales (45%) está por encima de la observada en empresas de seguros de retiro (ponderación por debajo del 30%).

de seguros de retiro (más del 50% de las inversiones totales, mientras que para el resto de los grupos se observan ponderaciones que, como máximo, se encuentran en torno al 30%). Por último, para las compañías de seguros de vida se verifica una alta ponderación de las inversiones internacionales (más del 40% de su cartera).



En perspectiva, en los últimos dos años se observa para la cartera agregada del sector asegurador una tendencia a incrementar la ponderación de la liquidez: en particular, sólo la suma de disponibilidades y depósitos a plazo fijo pasó de representar casi 22% del total a fines de 2006 a casi 30% en la actualidad<sup>52</sup> (ver Gráfico A.4.3). Adicionalmente se registra un avance de las ON y los Fideicomisos Financieros. Estas tendencias están en línea con lo observado durante los últimos años tanto en materia de re-intermediación bancaria como en lo que respecta al financiamiento del sector privado a través de los mercados de capitales locales. El avance de los instrumentos mencionados en la ponderación de las carteras de las compañías de seguro se dio en detrimento de los títulos públicos (que siguen manteniendo un rol protagónico), las acciones y los FCI<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> En 2008 tanto el saldo de disponibilidades como el de plazos fijos crecieron a tasas por encima del 40% anual. Un cambio normativo de 2008, referido a empresas que registren resultado técnico negativo, podría estar incentivando la constitución de aquellas colocaciones.

<sup>53</sup> El saldo de acciones y el de FCI mostraron mermas en torno a 15%-20% en 2008, en un contexto de deterioro en las cotizaciones.



## V. Riesgos del Sistema Financiero

### Síntesis

El sistema financiero muestra una configuración de riesgos intrínsecos relativamente acotada y balanceada, y con amplios mecanismos de cobertura, dado el marco normativo prudencial y las políticas implementadas por el BCRA. La banca demuestra así un considerable grado de fortaleza frente a los efectos de la crisis internacional que cierra su segundo año de duración. El accionar de este Banco Central dirigido a mantener las condiciones de estabilidad financiera, en un marco en donde se insinúa un principio de mejora para la economía local, permite reducir considerablemente la posibilidad de un deterioro del mapa actual de riesgos para lo que resta de 2009.

Los niveles de activos líquidos bancarios, sumados a la generación de instrumentos por parte del BCRA y a la plena vigencia de su rol de prestamista de última instancia, hacen que las entidades financieras conserven una posición favorable frente al riesgo de liquidez. En este contexto, continúan aumentando los depósitos del sector privado y reduciéndose las tasas de interés. Esto último, en parte, recogiendo el efecto de las disminuciones decididas por el BCRA en el corredor de tasas de interés de referencia del mercado de pases.

Prevalecen mejores perspectivas para lo que resta de 2009 respecto del riesgo de crédito de familias y empresas asumido por los bancos, aunque persisten signos leves de tensión en algunos segmentos. Desde niveles reducidos, la morosidad aún continúa aumentando en el crédito para consumo de los hogares y, en menor medida, para empresas. Esto se da en un contexto de cierta fragilidad del mercado laboral, menor dinamismo en los niveles de actividad de ciertos sectores, aunque con relativamente bajo endeudamiento. La cobertura de los préstamos en situación irregular con provisiones sigue siendo robusta.

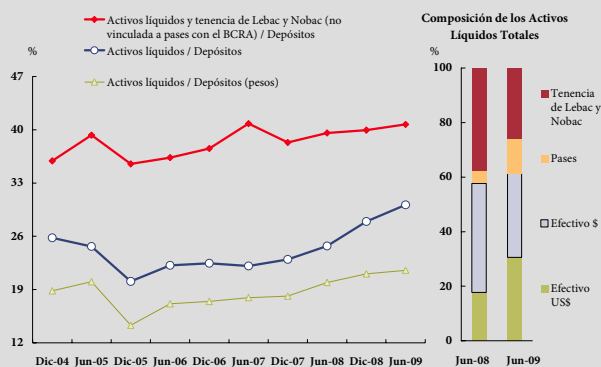
La exposición del sistema financiero al sector público se estabiliza en un nivel históricamente bajo. Se prevé, no obstante, cierto incremento para el resto del año en el marco de lo dispuesto en la Ley de Presupuesto Nacional y de lo que eventualmente se genere respecto al financiamiento de proyectos de infraestructura. Se proyecta que las cuentas del Gobierno Nacional continúen siendo superavitarias, lo que mantiene acotado al riesgo de crédito asumido por los bancos.

La posición de moneda extranjera del sistema financiero aumenta levemente producto fundamentalmente de las compras netas a término, situación que se produce en un contexto de acotada volatilidad del tipo de cambio. En este contexto, existe una limitada probabilidad de que variaciones del tipo de cambio generen un impacto negativo en la solvencia del sector.

Los bancos mantienen su exposición al riesgo de tasa de interés en niveles moderados. Continúa achicándose el descalce patrimonial de partidas ajustables por CER, fundamentalmente por los canjes de PGN. De esta manera, la exposición del sistema financiero al riesgo de tasa de interés real sigue reduciéndose.

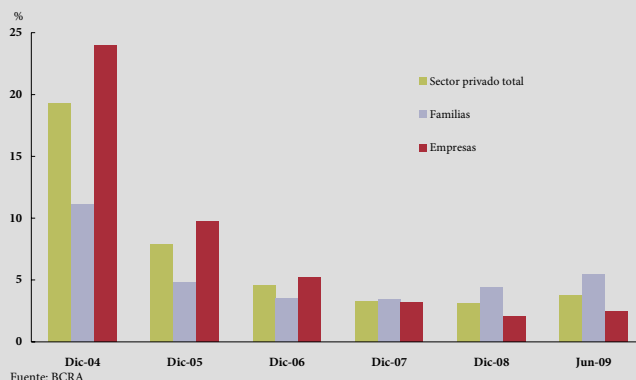
Las perspectivas económicas positivas producen un marco relativamente más propicio para la administración de los riesgos enfrentados por los bancos. Las políticas financiera y prudencial del BCRA generan los incentivos adecuados para evitar una excesiva toma de riesgos por parte de las entidades financieras y, al mismo tiempo, alentar el crecimiento de la intermediación financiera.

Gráfico V.1  
Liquidez  
Sistema financiero

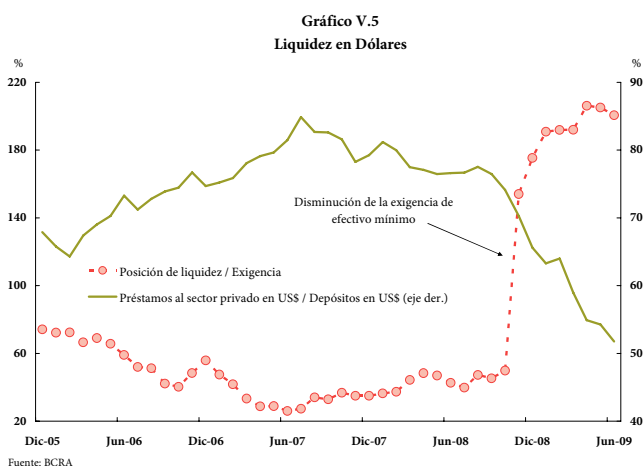
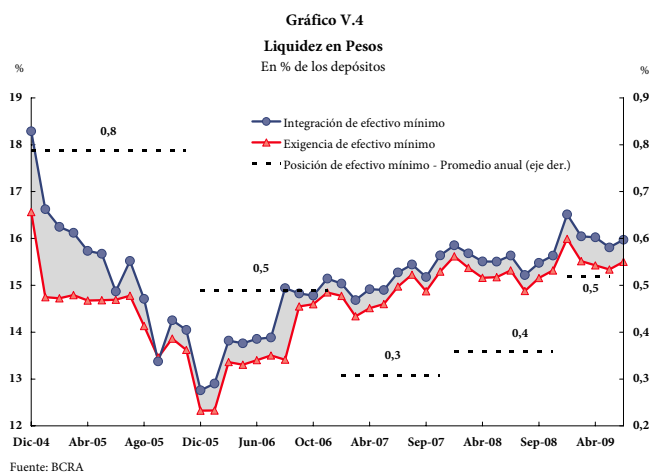
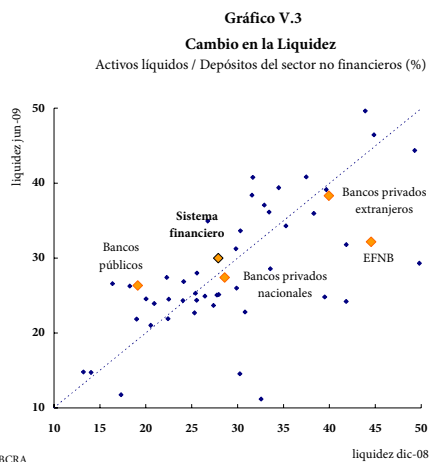


Fuente: BCRA

Gráfico V.2  
Irregularidad del Crédito al Sector Privado  
Cartera irregular / Financiaciones (%)



Fuente: BCRA



## V.1 Riesgo de liquidez

### *El sistema financiero mantiene una buena posición frente al riesgo de liquidez*

Las entidades financieras sostienen adecuados niveles de activos líquidos, disponiendo de nuevos instrumentos para desarrollar una efectiva administración del riesgo de liquidez enfrentado a partir de las medidas adoptadas por el BCRA.

Los bancos continúan consolidando sus pasivos en la primera parte de 2009 producto de la captación de depósitos del sector privado. Las colocaciones de empresas y familias registran un aumento de 16,1% en lo que va de 2009, tanto por la dinámica de las cuentas a la vista como por la de los depósitos a plazo. De esta manera, las imposiciones del sector privado se consolidan como la principal fuente de fondos bancarios, alcanzando más de la mitad de los pasivos del sector.

Profundizando la estrategia implementada ante la crisis financiera internacional, el BCRA sigue instrumentando herramientas a disposición de las entidades financieras para hacer frente a eventuales necesidades de liquidez. En la primera mitad de 2009 esta Institución incorporó la posibilidad de licitar opciones de pases activos en pesos hasta un año de plazo, medida que se suma a las ventanillas de liquidez oportunamente creadas (precalificación de activos para el régimen de asistencia y incorporación de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 a la gama de instrumentos ya disponibles para tomar fondos)<sup>54</sup> y a la decisión de fortalecer la liquidez sistémica mediante la disminución del *stock* de Lebac y Nobac en circulación.

Los activos líquidos<sup>55</sup> del conjunto de entidades financieras evidencian un incremento en los últimos períodos hasta alcanzar 30% de los depósitos (ver Gráfico V.1), mientras que la liquidez amplia<sup>56</sup> llega a 41% de los depósitos totales, levemente por arriba del nivel del cierre de 2008. El aumento de la liquidez sistémica en la primera mitad de 2009 resulta impulsado fundamentalmente por los bancos públicos (ver Gráfico V.3), movimiento que es parcialmente compensado por disminuciones en los restantes grupos de entidades financieras.

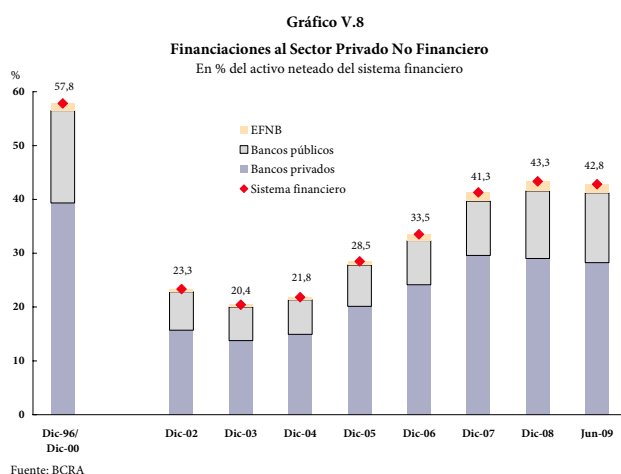
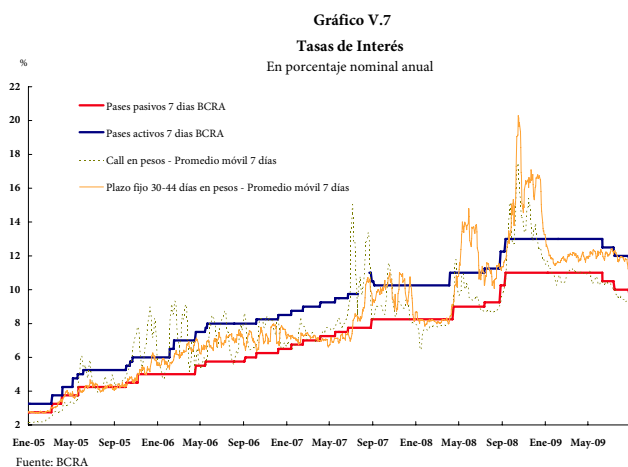
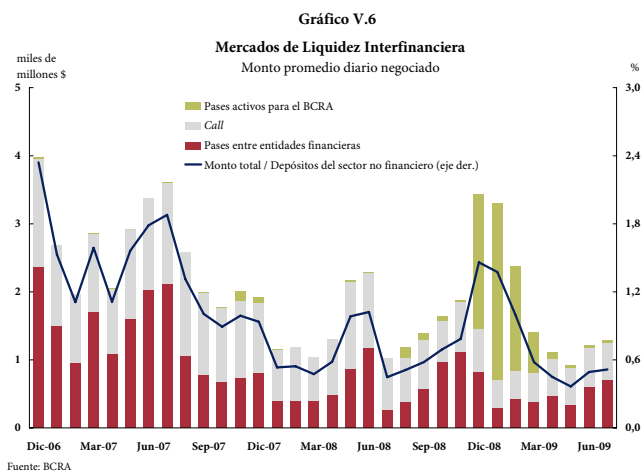
Los bancos mantienen adecuados niveles de liquidez en pesos, superando la exigencia establecida por el BCRA, y disponiendo de un margen precautorio que se eleva levemente en términos interanuales (ver Gráfico V.4). El

<sup>54</sup> Para mayor detalle ver BEF I-09.

<sup>55</sup> Tanto en pesos como en moneda extranjera, incluyendo efectivo, cuentas corrientes en el BCRA y pases netos con esta Institución.

<sup>56</sup> Incluyendo la tenencia de Lebac y Nobac no vinculada a operaciones de pase con el BCRA.





exceso de integración en moneda extranjera se mantiene en niveles elevados (ver Gráfico V.5), en línea con una expansión de los depósitos en moneda extranjera que supera a la evolución de los créditos en igual moneda.

***Incipientes señales de recuperación en los niveles de actividad en los mercados de liquidez interbancaria***

Luego de los picos de volatilidad financiera internacional evidenciados sobre fines de 2008, gradualmente se recuperan los volúmenes operados en los mercados locales de liquidez interbancaria (ver Gráfico V.6), si bien aún resultan menores a los del año pasado. Conjuntamente con la evolución de los mercados de liquidez y el incremento de los depósitos, las principales tasas de interés locales se están reduciendo (ver Gráfico V.7). En un contexto de normalización, y con el objetivo de profundizar la política contracíclica, el BCRA dispuso readecuar el sistema de pases activos y pasivos. Entre julio y septiembre, el BCRA dispuso tres bajas en las tasas de interés para pases a 1 y 7 días por 1,25 p.p. en conjunto<sup>57</sup>, eliminando algunos plazos que habían sido creados en los momentos de mayor inestabilidad financiera.

***Se espera que los bancos mantengan una buena posición frente al riesgo de liquidez, en un entorno internacional que todavía representa un foco de incertidumbre***

Se prevé que el riesgo de liquidez que enfrentan las entidades financieras se mantenga en niveles acotados, dado el resguardo que representan los elevados niveles de reservas a nivel sistémico, la batería de medidas relacionadas que fueron implementadas por BCRA y la consolidación de su rol de prestamista de última instancia. Cabe considerar que comienzan a percibirse ciertas señales de estabilización en la actividad económica local, situación que favorece las condiciones para el desarrollo de la intermediación financiera tradicional, contribuyendo a que los bancos consoliden su fondeo vía depósitos de empresas y familias. Los riesgos a la baja provendrían de un eventual contexto de incremento brusco de los niveles de volatilidad.

<sup>57</sup> Incluye dos bajas en las tasas de interés de 1 y 7 días de 0,50 p.p. cada una a principios de julio y de agosto del corriente año y una de 0,25 p.p. en septiembre.

## Apartado 5 / Estrategias de los Bancos Centrales frente a la Volatilidad en el Precio de los Activos

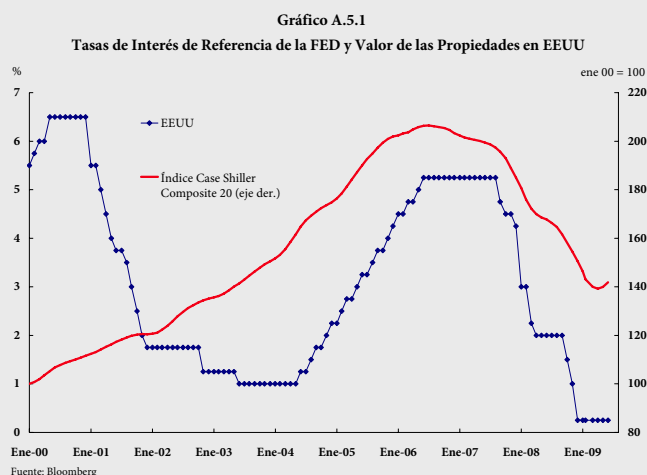
**El estallido de la burbuja en el mercado inmobiliario estadounidense, que originó la actual crisis financiera internacional, reabre el debate acerca del rol de los bancos centrales ante indicios de desalineamiento en el precio de los activos. En este sentido, existiría un mayor consenso respecto del accionar anticíclico de estas instituciones dirigido a resguardar la estabilidad financiera**

Una de las lecciones que deja la actual crisis financiera global es que el desalineamiento en el precio de los activos domésticos puede amenazar seriamente la estabilidad financiera y poner en riesgo la actividad económica y el empleo. Esto sucede en la medida en que ajustes en la riqueza de los agentes económicos y en el costo y disponibilidad de crédito terminen impactando en los niveles de consumo e inversión. Es por ello que se hace necesario repensar el rol de los bancos centrales frente a desvíos significativos del nivel de ciertas variables respecto al determinado por sus *fundamentals*.

Al respecto prevalecen dos enfoques. Por un lado, el que ha adoptado y mantenido la FED<sup>58</sup> conocido como “*mop up after*”, que consiste en no intervenir antes de que la burbuja estalle, para luego utilizar las herramientas de política monetaria para “limpiar” las consecuencias, mitigando los daños colaterales sobre el sistema bancario y la economía. Existen principalmente dos argumentos para no intervenir durante la gestación de una burbuja. El primero es que identificar de manera temprana la gestación de una burbuja con cierto grado de precisión es una tarea difícil, ya que habría que distinguir si las fluctuaciones en los precios de los activos se deben a cambios en las tendencias de largo plazo de las variables fundamentales o si, alternativamente, responden a expectativas de obtener ganancias especulativas gracias a futuras subas de precios. A su vez, suele argumentarse que los bancos centrales no tendrían ventajas respecto al mercado para realizar tal evaluación. El segundo argumento es que, aún cuando pueda percibirse la gestación de una burbuja, la autoridad monetaria puede no disponer de los instrumentos adecuados para desactivarla.

Cabe considerar que algunos economistas son muy críticos sobre la conducta pasiva de la autoridad monetaria ante el desarrollo de la burbuja inmobiliaria, sosteniendo además que los errores de política monetaria propiciaron

su gestación. Entre ellos, John Taylor<sup>59</sup> sugiere que la burbuja inmobiliaria surgió como consecuencia de que la FED prolongó por demasiado tiempo la política de tasas de interés reducidas que siguió a la recesión de 2001 en los EEUU, facilitando un excesivo apalancamiento y endeudamiento (ver Gráfico A.5.1).



Inclusive, antes del estallido de la crisis *subprime* algunos economistas como Raghuram Rajan plantearon sus divergencias con el enfoque de la FED<sup>60</sup>. Rajan, en particular, hizo especial hincapié en que tasas de interés de política monetaria persistentemente reducidas (a fin de evitar una recesión) podrían producir distorsiones en el sistema financiero y, por consiguiente, en el precio de los activos. Según su visión, este potencial peligro no implica dejar de usar tasas de política monetaria lo suficientemente bajas cuando haga falta, sino más bien, que la autoridad de supervisión debería prestar especial atención a la formación de burbujas.

El enfoque alternativo al de la FED consiste en aplicar el principio de “*lean against the wind*” a los precios de los activos. Quienes adhieren a este enfoque entienden que los bancos centrales deberían responder con políticas anticíclicas ante incipientes desequilibrios en los mercados de activos, intentando limitar la magnitud del desalineamiento. De esta forma se evitarían las distorsiones en la asignación de recursos, atenuando su efecto sobre la economía real. El compromiso del Banco Central de

<sup>58</sup> Alan Greenspan, *Issues for Monetary Policy, Remarks before the Economic Club of New York*, 2002.

<sup>59</sup> John B. Taylor, *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. NBER Working Paper No. 14631, 2009.

<sup>60</sup> Raghuram G. Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier? Jackson Hole Symposium*, 2005.

evitar una excesiva volatilidad en el precio de los activos contribuiría a anclar las expectativas del público, impidiendo que el proceso se retroalimente.

Un banco central pionero en la adopción de medidas concretas frente a la gestación de burbujas fue el Banco Central de Suecia. Su presidente, Stefan Ingves<sup>61</sup>, sostuvo que no le parecía razonable ignorar los riesgos del posible desequilibrio asociado a períodos prolongados de crecimiento en el precio de los activos y en el nivel de endeudamiento.

Ante un fuerte aumento en el precio de las propiedades en Suecia, el Banco Central realizó cambios en el *timing* de las modificaciones en la tasa de interés de política. Junto a esto, a partir de 2006 se le prestó particular atención al precio de los inmuebles y al apalancamiento de las familias en la política comunicacional, tanto en los informes de la Institución, como en los discursos de sus autoridades.

Este accionar fue muy criticado, tanto por la prensa especializada como por analistas de mercado y miembros de la academia. Entre estos últimos, Frederic Mishkin<sup>62</sup> sostiene que evitar la formación de burbujas es una tarea casi imposible. Mishkin propone que los bancos centrales realicen periódicamente pruebas de estrés para poder estar listos ante las tensiones que surjan en el sistema financiero al estallar una burbuja. También sugiere que puede ser útil el seguimiento de la situación del sistema financiero mediante la publicación periódica de un Boletín de Estabilidad Financiera.

Las posiciones que respaldan la utilización de herramientas para evitar la formación de burbujas (o, al menos, reducir la probabilidad de que las mismas se formen), en términos generales están más en línea con la utilización de políticas macroprudenciales y políticas monetarias contracíclicas. En efecto, el enfoque de intervención temprana ante indicios de gestación de burbujas, juega un papel fundamental a la hora de minimizar los riesgos y eventuales costos en términos de fragilidad financiera y de ajuste del producto y de la inflación. Esto hace que el monitoreo del precio de los activos constituya un elemento importante en el esquema de política que probablemente no podrá ser ignorado en el futuro por los bancos centrales.

En los países emergentes es necesario reevaluar la eficacia de los instrumentos que tienen los bancos centrales para hacer frente a burbujas. A diferencia de lo que ocurre en los países desarrollados, donde las burbujas se producen en un mercado determinado como puede ser el inmobiliario o el sector tecnológico, en los países emergentes la mayor preferencia por los activos domésticos suele verse reflejada en el fortalecimiento de la moneda. La entrada de capitales en forma de inversiones financieras y productivas suele ser más general, impulsando apreciaciones en el tipo de cambio. En este sentido, utilizar la tasa de interés como instrumento para evitar la gestación de una burbuja puede no ser una respuesta adecuada, ya que se estaría agregando mayor presión sobre el tipo de cambio al hacer más atractivos los activos financieros en moneda local. Intervenciones en el mercado de cambios, junto con una adecuada política de esterilización parecerían una mejor alternativa. Más aún, existen distintos instrumentos macroprudenciales adicionales que pueden contribuir a evitar el desarrollo de burbujas, como los requerimientos en términos de los ingresos de los prestatarios y de carga de la deuda a la hora de la generación crediticia, entre otros.

En el caso local, en forma periódica se realiza una evaluación de las condiciones de estabilidad financiera en el marco del BEF, así como de ejercicios de estrés a fin de analizar la solidez de los bancos individuales ante *shocks* de diversa índole. Todo esto, junto con una adecuada regulación y supervisión bancaria que limita los descargos en moneda extranjera, contribuye a minimizar la posibilidad de formación de burbujas, evitando sus eventuales efectos en el sistema financiero local, en la actividad económica y en el empleo.

<sup>61</sup> Stefan Ingves, *Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank*. Jackson Hole Symposium, 2007.

<sup>62</sup> Francesco Giavazzi and Frederic S. Mishkin, *An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*. Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2006.

## V.2 Riesgo de crédito

### V.2.1 Sector privado

#### *El conjunto de entidades financieras reduce levemente su exposición al sector privado*

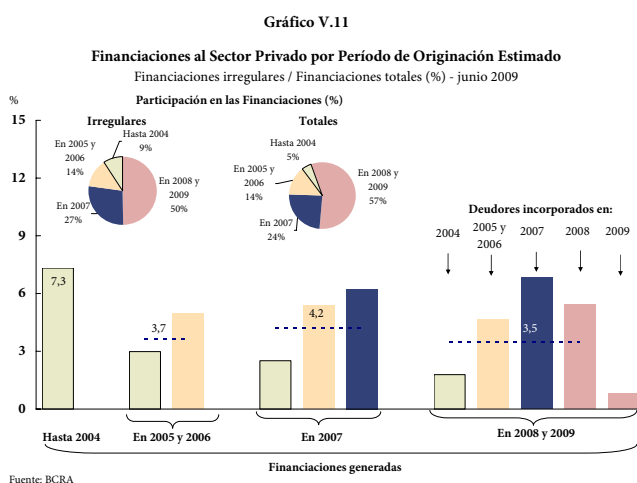
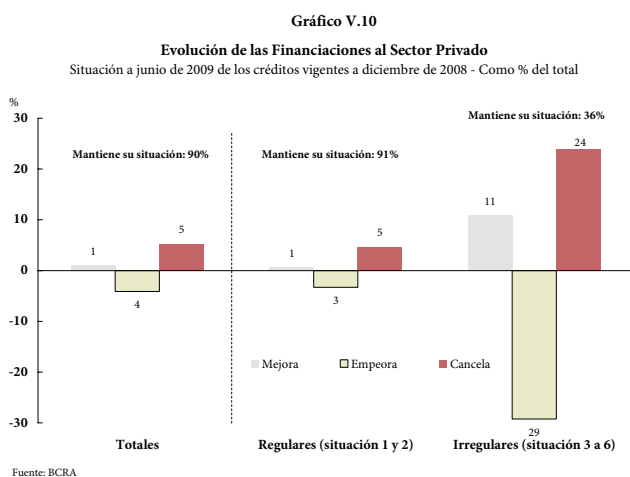
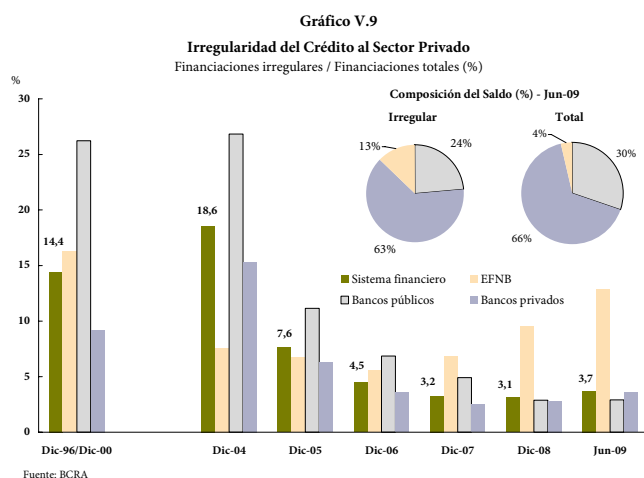
En un contexto de desaceleración en el crecimiento del financiamiento, el sistema financiero reduce levemente su exposición al sector privado (ver Gráfico V.8). Sigue percibiéndose cierta materialización del riesgo de crédito de las empresas y familias asumido por las entidades financieras, si bien partiendo desde niveles acotados. Se verifican algunas señales de debilidad en el mercado laboral y un menor crecimiento en los niveles de actividad en las distintas ramas productivas, existiendo favorables perspectivas para los próximos meses.

#### *Continúa aumentando gradualmente la irregularidad de las financiaciones al sector privado, al tiempo que los bancos mantienen una sólida cobertura con provisiones*

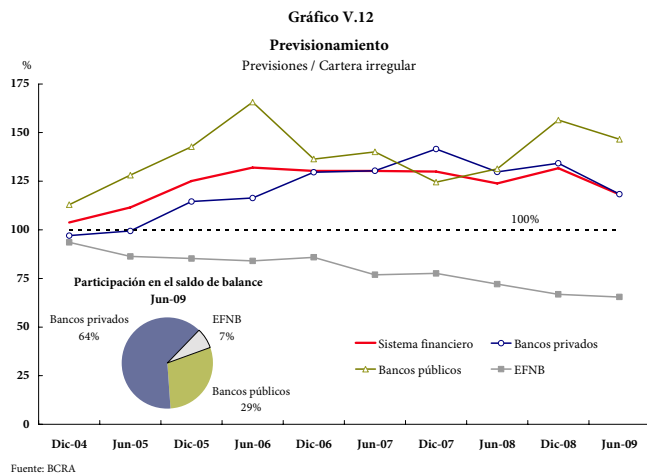
Desde valores históricamente bajos, la irregularidad del financiamiento al sector privado continúa experimentando una leve suba hasta alcanzar un nivel de 3,7% (ver Gráfico V.9), recogiendo el deterioro de la cartera de las EFNB y de los bancos privados. El incremento de la irregularidad resulta mayormente impulsado por las líneas crediticias a las familias y, en menor medida, por los préstamos a las empresas<sup>63</sup> (ver Gráfico V.2). La irregularidad de los hogares alcanza 5,5% de las financiaciones, aumentando 1,1 p.p. en la primera mitad del año fundamentalmente por la dinámica de los préstamos para consumo (personales y tarjetas de crédito). El crédito al sector corporativo evidencia una irregularidad de 2,5%, aumentando levemente en lo que va de 2009.

Las líneas de crédito al sector privado vigentes a fines de 2008 registran un ligero deterioro en su calidad en lo que va del año. Aproximadamente 4% del financiamiento empeora su situación en el período, en tanto que sólo 1% evidencia mejoras (ver Gráfico V.10). Se estima que la irregularidad se encuentra fundamentalmente explicada por las líneas de crédito otorgadas en los últimos períodos a deudores que se incorporaron al sistema financiero más recientemente (ver Gráfico V.11).

Las provisiones constituidas por los bancos siguen cubriendo la totalidad de los créditos al sector privado en situación irregular (ver Gráfico V.12). A lo largo de 2009 el incremento en la morosidad reduce levemente el indi-



<sup>63</sup> Se consideran financiaciones a empresas a aquellas otorgadas a personas jurídicas y al financiamiento comercial otorgado a personas físicas, el resto de las financiaciones a personas físicas se incluye dentro del concepto de familias.

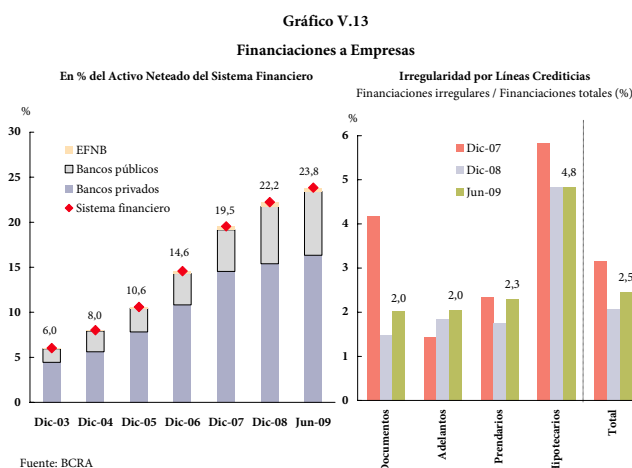


cadador de cobertura, situación que resulta generalizada entre los grupos de entidades financieras.

**El BCRA continúa desarrollando modelos para diagnosticar la vulnerabilidad del sistema financiero frente al riesgo de crédito del sector privado**

Conjuntamente con el frecuente monitoreo de las variables tradicionales para evaluar el desempeño del sistema financiero, el BCRA está implementando pruebas de tensión de riesgo de crédito para el conjunto de entidades financieras, utilizando metodologías basadas en escenarios macroeconómicos y de sensibilidades (ver Apartado 5 del BEF I-09). Los resultados de las pruebas de estrés para riesgo de crédito indican que si bien el sistema financiero enfrentaría pérdidas, sostendría su solvencia agregada ante episodios de *shock*.

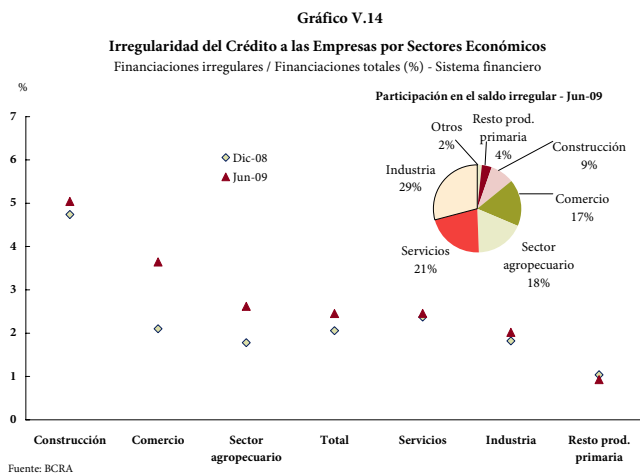
**En la medida en que se consolide la estabilización de la economía y comience a evidenciarse cierta recuperación en la actividad, el riesgo de crédito asumido por los bancos se mantendría en niveles acotados**



La capacidad de pago tanto de las familias como de las empresas tendería a mejorar en los próximos meses en la medida que se consolide cierta recuperación de la actividad económica. Sin embargo, cabe destacar que la relación entre la materialización del riesgo de crédito del sector privado y el ciclo económico puede no ser inmediata, existiendo normalmente cierto rezago entre la evolución económica y el nivel de morosidad observado.

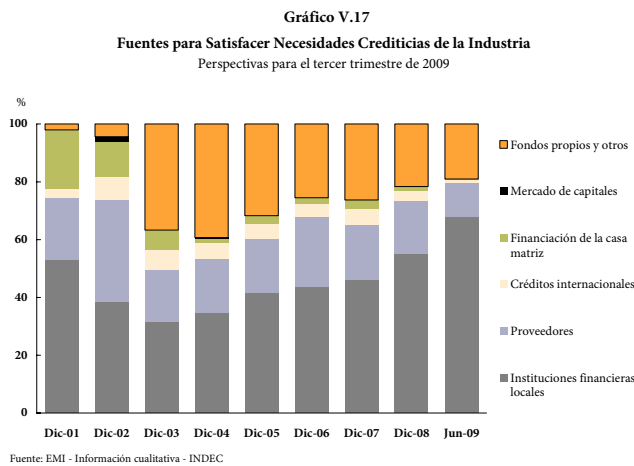
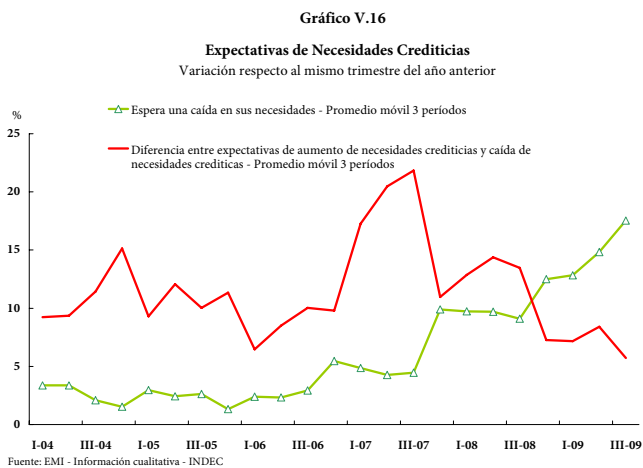
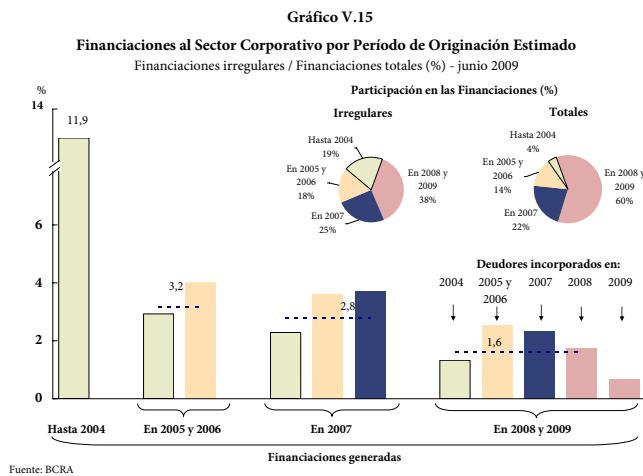
**Empresas**

**Aumenta la exposición del sistema financiero a las empresas, al tiempo que se evidencia cierto deterioro en la calidad crediticia del sector**



El sistema financiero continúa incrementando su exposición al sector corporativo (ver Gráfico V.13), situación impulsada por los bancos privados y, en menor medida, por las entidades financieras públicas. Desde niveles reducidos, sigue verificándose cierta materialización del riesgo de crédito del sector corporativo en el marco del impacto local de la crisis global. Los indicadores adelantados de actividad local comienzan a mostrar signos de estabilización e incluso de gradual mejora (ver Página 24), lo que hace prever cierta recomposición de la capacidad de pago de las empresas de cara al mediano plazo.

El leve aumento de la morosidad resulta de un comportamiento generalizado tanto entre las distintas líneas crediticias como entre los sectores productivos (ver Gráfico V.14).



fico V.14). Se estima que las financiamientos a los distintos sectores generadas en los últimos tres años presentan una menor irregularidad que las otorgadas con anterioridad (ver Gráfico V.15).

**El sistema financiero continuaría incrementando moderadamente su exposición al sector corporativo en los próximos meses, en un contexto de estabilización en la capacidad de pago de estos deudores**

Se espera que el sistema financiero continúe incrementando paulatinamente el financiamiento a las firmas en el marco de una gradual recomposición esperada en la actividad económica. Respecto de la industria, sector que demanda más de una tercera parte del crédito bancario al sector corporativo, se mantendría ciertas expectativas a ampliar sus necesidades crediticias en el futuro próximo (ver Gráfico V.16). A su vez, las empresas de este sector planearían abastecer sus necesidades de créditos con una mayor participación del financiamiento originado en el sistema financiero (ver Gráfico V.17), situación que probablemente también se verifique en otros sectores económicos.

Se prevé que el riesgo de crédito de las empresas asumido por los bancos permanezca en niveles bajos y acotados. La gradual reducción de los cheques rechazados en la primera parte del año (ver Página 72) resultaría un indicador adelantado sobre cierta mejora de la capacidad de pago del sector.

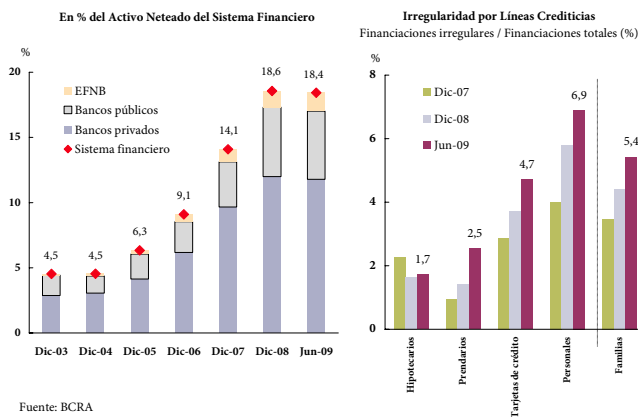
## Familias

**Se reduce ligeramente la exposición de los bancos a los hogares en un marco de moderado incremento en la morosidad**

En la primera parte del año el sistema financiero disminuye levemente su exposición a las familias (ver Gráfico V.18). Sigue percibiéndose cierta materialización del riesgo de crédito de los hogares asumido por las entidades financieras, reflejándose en graduales incrementos en la morosidad de las financiamientos a este sector, situación que si bien resulta generalizada entre líneas crediticias es mayor en aquellas para consumo (personales y tarjetas de crédito).

El incremento en el ratio de irregularidad de las financiamientos al consumo de las familias está siendo impulsado por un crecimiento de la cartera en mora que supera a la evolución del saldo crediticio total (ver Gráfico V.19). Esta situación se mantendría en el corto plazo, dadas las señales de fragilidad que se manifiestan en el mercado laboral (ver Capítulo III).

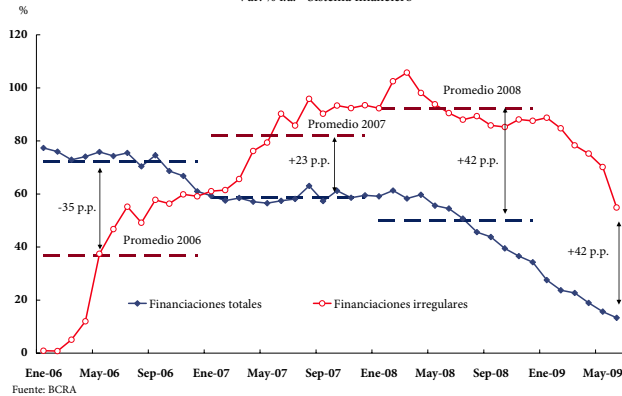
**Gráfico V.18**  
**Financiaciones a Familias**



Se estima que los préstamos para consumo otorgados en los últimos años a sujetos de crédito incorporados más recientemente al sistema financiero presentan una mayor irregularidad (ver Gráfico V.20).

Una parte considerable del financiamiento que utilizan las familias no proviene de las entidades financieras sino que se genera en otros intermediarios. En particular, el financiamiento dirigido a familias mediante los denominados sistemas cerrados de tarjetas de crédito (emitidas por un emisor privado no financiero) equivale a casi un tercio del crédito total otorgado mediante el sistema de tarjetas de crédito. El financiamiento a las familias proveniente de esta fuente adicional presenta una morosidad gradualmente creciente y mayor a la verificada por similar tipo de crédito otorgado por los bancos.

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



**El sistema financiero continuaría evidenciando cierta materialización del riesgo de crédito de las familias en los próximos meses**

Se prevé que la exposición del sistema financiero a los hogares se sostenga en torno a los niveles actuales, en un contexto en el que podría mantenerse un ligero deterioro en la capacidad de pago del sector hasta tanto las señales favorables que se observan en algunos indicadores de actividad económica se traduzcan en mejoras en el mercado laboral. En este marco, el gradualmente menor endeudamiento de los hogares (ver Página 36) contribuiría a evitar un mayor deterioro en la capacidad de pago del sector.

**Gráfico V.20**  
**Financiaciones para Consumo de las Familias por Período de Origenación Estimado**  
Como % de las financiaciones para consumo de las familias totales a Jun-09 - Sistema financiero



## V.2.2 Sector público

**El riesgo de crédito del sector público enfrentado por los bancos se mantiene en niveles acotados**

La exposición del sistema financiero al sector público se estabiliza en lo que va de 2009 (ver Gráfico V.21), siendo aproximadamente la tercera parte del financiamiento a empresas y familias. El crédito de los bancos a este sector acumula una caída de 28 p.p. del activo desde fines de 2004, siendo los niveles actuales similares a los de otras regiones emergentes (ver Gráfico V.22).

De cara al resto del año se prevé cierto incremento en la exposición al sector público, tanto por el nuevo financiamiento autorizado en el marco del artículo 74 de la Ley de Presupuesto Nacional, como por la eventual sus-

## Apartado 6 / Camino a la Reformulación del Marco de Regulación Financiera Internacional

**La magnitud de los efectos adversos generados por la crisis subprime dejó a la luz la necesidad de rediseñar globalmente el marco de regulación y supervisión financiera, haciendo eje en la actividad bancaria e incorporando otros segmentos financieros que tomaron relevancia en la propagación del escenario de stress. Los países desarrollados, en conjunto con las principales economías emergentes, han comenzando a trabajar con el fin de elaborar propuestas que contribuyan a construir en el mediano plazo sistemas financieros más estables y robustos. La experiencia de los emergentes para superar episodios de crisis y tomar recaudos en función de ellas, comienza a ser una referencia en las economías desarrolladas**

Con el objetivo de reducir significativamente la probabilidad y la severidad de nuevos episodios de crisis financiera, las principales economías del mundo (nucleadas en el G-20) impulsaron en 2008 al Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision* –BCBS–) a desarrollar alternativas que permitan superar las falencias regulatorias, de supervisión y de administración de riesgos en el sector bancario. Más aún, en el marco del *London Summit* de principios de 2009, los líderes del G-20 transformaron un organismo ya existente en el marco del BIS, el *Financial Stability Forum*, en el *Financial Stability Board* (FSB), extendiendo la cantidad de países miembros representados y ampliando su mandato para promover la estabilidad financiera a nivel mundial. En este marco, Argentina pasó a participar como miembro pleno en el FSB y el BCBS en conjunto con otras economías emergentes, permitiéndole así contribuir activamente en el proceso de elaboración de estándares de regulación como en la coordinación de las políticas de supervisión de las entidades financieras globalmente. La estructura del FSB está conformada por un Plenario, un comité ejecutivo y tres comités permanentes encargados respectivamente de 1. la evaluación de vulnerabilidades, 2. la cooperación en regulación y en supervisión y 3. la implementación de estándares.

Las reformas propuestas están orientadas a alcanzar la conformación de un sistema financiero más robusto y menos procíclico, promoviendo un crecimiento económico sustentable. Así, entre las principales dimensiones a ser mejoradas se encontraron los niveles de capitales y su calidad, los mecanismos de previsionamiento, los incentivos generados por las políticas de remuneraciones de los ejecutivos, los niveles de liquidez y de concentraciones de exposiciones. Así, las respuestas que comenzaron a surgir

del BCBS se basan principalmente en aumentar la resistencia de los bancos articulando la consolidación de la regulación microprudencial, la introducción de herramientas macroprudenciales que descansen en la utilización de *buffers* contracíclicos de capital, el impulso de mayores niveles de liquidez y de menor apalancamiento, así como medidas para encarar los riesgos provenientes de los bancos grandes, interconectados y con efectos sistémicos.

En este sentido, los principales avances realizados hasta el momento en materia de regulaciones microprudenciales de capital se centran en: i. los mayores requerimientos de capital a ser aplicados sobre el *trading book* de las entidades financieras; ii. el incremento en los niveles de capital sobre re-securitizaciones y exposiciones a vehículos fuera de balance de los bancos (*off balance*); iii. la emisión de principios de mejores prácticas para la elaboración de ejercicios de *stress testing* y para la valuación de productos financieros complejos; iv. la elaboración de principios de mejores prácticas para el monitoreo y la administración del riesgo de liquidez; v. la incorporación de estándares de compensaciones en el Pilar II de Basilea II (adoptando los principios elaborados por el FSB), con el objetivo de fortalecer la relación entre las compensaciones y los incentivos para asumir riesgos y vi. el fortalecimiento del Pilar III (disciplina de mercado), aumentando el *disclosure* sobre las actividades de *trading*, securitizaciones y exposiciones a vehículos fuera de balance.

Adicionalmente, el BCBS actualmente está analizando e impulsando medidas adicionales para mejorar la composición del capital, en términos de calidad, consistencia y transparencia, haciendo énfasis en que esté conformado principalmente por acciones ordinarias (*common shares*) y ganancias retenidas, e impulsando la armonización de las deducciones y los filtros prudenciales que se aplican para determinar el capital regulatorio. En términos de liquidez, a fines de 2008 el BCBS emitió un conjunto de principios para la administración y supervisión del riesgo de liquidez de las entidades, mientras que actualmente se está trabajando en incorporar estándares de liquidez suplementarios: el requerimiento de un ratio de cobertura de liquidez, que pueda aplicarse de forma *cross-border* permitiendo que los bancos globales tengan suficientes activos líquidos de alta calidad, y de otro ratio de liquidez estructural que asegure un sólido perfil de fondeo en períodos temporales más extensos.



Las turbulencias financieras dejaron en evidencia que el fortalecimiento de la regulación microprudencial es una condición necesaria pero no suficiente para promover un sistema financiero más robusto. Como resultado, también se están impulsando medidas macroprudenciales que reducirán el sesgo procíclico de la actividad bancaria y que actuarán sobre los riesgos sistémicos generados por el tamaño y el grado de interconexión de las instituciones financieras globales. Con el objetivo de atemperar la prociclicidad de la regulación prudencial, se está proponiendo la implementación de colchones (*buffer*) de capital que se constituyan durante las fases de bonanza del ciclo económico y que puedan ser utilizados en las fases recesivas y en episodios de crisis, reduciendo así los riesgos de que el sistema financiero amplifique las fluctuaciones en la actividad económica real. Los *buffers* se ubicarían por encima de los mínimos de capital recomendados y estarían conformados por las ganancias de las entidades y por su capacidad de obtención de nuevo capital en el mercado. Actualmente se está explorando la eventual utilización de instrumentos de capital contingente en la conformación de estos *buffers*.

Más aún, se está analizando propiciar mayores niveles de provisionamiento bancarios en las partes favorables del ciclo económico, visión que contemplaría la expectativa de pérdidas a lo largo del ciclo. En este sentido, el BCBS ha emitido principios para asistir a los organismos que establecen los estándares con el objetivo de revisar las normas y así fortalecer el provisionamiento. Adicionalmente, se está llegando a un consenso sobre que los requerimientos de capital en función del riesgo deben ser complementados por un ratio de apalancamiento global máximo. En este sentido, muchos bancos entraron a la crisis con elevados niveles de apalancamiento viéndose forzados a sufrir procesos de des-apalancamiento que generaron presiones desestabilizadoras tanto sobre sus patrimonios como sobre los mercados en general, exacerbando la contracción del crédito en medio de la crisis. El límite propuesto debería ser transparente, homogéneo y fácil de interpretar, incorporando partidas fuera de balance.

La severidad de la crisis fue potenciada por el efecto de las entidades financieras globales. En este marco, se están analizando e impulsando medidas entre las que se destacan la implementación de un requerimiento de capital adicional para las instituciones financieras sistémicas y el fortalecimiento de la estructura de los mercados de derivados *over the counter* (OTC), que fueron uno de los principales canales de contagio con la crisis. Asimismo se encuentran en revisión los cargos de capital sobre las mencionadas operaciones OTC, con el objetivo de generar incentivos para lograr migrarlas a mercados organi-

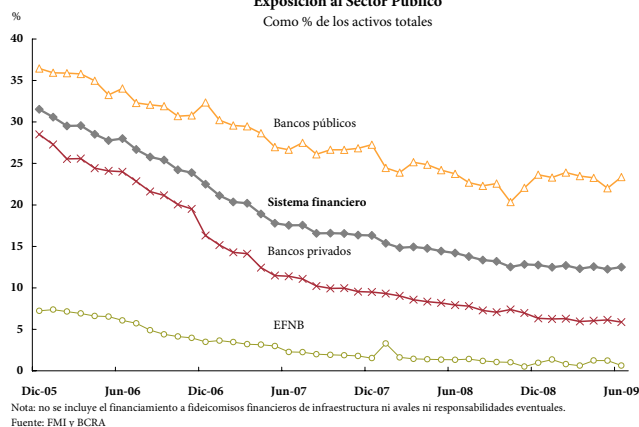
zados. También se ha venido trabajado en recomendaciones para reducir el riesgo sistémico asociado a la resolución de crisis en entidades financieras transfronterizas.

A partir del *London Summit* el FSB ha avanzado en un programa de reformas financieras también destinadas a mitigar situaciones de crisis. Entre los principales avances se encuentran, además de los desarrollos en el marco del BCBS, el fortalecimiento de la coordinación en la supervisión conjunta de las entidades financieras globales (propiciando los *supervisory colleges*) y de aquellas con relevancia sistémica, el impulso a mejoras en los principios de compensaciones, mejoras en los mercados de derivados financieros (mayor transparencia, estandarización de productos y la introducción de contrapartes centrales para los mercados de derivados OTC), mejoras en los regímenes de monitoreo de las agencias calificadoras de riesgo, el impulso de la elaboración de principios para el monitoreo de los *hedge funds*, la preparación de principios de buenas prácticas para los administradores de cartera a la hora de invertir en productos estructurados, el impulso a la elaboración de planes de contingencia para casos de tensión en firmas globales, entre otras iniciativas de menor relevancia. Cabe considerar que parte de las propuestas de reforma todavía se encuentran en un período de análisis. Asimismo, están en proceso de desarrollo y calibración ejercicios de alerta temprana de vulnerabilidades (FSB y FMI).

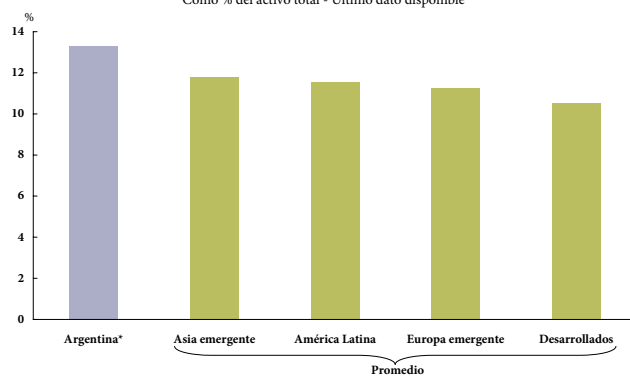
En este sentido la posición de Argentina es clara. Mientras que en el corto plazo se debe recuperar la actividad económica, sosteniendo las políticas de estímulo hasta asegurar la recuperación sustentable, en el mediano deben completarse con un conjunto de políticas anticíclicas. Así, el éxito de las políticas prudenciales implementadas por el BCRA para asegurar la estabilidad financiera pasan a constituir una referencia internacional: la creación de colchones de liquidez en moneda local y extranjera, y de solvencia así como las limitaciones a los descalses, entre otras medidas, demostraron claramente su efectividad.

El diseño final de un nuevo marco regulatorio internacional más abarcativo y más eficiente, que reduzca la vulnerabilidad de los sistemas financieros a episodios de *shock* estará de la mano de los avances realizados en estos foros internacionales, pero estará estrechamente relacionado con los compromisos de los distintos países para instrumentarlos de manera adecuada y sostenerlos temporalmente. Más allá que en el corto plazo estas medidas podrían reducir el crecimiento de la intermediación financiera, en los próximos años se reflejarían en mayores niveles de confianza sobre los intermediarios financieros, contribuyendo a brindar un marco adecuado para el desarrollo de la actividad económica.

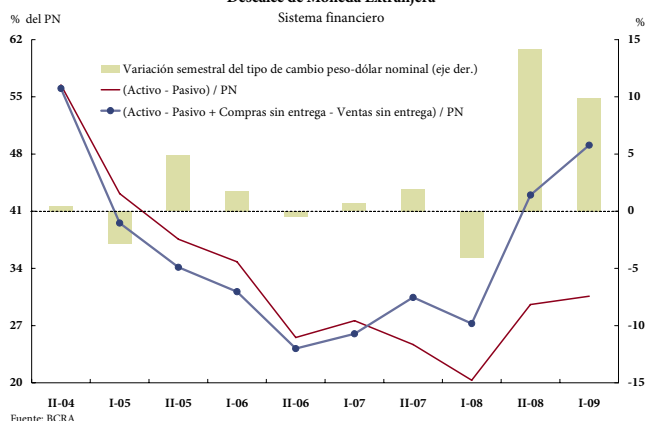
**Gráfico V.21**  
Exposición al Sector Público  
Como % de los activos totales



**Gráfico V.22**  
Exposición al Sector Público - Comparación Internacional  
Como % del activo total - Último dato disponible



**Gráfico V.23**  
Descalce de Moneda Extranjera  
Sistema financiero



cripción de fideicomisos financieros de infraestructura. No obstante, considerando las colocaciones oficiales, el Sector Público sigue siendo un acreedor neto de los bancos (su exposición neta alcanza -5,9% del activo total). La política anticíclica implementada por el Gobierno se refleja gradualmente en las cuentas fiscales (ver Página 37) si bien el sector público mantiene los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones financieras en los próximos períodos. De esta manera, se prevé que el riesgo de crédito al sector público enfrentado por el sistema financiero permanezca en niveles acotados.

### V.3 Riesgo de moneda

**El sistema financiero mantiene una acotada exposición frente al riesgo de moneda, en un marco en el que la volatilidad cambiaria se mantiene en niveles moderados**

En un contexto en el que se verifica un leve incremento en el descalce de moneda extranjera del sistema financiero, la moderación en la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar permite a los bancos mantener su exposición patrimonial al riesgo de moneda en valores acotados.

El descalce de moneda extranjera de los bancos crece levemente en lo que va del año, con un incremento de los activos apenas superior al aumento de los pasivos. El crecimiento de los activos en divisas recoge el efecto de la mayor liquidez, movimiento que es parcialmente contrarrestado por la disminución de las líneas de crédito al comercio exterior. Los depósitos del sector privado conducen la expansión de los pasivos en moneda extranjera, en un marco en el que se registra una gradual cancelación de ON y líneas de crédito del exterior. En este contexto, la posición amplia<sup>64</sup> en moneda extranjera del sistema financiero (incluyendo operaciones sin entrega del subyacente, fuera de balance) aumenta en el primer semestre del año por las mayores compras netas a futuro de divisas (ver Gráfico V.23).

En línea con las políticas prudencial y financiera implementadas por el BCRA, se mantiene acotada la exposición de los bancos al riesgo de moneda, existiendo una baja probabilidad de que fluctuaciones cambiarias se reflejen en pérdidas patrimoniales. A diferencia de la situación evidenciada en la década pasada, es reducido el riesgo de crédito vinculado con variaciones del tipo de cambio dado que, por un lado, el financiamiento al sector privado en divisas es bajo (sólo 16% del crédito al sector privado). En este sentido, existe un conjunto de medidas prudenciales que establecen que los depósitos

<sup>64</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.

bancarios en moneda extranjera sólo pueden ser utilizados para el financiamiento en la misma moneda a empresas que generen ingresos en divisas.

#### V.4 Riesgo de tasa de interés

##### *Se mantiene en niveles moderados la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés*

El leve acortamiento en el plazo residual de las financiaciones al sector privado (ver Gráfico V.24) es en parte compensado por el incremento de la ponderación del financiamiento al sector público (de mayor madurez en términos generales). Por su parte, el plazo residual del fondeo bancario se mantendría sin cambios de magnitud (ver Gráfico V.25). Los depósitos a la vista pierden algo de ponderación en un marco en el que las colocaciones a plazo ganan participación. En tanto, las fuentes de fondeo de mayor plazo relativo como las ON, OS y líneas del exterior, reducen gradualmente su aporte entre los pasivos bancarios, en parte debido a la incertidumbre imperante en los mercados financieros a nivel internacional. En este contexto, las tasas de interés aminoran su volatilidad con respecto a los picos de fines de 2008, readequando la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés.

##### *Las entidades financieras siguen reduciendo su exposición al riesgo de tasa de interés real*

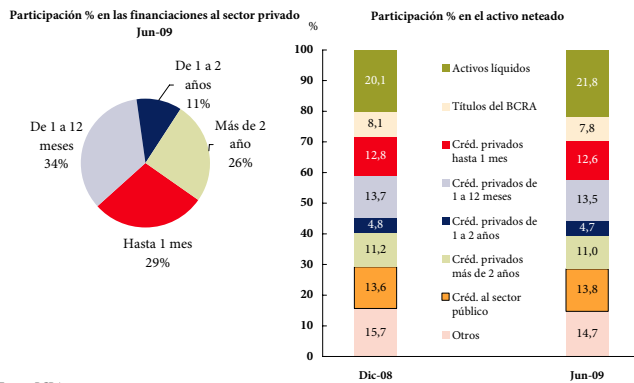
Al mantener una posición activa neta de partidas de balance que se ajustan por CER el sistema financiero enfrenta un riesgo de fluctuaciones en la tasa de interés real. El canje de PG de comienzos de año originó la disminución de los activos del sector público ajustables, impulsando el achicamiento del descalce sistémico (ver Gráfico V.26). Esta evolución continúa evidenciándose a lo largo del año producto del canje recientemente instrumentado (septiembre) de títulos ajustables, mientras que parte de este efecto podría amortiguarse por la finalización del esquema del *matching* en el cierre de 2009. Conjuntamente con la reducción de tal descalce, la menor volatilidad de las tasas nominales de interés propiciada por las medidas adoptadas por el BCRA, hacen que el sistema financiero continúe reduciendo su exposición al riesgo de tasa de interés real.

##### *Se prevé que el sistema financiero mantenga acotado el riesgo de tasa de interés*

Se espera que en lo que resta del año las tasas de interés evidencien una decreciente volatilidad, recogiendo las reducciones decididas por el BCRA en el corredor de referencia del mercado de países. Cabe destacar que con el

Gráfico V.24

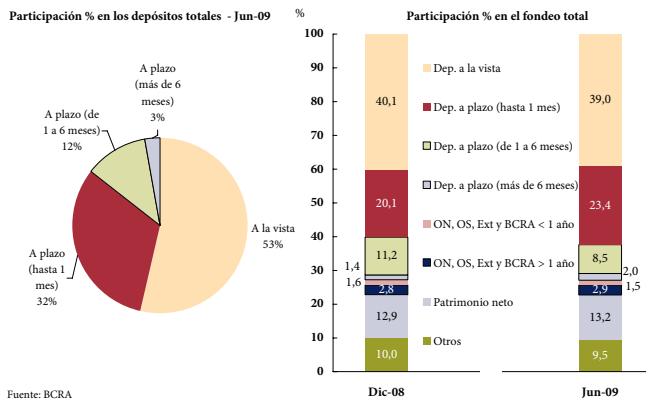
##### Financiaciones al Sector Privado por Plazo Residual Sistema financiero



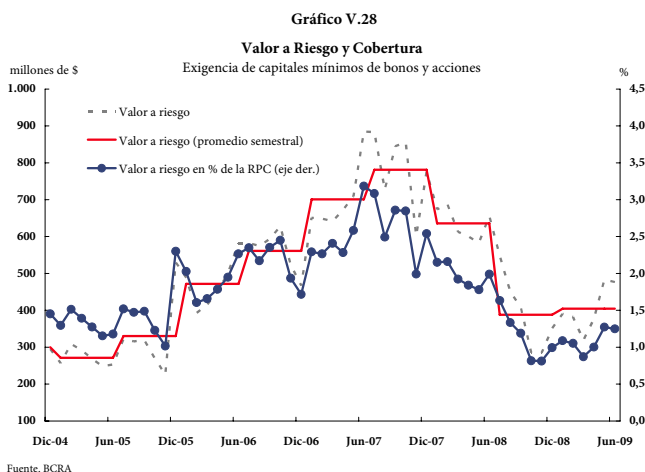
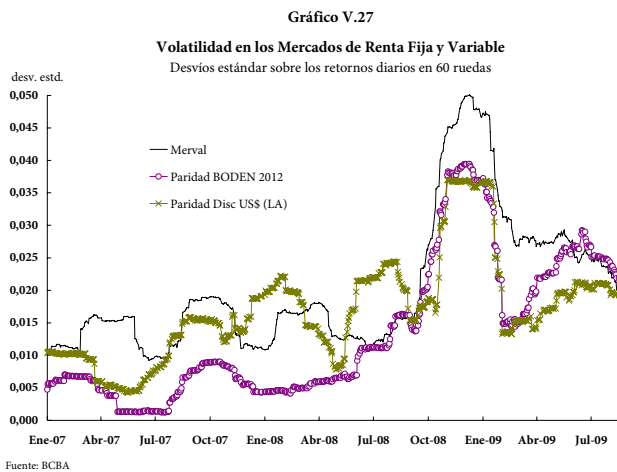
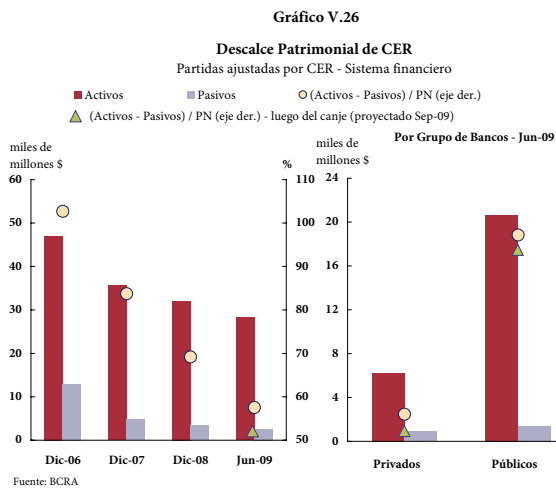
Fuente: BCRA

Gráfico V.25

##### Depósitos Totales por Plazo Residual Sistema financiero



Fuente: BCRA



fin de profundizar las medidas tendientes a desarrollar el crédito, extender la madurez del financiamiento y generar nuevas herramientas que permitan una mejor administración de los riesgos que enfrentan las entidades financieras, el BCRA conjuntamente con el MAE lanzó el mercado de futuros de tasa de interés con contratos que tienen una plazo de hasta un año. La Autoridad Monetaria participa con la “función giro”, es decir, uniendo a las “puntas” que tuvieran idénticos términos pero no pudieran concertarse por falta de crédito para operar entre las partes. Esta medida se suma a las licitaciones de *swaps* de tasas de interés fija por variable que llevó a cabo el BCRA en plazos de entre 1 y 5 años.

Dado que se espera que continúen consolidándose las mejoras verificadas en el entorno monetario y financiero luego de las turbulencias de fines de 2008, se prevé una gradual recuperación de la demanda de dinero doméstico que se traduzca en un incremento de las colocaciones a plazo en el sistema financiero, mejorando así la madurez relativa del fondeo bancario. Como resultado, se estima que el sistema financiero mantendría una acotada exposición al riesgo de tasa de interés en los próximos períodos.

## V.5 Riesgo de mercado<sup>65</sup>

### *Las mejoras evidenciadas en los precios de los títulos valores reducen levemente el riesgo de mercado enfrentado por los bancos*

El contexto de menores turbulencias en los mercados financieros internacionales y decrecientes niveles de volatilidad en los precios de los títulos valores (ver Gráfico V.27) se refleja en el riesgo de mercado enfrentado por los bancos. Asimismo, las diversas alternativas de valuación de títulos valores puestas a disposición de los bancos por el BCRA, continuarían evitando que fluctuaciones excesivas de corto plazo se traduzcan en bruscos cambios patrimoniales.

Como correlato del cambio en la volatilidad de las cotizaciones de títulos públicos, de las disponibilidades mantenidas en cartera de las principales especies y de las elecciones que estos efectúan acerca de la valuación contable de los títulos, el valor a riesgo de mercado en términos del capital regulatorio del conjunto de bancos se mantiene en niveles reducidos (ver Gráfico V.28).

<sup>65</sup> Se considera dentro de la exposición al riesgo de mercado los efectos patrimoniales de la volatilidad de precios de activos de renta fija y variable.

## V.6 Balance de riesgos

*En un marco de demostrada solidez del sistema financiero y de favorables perspectivas para los próximos meses, se espera que no cambie significativamente el mapa de exposiciones, se mantengan los niveles de cobertura y no se produzca una ampliación de los riesgos intrínsecos asumidos*

El proceso de normalización patrimonial y de consolidación de la solvencia bancaria iniciado hace 5 años atrás, sumado a las políticas financiera y prudencial implementadas por el BCRA, permiten transitar el segundo año de la crisis financiera internacional con un sistema financiero que cuenta con las adecuadas herramientas para administrar los riesgos que enfrenta.

El riesgo de liquidez se mantiene en niveles acotados, producto del mantenimiento de sólidas reservas, el sostenido incremento de los depósitos del sector privado, el desarrollo de nuevos instrumentos por parte del BCRA para casos eventuales y la plena vigencia del rol de prestamista de última instancia de esta institución.

Desde niveles bajos sigue percibiéndose cierta materialización del riesgo de crédito del sector privado, fundamentalmente conducido por las líneas de crédito para consumo de las familias. Se prevé que la capacidad de pago de los hogares mejore en la medida que las señales favorables que se observan en algunos indicadores de actividad económica se traduzcan en mejoras en el mercado laboral.

En un marco de menores fluctuaciones de las tasas de interés y del tipo de cambio, se reduce la probabilidad de que fluctuaciones en estas variables impacten negativamente sobre el patrimonio de las entidades financieras.

Como resultado, el sistema financiero sigue desarrollando su actividad de intermediación en un contexto de riesgos acotados, en línea con los incentivos prudenciales propiciados por el BCRA en los últimos años.

## Apartado 7 / Propuesta de Reforma Financiera en EEUU

**Una de las principales lecciones que dejó la crisis en EEUU fue que las regulaciones y los mecanismos de supervisión vigentes no fueron lo suficientemente adecuados en términos de flexibilidad, coordinación ni visión agregada como para identificar y actuar sobre los excesivos riesgos que se estaban generando. El Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 redujo las limitaciones a la concentración de instituciones financieras, dando lugar a mayores vacíos y solapamientos en la regulación y supervisión, propiciando así parte de los factores que desencadenaron la crisis. Como resultado, en los últimos dos años se impulsaron propuestas de reforma que, si bien todavía no han sido instrumentadas, podrían sentar las bases para evitar nuevos episodios de stress de similares raíces en EEUU**

A mediados de 2009 la administración Obama presentó una amplia propuesta de reformulación regulatoria compuesta por cinco grandes lineamientos: (i) mejorar la supervisión y regulación de las instituciones financieras; (ii) lograr una supervisión integral de los mercados financieros; (iii) proteger a consumidores de servicios financieros y a los inversores; (iv) proveer al Gobierno de mejores herramientas para la resolución de crisis en instituciones particulares, haciendo énfasis en las entidades sistémicas que puedan poner en riesgo la estabilidad financiera y (v) propender a la generación de esfuerzos internacionalmente coordinados en términos de regulación financiera.

En cuanto a la necesidad de lograr una mejora en la supervisión y regulación financiera en EEUU (primer lineamiento), en la propuesta se reconoció que los requerimientos de capital tradicionales no eran suficientes, que las normas originales de Basilea II presentan un sesgo procíclico y que los organismos de supervisión le otorgaron poca relevancia a los potenciales efectos sistémico de las firmas grandes y muy interconectadas. Asimismo, se concluyó que el esquema fragmentado de supervisión característico de EEUU debía ser rediseñado, eliminando la existencia de vacíos regulatorios (como por ejemplo, la banca de inversión). A su vez, la crisis dejó a la luz que otras entidades financieras hasta ese momento no consideradas, también eran vulnerables a corridas (como los *money market mutual funds*), mientras que otras como los *hedge funds*, operaban al margen del marco regulatorio.

Como resultado, actualmente se está proponiendo crear un nuevo organismo, el *Financial Services Oversight Council* (FSOC), destinado a facilitar el intercambio de información entre los distintos reguladores financieros,

dando un marco para la eliminación de vacíos y solapamientos regulatorios, y la identificación de riesgos emergentes. Asimismo, asesoraría a la FED en la tipificación de entidades que por una combinación de tamaño, apalancamiento e interconexiones, principalmente los denominados *financial holding companies* –FHC–, pudieran generar una amenaza a la estabilidad financiera.

También se está impulsando que los FHC queden bajo la órbita de regulación y supervisión de la FED aunque no dispongan de entidades tomadoras de depósitos, que deban cumplir estándares regulatorios de capital y liquidez más exigentes dadas sus características, y que se realice una supervisión consolidada de todas las compañías del grupo.

Por su parte, se está proponiendo una revisión de los estándares regulatorios particulares sobre bancos tomadores de depósitos. Se buscaría poner énfasis en reducir los sesgos procíclicos de la normativa actual (valuación de activos y provisionamiento), en incrementar los requerimientos de capital para entidades con importancia sistémica y en evaluar alternativas al capital (instrumentos contingentes de capital o la adquisición de seguros sobre riesgos macroeconómicos). También se trataría de implementar mecanismos para alinear las compensaciones de los ejecutivos con el valor de largo plazo de la firma, reduciendo incentivos que pongan en peligro la actividad tradicional del sector.

Para minimizar la existencia de vacíos y arbitrajes regulatorios, se propicia la creación del *Nacional Bank Supervisor* (NBS). Bajo su órbita quedarían las instituciones financieras federales tomadoras de depósitos y los bancos extranjeros, al tiempo que se derogaría la legislación sobre instituciones estatales de ahorro (también con el objetivo de evitar arbitrajes). La supervisión de los bancos de inversión pasaría de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a la FED (recogiendo las experiencias de Lehman Brothers y Bear Sterns). Asimismo, se propone el registro en la SEC de todos los *hedge funds* y otros *pools* de capitales privados, y la creación de la *Office of National Insurance* (ONI) encargada de mejorar el control de las compañías de seguros. Las recomendaciones orientadas al rediseño de la supervisión federal de los bancos, la introducción de un regulador prudencial (rol que ahora se le daría a la FED en conjunto con el FSOC) y la creación de un supervisor de seguros, ya estaban enmarcadas en una propuesta anterior presentada por la gestión Bush en 2008, que no prosperó en el Congreso de EEUU.

Con respecto al objetivo de lograr la supervisión integral de los mercados financieros (punto ii de la reforma Obama), se está proponiendo fortalecer la regulación y supervisión en los mercados de securitizaciones, promoviendo la introducción de regulaciones que lleven a los originadores de estos productos a retener parte del riesgo crediticio, al tiempo de alinear las compensaciones de los participantes con el desempeño de largo plazo de los préstamos subyacentes, así como fortalecer las regulaciones de las agencias calificadoras de riesgo. Otras propuestas relacionadas consisten en crear una regulación integral de todos los derivados *over the counter*, incluyendo los *credit default swaps* (CDS), y armonizar la regulación de los futuros y de los títulos valores. Asimismo, se intenta fortalecer el funcionamiento de los sistemas de pagos, dándole poder de supervisión a la FED así como la posibilidad de acceder a sus ventanillas de liquidez.

De acuerdo con el objetivo de protección a los consumidores, se está planteando la creación de la *Consumer Financial Protection Agency* (CFPA) que pasaría a ser la única agencia federal encargada de contribuir a la protección de los consumidores de servicios financieros, dándole facultades para regular a sus proveedores (tomando facultades ya existentes y nuevas). Una iniciativa de similar se planteaba en la reforma de Bush.

También se propone fortalecer el esquema de protección a los inversores, haciendo énfasis en principios de transparencia, justicia y responsabilidad. La agencia encargada de proteger a los inversores continuaría siendo la SEC, en algunos casos en conjunto con el FSOC, la *Federal Trade Commission* y/o el Departamento de Justicia.

Si bien el sistema financiero norteamericano contaba de forma previa a la crisis *subprime* con procedimientos específicos para gestionar la caída de bancos (ley de quiebras), los mismos no eran suficientes para afrontar situaciones de problemas en entidades como las FHC, cuya resolución podría desencadenar efectos sistémicos adversos. Así, se estaría proponiendo un régimen especial para las FHC, contemplando las particularidades que podrían generarse en segmentos financieros no bancarios (no alcanzados por el seguro de depósitos). Esto representaría un cambio respecto a la poco ordenada forma con que se encaró las crisis en Lehman, Bear Stearns y AIG. Además, se establecería un procedimiento para la aprobación de casos especiales (e inusuales), con necesidad de extensión de las líneas de crédito de la FED a otras entidades. Parte de estas iniciativas también concuerdan con la propuesta de reforma financiera de la gestión anterior.

Por último, la gestión demócrata deja en claro su intención de lograr una mayor cooperación internacional en la

regulación y supervisión de entidades financieras, implementando mejores prácticas que permita atemperar nuevos episodios de crisis.

Esta propuesta recibió críticas similares a la de la gestión anterior, tanto por la falta de una solución adecuada a las políticas de remuneraciones de los ejecutivos que no tienen correlato con los riesgos asumidos, así como por no favorecer la toma de acciones preventivas por parte de los reguladores, siendo esto en parte explicado por la aún existencia de una amplia variedad de agencias regulatorias. Por otro lado, existen visiones críticas que indican que podrían generarse procesos de fusiones de entidades, solamente con el objetivo de quedar bajo el amparo de la protección estatal en algunos segmentos financieros (P. Volcker). Se sostiene también que el proyecto de cambio adolece de propuestas concretas para reformular el rol de las calificadoras de riesgos (P. Krugman).

El impulso en la implementación de estas medidas en EEUU proveería herramientas adicionales para mitigar nuevos episodios de crisis, en un marco en que actualmente continúa avanzando la discusión internacional en el ámbito del G-20 y del Consejo de Estabilidad Financiera para alcanzar una la reforma financiera global que asegure la estabilidad financiera.





## VI. Sistema de Pagos

### Síntesis

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) diversifica la gama de mecanismos para efectuar transacciones, profundizándose la mayor utilización de los medios electrónicos que le permiten a las familias y empresas operar de manera ágil y segura.

Si bien el circulante continúa siendo el medio más aceptado a la hora de concertar operaciones, se incrementa el uso del dinero bancario, especialmente las transferencias y débitos directos, consolidando gradualmente un cambio de hábitos en la población.

En línea con la gradual desaceleración del crédito a los hogares, se observa una menor cantidad de tarjetas de crédito en circulación, mientras que el número de tarjetas de débito permanece estable.

En los últimos meses sigue verificándose una gradual recuperación de la cantidad y monto de documentos compensados por el sistema financiero, movimiento que resulta acompañado por una disminución del volumen de cheques rechazados por falta de fondos en términos del total. Esto último es generalizado en todos los grupos de entidades financieras.

A partir de la implementación de la Compensación Federal Uniforme (CFU), el BCRA está trabajando en la estandarización de todos los documentos compensables. La unificación de diseños y medidas de control le brinda a los bancos depositarios una serie de herramientas apropiadas para la verificación y control de estos documentos.

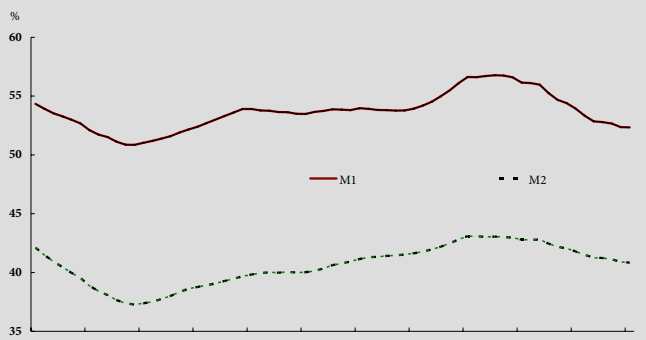
Con el objetivo de proveer instrumentos que asistan a las diversas necesidades de financiamiento en obra pública, el BCRA ha trabajado sobre la creación de un medio de pago denominado Orden de Pago Oficial Nominativo (OPON) que puede ser compensado mediante cámaras electrónicas.

A fin de eficientizar al SNP, y con esto contribuir a las condiciones de la estabilidad financiera, el BCRA integra un proyecto regional coordinado por el CEMLA, donde se debaten tópicos vigentes a nivel internacional sobre modelos de gestión de vigilancia e innovaciones financieras, promoviéndose el desarrollo de esquemas de trabajo conjunto entre países de la región y así mejorar el desempeño de los sistemas de pagos.

Gráfico VI.1

#### Circulante

En % de los Agregados Monetarios - Promedios móviles 6 meses

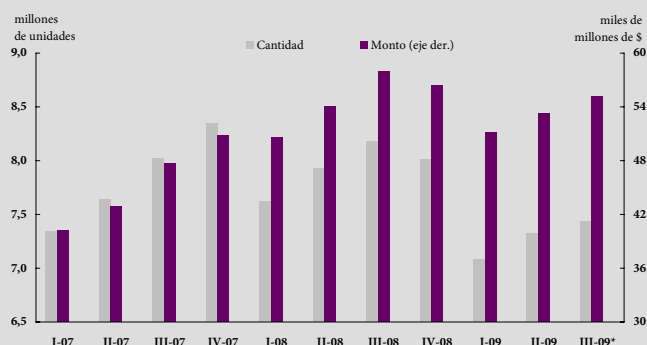


M1 = billetes y monedas + cuentas corrientes. M2 = M1 + cajas de ahorro. Los agregados incluyen pesos.  
Fuente: BCRA

Gráfico VI.2

#### Documentos Compensados

Sistema financiero - Trimestral



\* a agosto  
Fuente: BCRA

## VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

*En un marco de menor volatilidad, gradualmente se recupera el volumen de cheques compensados y se reducen los rechazos por falta de fondos como proporción del total compensado*

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa presentando avances en términos de eficiencia y de utilización por parte de las empresas y familias. En un contexto en el cual existen diversas opciones para realizar las transacciones, vienen ganando protagonismo aquellos medios electrónicos que permiten al cliente operar con mayor agilidad y seguridad.

El circulante en poder del público sigue teniendo una participación mayoritaria en las transacciones cursadas, aunque gradualmente se diversifica el uso de los mecanismos de pago. En particular, el circulante continúa creciendo a un ritmo menor que los agregados monetarios (ver Gráfico VI.1), perdiendo de esta manera participación en los medios de pago. También se verifica una leve reducción de la cantidad de billetes y monedas en términos del PIB.

En línea con la gradual desaceleración del crédito destinado a las familias, especialmente verificadas en las líneas de consumo, se observa una leve caída cantidad de tarjetas de crédito en circulación durante la primera parte del año. El número de tarjetas de débito se mantiene estable en 2009 (ver Gráfico VI.3)

En lo que va del año se sostiene el sendero de crecimiento en la compensación de valores en las cámaras de bajo valor, especialmente en débitos automáticos y en menor medida en las transferencias minoristas, tanto en la cantidad de operaciones cursadas como en los volúmenes. Los hogares y las empresas hacen uso cada vez más intensivo de los débitos directos, principalmente para el pago de los servicios, como por ejemplo luz, teléfono, televisión por cable, etc. En comparación con el mismo periodo del año anterior se observa un incremento de 20% en la cantidad de débitos directos (ver Gráfico VI.4). Por el lado de las transferencias minoristas, tanto en operaciones como en monto se observan valores similares a los de periodos anteriores (ver Gráfico VI.5).

En la primera parte de 2009 se evidencia un aumento gradual en la cantidad y volumen de documentos compensados (ver Gráfico VI.2), mientras disminuyen los cheques rechazados por falta de fondos como proporción del total compensado, situación que resulta generalizada entre los distintos grupos homogéneos de entidades financieras (ver Gráfico VI.6). La cantidad de che-

Gráfico VI.3  
Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito

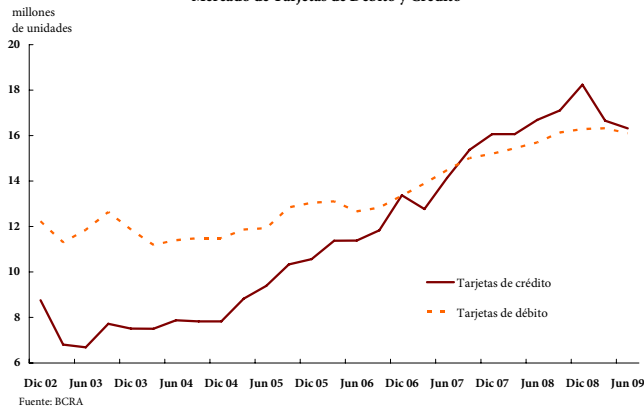


Gráfico VI.4  
Débitos Directos

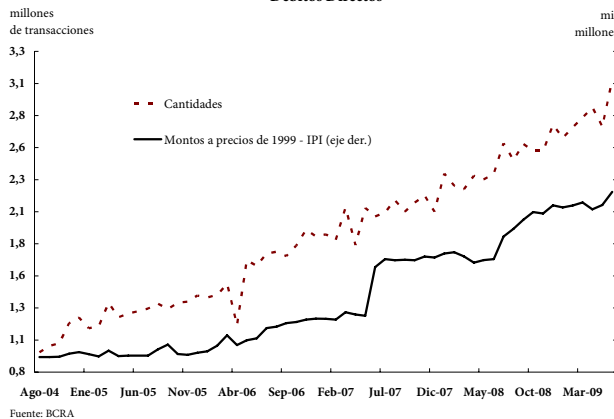
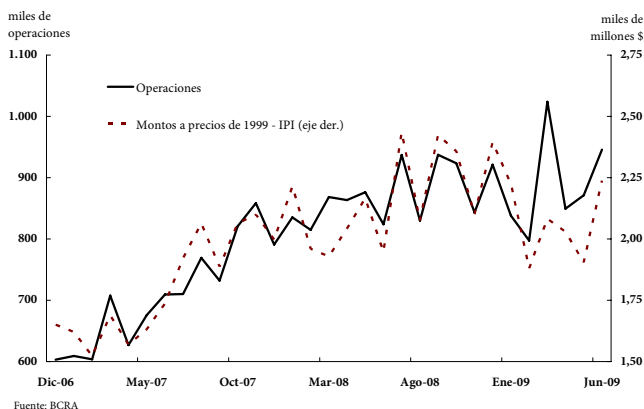


Gráfico VI.5  
Transferencias Minoristas



ques truncados (que no necesitan el envío de la imagen al banco girado) representa más de las tres cuartas partes del total de documentos compensados.

La utilización del Medio Electrónico de Pago (MEP), sistema de pagos de alto valor, observa un menor uso en lo que va del año, verificando cierto estancamiento en los últimos períodos (ver Gráfico VI.7).

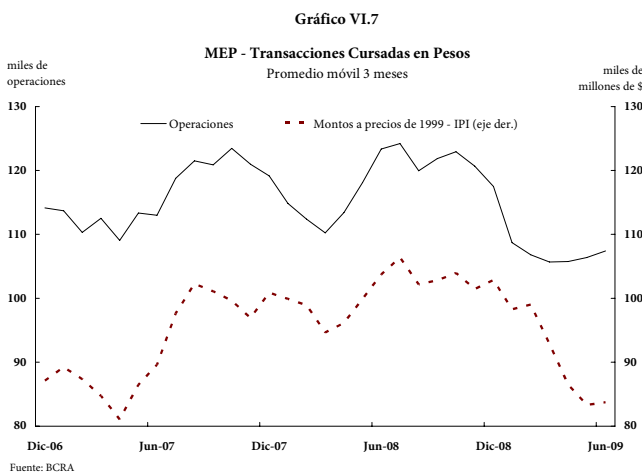
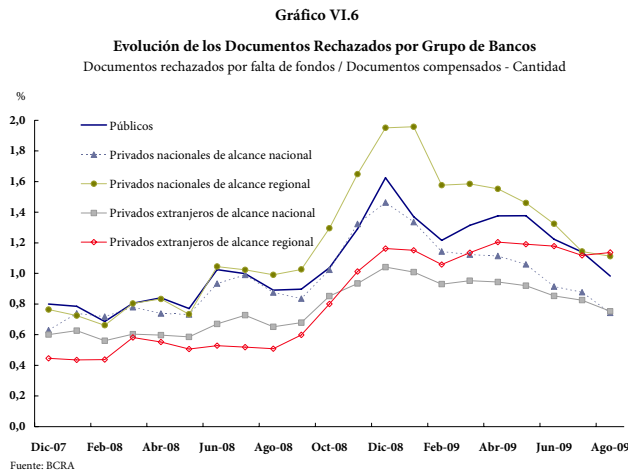
## VI.2. Modernización del Sistema de Pagos

### *El BCRA propicia la estandarización de los documentos compensables*

El BCRA continúa impulsando medidas para robustecer y agilizar el SNP. Como complemento a la compensación Federal Uniforme (CFU), que posibilita la transmisión de imágenes de documentos compensables y permite eliminar el traslado físico de los mismos, se está trabajando sobre la estandarización de la totalidad de los documentos compensables. Actualmente, además de los cheques, se ha estandarizado los giros postales y las letras de cambio. Esta unificación de diseños y medidas de control le brinda a los bancos depositarios una serie de herramientas para la efectiva verificación y control de estos documentos. Como una herramienta adicional, las entidades financieras pueden acceder al reservorio de las imágenes de los documentos, agilizando su gestión.

Con el propósito de proveer de instrumentos que coadyuven a satisfacer diversas necesidades en materia de financiamiento de obras públicas, en la esfera de competencia del BCRA se ha trabajado en la creación de un medio de pago denominado Orden de Pago Oficial Nominativa (OPON), documento que puede ser emitido por una dependencia del Estado o empresa oficial contratante y que puede compensarse a través de las Cámaras Electrónicas de Compensación.

En términos de mejoras y reformas del SNP, con fines de mantenimiento de la estabilidad financiera y de desarrollo económico, el BCRA participa de grupos de trabajo generados por la Iniciativa de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental coordinada por el CEMLA, formando parte de un foro permanente de discusión, organización de actividades conjuntas y de difusión de documentos. En este ámbito se analizan tópicos vigentes en el debate internacional, modelos de gestión de vigilancia aplicados en los sistemas de pagos de Europa y en países latinoamericanos y se evalúan estándares e innovaciones financieras, promoviendo el desarrollo de proyectos conjuntos.





# Anexo Estadístico – Sistema Financiero

## Cuadro 1 | Indicadores de solidez

| En %   | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002  | 2003  | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Jun 08 | 2008 | Jun 09 |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|--------|------|--------|
| 1.- Liquidez                                 | 22,3 | 26,1 | 23,1 | 25,0 | 23,4 | 19,6 | 22,8  | 29,1  | 29,6 | 20,1 | 22,5 | 23,0 | 24,7   | 27,9 | 30,1   |
| 2.- Crédito al sector público                | 16,9 | 16,2 | 16,2 | 18,0 | 17,3 | 23,0 | 48,5  | 47,0  | 40,9 | 31,5 | 22,5 | 16,3 | 14,2   | 12,8 | 12,5   |
| 3.- Crédito al sector privado                | 50,8 | 47,7 | 48,4 | 44,9 | 39,9 | 42,7 | 20,8  | 18,1  | 19,6 | 25,8 | 31,0 | 38,2 | 38,7   | 39,4 | 38,6   |
| 4.- Irregularidad de cartera privada         | 16,2 | 13,8 | 12,2 | 14,0 | 16,0 | 19,1 | 38,6  | 33,5  | 18,6 | 7,6  | 4,5  | 3,2  | 3,1    | 3,1  | 3,7    |
| 5.- Exposición patrimonial al sector privado | 24,9 | 22,5 | 20,6 | 24,7 | 26,2 | 21,9 | 17,3  | 12,4  | -1,0 | -4,1 | -3,3 | -3,0 | -2,5   | -3,3 | -2,2   |
| 6.- ROA                                      | 0,6  | 1,0  | 0,5  | 0,2  | 0,0  | 0,0  | -8,9  | -2,9  | -0,5 | 0,9  | 1,9  | 1,5  | 1,6    | 1,6  | 2,0    |
| 7.- ROE                                      | 4,1  | 6,3  | 3,9  | 1,7  | 0,0  | -0,2 | -59,2 | -22,7 | -4,2 | 7,0  | 14,3 | 11,0 | 13,6   | 13,4 | 16,7   |
| 8.- Eficiencia                               | 142  | 136  | 138  | 142  | 147  | 143  | 189   | 69    | 125  | 151  | 167  | 160  | 166    | 167  | 182    |
| 9.- Integración de capital                   | 23,8 | 20,8 | 20,3 | 21,0 | 20,1 | 21,4 | -     | 14,5  | 14,0 | 15,3 | 16,8 | 16,9 | 16,6   | 16,8 | 17,4   |
| 10.- Posición de capital                     | 64   | 73   | 49   | 54   | 58   | 54   | -     | 116   | 185  | 173  | 134  | 93   | 83     | 90   | 86     |

Fuente: BCRA

## Cuadro 2 | Situación patrimonial

| En millones de pesos corrientes                  | Dic 00         | Dic 01         | Dic 02         | Dic 03         | Dic 04         | Dic 05         | Dic 06         | Dic 07         | Jun 08         | Dic 08         | Jun 09         | Variaciones (en %) |            |             |  |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|------------|-------------|--|
|  |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                | Semestral          | Annual     |             |  |
| <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>297.963</b> | <b>327.833</b> | <b>347.336</b> | <b>366.154</b> |                    | <b>5,4</b> | <b>11,7</b> |  |
| Activos líquidos <sup>1</sup>                    | 20.278         | 13.005         | 17.138         | 27.575         | 29.154         | 20.819         | 37.991         | 46.320         | 51.492         | 59.049         | 62.573         |                    | 6,0        | 21,5        |  |
| Títulos públicos                                 | 10.474         | 3.694          | 31.418         | 45.062         | 55.382         | 66.733         | 64.592         | 62.678         | 65.980         | 65.298         | 76.262         |                    | 16,8       | 15,6        |  |
| Lebac/Nobac                                      | 0              | 0              | -              | -              | 17.755         | 28.340         | 29.289         | 36.022         | 40.712         | 37.156         | 41.030         |                    | 10,4       | 0,8         |  |
| Por tenencia                                     | 0              | 0              | -              | -              | 11.803         | 21.067         | 25.767         | 31.598         | 33.499         | 25.711         | 26.644         |                    | 2,9        | -21,0       |  |
| Por operaciones de pase                          | 0              | 0              | -              | -              | 5.953          | 7.273          | 3.521          | 4.424          | 7.213          | 11.445         | 14.566         |                    | 27,3       | 102,0       |  |
| Títulos privados                                 | 633            | 543            | 332            | 198            | 387            | 389            | 813            | 382            | 753            | 206            | 270            |                    | 31,3       | -64,1       |  |
| Préstamos  | 83.277         | 77.351         | 84.792         | 68.042         | 73.617         | 84.171         | 103.668        | 132.157        | 145.987        | 154.675        | 156.786        |                    | 1,4        | 7,4         |  |
| Sector público                                   | 15.164         | 22.694         | 44.337         | 33.228         | 30.866         | 25.836         | 20.874         | 16.772         | 17.092         | 17.062         | 14.786         |                    | -13,3      | -13,5       |  |
| Sector privado                                   | 64.464         | 52.039         | 38.470         | 33.398         | 41.054         | 55.885         | 77.832         | 110.355        | 123.095        | 132.812        | 138.166        |                    | 4,0        | 12,2        |  |
| Sector financiero                                | 3.649          | 2.617          | 1.985          | 1.417          | 1.697          | 2.450          | 4.962          | 5.030          | 5.800          | 4.801          | 3.834          |                    | -20,1      | -33,9       |  |
| Previsiones por préstamos                        | -6.907         | -6.987         | -11.952        | -9.374         | -7.500         | -4.930         | -3.728         | -4.089         | -4.262         | -4.748         | -5.475         |                    | 15,3       | 28,5        |  |
| Otros créditos por intermediación financiera     | 42.361         | 21.485         | 39.089         | 27.030         | 32.554         | 26.721         | 26.039         | 29.712         | 37.003         | 38.194         | 41.075         |                    | 7,5        | 11,0        |  |
| ON y OS  | 794            | 751            | 1.708          | 1.569          | 1.018          | 873            | 773            | 606            | 688            | 911            | 1.197          |                    | 31,4       | 74,0        |  |
| Fideicomisos sin cotización                      | 2.053          | 2.065          | 6.698          | 4.133          | 3.145          | 3.883          | 4.881          | 5.023          | 5.654          | 5.682          | 6.260          |                    | 10,2       | 10,7        |  |
| Compensación a recibir                           | 0              | 0              | 17.111         | 14.937         | 15.467         | 5.841          | 763            | 377            | 314            | 357            | 17             |                    | -95,3      | -94,7       |  |
| Otros  | 39.514         | 18.669         | 13.572         | 6.392          | 12.924         | 16.124         | 19.622         | 23.706         | 30.347         | 31.244         | 33.601         |                    | 7,5        | 10,7        |  |
| Bienes en locación financiera                    | 786            | 771            | 567            | 397            | 611            | 1.384          | 2.262          | 3.469          | 3.936          | 3.951          | 3.260          |                    | -17,5      | -17,2       |  |
| Participación en otras sociedades                | 2.645          | 2.688          | 4.653          | 4.591          | 3.871          | 4.532          | 6.392          | 6.430          | 6.735          | 7.175          | 7.802          |                    | 8,7        | 15,9        |  |
| Bienes de uso y diversos                         | 4.939          | 4.804          | 8.636          | 8.164          | 7.782          | 7.546          | 7.619          | 7.643          | 7.699          | 7.903          | 8.132          |                    | 2,9        | 5,6         |  |
| Filiales en el exterior                          | 1.115          | 1.057          | 3.522          | 3.144          | 3.524          | 3.647          | 2.782          | 2.912          | 2.869          | 3.152          | 4.075          |                    | 29,3       | 42,0        |  |
| Otros activos                                    | 3.950          | 5.334          | 9.338          | 12.043         | 13.180         | 10.950         | 9.953          | 10.347         | 9.641          | 12.481         | 11.392         |                    | -8,7       | 18,2        |  |
| <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>261.143</b> | <b>289.166</b> | <b>305.964</b> | <b>321.637</b> |                    | <b>5,1</b> | <b>11,2</b> |  |
| Depósitos  | 86.506         | 66.458         | 75.001         | 94.635         | 116.655        | 136.492        | 170.898        | 205.550        | 225.505        | 236.508        | 250.083        |                    | 5,7        | 10,9        |  |
| Sector público <sup>2</sup>                      | 7.204          | 950            | 8.381          | 16.040         | 31.649         | 34.019         | 45.410         | 48.340         | 59.911         | 67.361         | 67.268         |                    | -0,1       | 12,3        |  |
| Sector privado <sup>2</sup>                      | 78.397         | 43.270         | 59.698         | 74.951         | 83.000         | 100.809        | 123.431        | 155.048        | 163.036        | 166.459        | 179.232        |                    | 7,7        | 9,9         |  |
| Cuenta corriente                                 | 6.438          | 7.158          | 11.462         | 15.071         | 18.219         | 23.487         | 26.900         | 35.245         | 36.702         | 39.710         | 40.259         |                    | 1,4        | 9,7         |  |
| Caja de ahorros                                  | 13.008         | 14.757         | 10.523         | 16.809         | 23.866         | 29.078         | 36.442         | 47.109         | 48.699         | 50.945         | 56.649         |                    | 11,2       | 16,3        |  |
| Plazo fijo                                       | 53.915         | 18.012         | 19.080         | 33.285         | 34.944         | 42.822         | 54.338         | 65.952         | 70.048         | 69.549         | 75.068         |                    | 7,9        | 7,2         |  |
| CEDRO  | 0              | 0              | 12.328         | 3.217          | 1.046          | 17             | 13             | 0              | 0              | 0              | 0              |                    | -          | -           |  |
| Otras obligaciones por intermediación financiera | 55.297         | 36.019         | 75.737         | 61.690         | 64.928         | 52.072         | 46.037         | 46.225         | 54.050         | 57.655         | 58.636         |                    | 1,7        | 8,5         |  |
| Obligaciones interfinancieras                    | 3.545          | 2.550          | 1.649          | 1.317          | 1.461          | 2.164          | 4.578          | 4.310          | 5.071          | 3.894          | 3.087          |                    | -20,7      | -39,1       |  |
| Obligaciones con el BCRA                         | 102            | 4.470          | 27.837         | 27.491         | 27.726         | 17.005         | 7.686          | 2.362          | 2.223          | 1.884          | 1.002          |                    | -46,8      | -54,9       |  |
| Obligaciones negociables                         | 4.954          | 3.777          | 9.096          | 6.675          | 7.922          | 6.548          | 6.603          | 6.938          | 6.376          | 5.984          | 5.670          |                    | -5,3       | -11,1       |  |
| Líneas de préstamos del exterior                 | 8.813          | 7.927          | 25.199         | 15.196         | 8.884          | 4.684          | 4.240          | 3.864          | 4.681          | 4.542          | 3.608          |                    | -20,6      | -22,9       |  |
| Otros  | 37.883         | 17.295         | 11.955         | 11.012         | 18.934         | 21.671         | 22.930         | 28.752         | 35.699         | 41.351         | 45.269         |                    | 9,5        | 26,8        |  |
| Obligaciones subordinadas                        | 2.255          | 2.260          | 3.712          | 2.028          | 1.415          | 1.381          | 1.642          | 1.672          | 1.589          | 1.763          | 1.914          |                    | 8,5        | 20,4        |  |
| Otros pasivos                                    | 2.210          | 2.524          | 6.997          | 6.569          | 5.685          | 5.099          | 6.792          | 7.695          | 8.021          | 10.037         | 11.004         |                    | 9,6        | 37,2        |  |
| <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>36.819</b>  | <b>38.667</b>  | <b>41.372</b>  | <b>44.517</b>  |                    | <b>7,6</b> | <b>15,1</b> |  |
| <b>Memo</b>                                      |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                    |            |             |  |
| Activo neteado                                   | 129.815        | 110.275        | 185.356        | 184.371        | 202.447        | 208.275        | 244.791        | 280.336        | 304.505        | 321.366        | 337.979        |                    | 5,2        | 11,0        |  |
| Activo neteado consolidado                       | 125.093        | 106.576        | 181.253        | 181.077        | 198.462        | 203.286        | 235.845        | 271.652        | 295.211        | 312.310        | 329.523        |                    | 5,5        | 11,6        |  |

(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         | 2008         | I-08         | II-08        | I-09         | I-09 / II-08          | I-09 / I-08 |
| Margen financiero  | 6.967      | 7.291      | 6.943      | 13.991            | 1.965         | 6.075       | 9.475        | 13.262       | 15.134       | 20.528       | 9.700        | 10.828       | 13.692       | 26                    | 41          |
| Resultado por intereses  | 5.396      | 5.106      | 4.625      | -3.624            | -943          | 1.753       | 3.069        | 4.150        | 5.744        | 9.574        | 4.287        | 5.288        | 6.654        | 26                    | 55          |
| Ajustes CER y CVS  | 0          | 0          | 0          | 8.298             | 2.315         | 1.944       | 3.051        | 3.012        | 2.624        | 2.822        | 1.814        | 1.007        | 515          | -49                   | -72         |
| Diferencias de cotización  | 227        | 185        | 268        | 5.977             | -890          | 866         | 751          | 944          | 1.357        | 2.307        | 621          | 1.686        | 1.826        | 8                     | 194         |
| Resultado por títulos valores                                    | 1.112      | 1.481      | 1.490      | 3.639             | 1.962         | 1.887       | 2.371        | 4.923        | 5.144        | 4.462        | 2.908        | 1.554        | 4.178        | 169                   | 44          |
| Otros resultados financieros                                     | 232        | 519        | 559        | -299              | -480          | -375        | 233          | 235          | 264          | 1.362        | 70           | 1.293        | 519          | -60                   | 645         |
| Resultado por servicios  | 3.623      | 3.582      | 3.604      | 4.011             | 3.415         | 3.904       | 4.781        | 6.243        | 8.248        | 10.868       | 5.033        | 5.835        | 6.139        | 5                     | 22          |
| Cargos por incobrabilidad  | -2.565     | -3.056     | -3.096     | -10.007           | -2.089        | -1.511      | -1.173       | -1.198       | -1.894       | -2.832       | -1.242       | -1.590       | -1.985       | 25                    | 60          |
| Gastos de administración   | -7.432     | -7.375     | -7.362     | -9.520            | -7.760        | -7.998      | -9.437       | -11.655      | -14.634      | -18.748      | -8.884       | -9.864       | -10.878      | 10                    | 22          |
| Cargas impositivas   | -497       | -528       | -571       | -691              | -473          | -584        | -737         | -1.090       | -1.537       | -2.315       | -1.011       | -1.304       | -1.561       | 20                    | 54          |
| Impuesto a las ganancias   | -421       | -446       | -262       | -509              | -305          | -275        | -581         | -595         | -1.032       | -1.342       | -670         | -672         | -2.340       | 248                   | 249         |
| Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup> | 0          | 0          | 0          | 0                 | -701          | -320        | -410         | -752         | -837         | -1.757       | -884         | -873         | -189         | -78                   | -79         |
| Amortización de amparos  | 0          | 0          | 0          | 0                 | -1.124        | -1.686      | -1.867       | -2.573       | -1.922       | -994         | -521         | -473         | -353         | -25                   | -32         |
| Diversos   | 617        | 535        | 702        | -3.880            | 1.738         | 1.497       | 1.729        | 2.664        | 2.380        | 1.441        | 841          | 600          | 738          | 23                    | -12         |
| Resultado monetario  | 0          | 0          | 0          | -12.558           | 69            | 0           | 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>4.757</b> | <b>2.361</b> | <b>2.396</b> | <b>3.263</b> | <b>36</b>             | <b>38</b>   |
| Resultado ajustado <sup>3</sup>                                  | -          | -          | -          | -                 | -3.440        | 1.337       | 4.057        | 7.631        | 6.665        | 7.508        | 3.766        | 3.741        | 3.805        | 2                     | 1           |
| <i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>         |            |            |            |                   |               |             |              |              |              |              |              |              |              | <i>cambio en p.p.</i> |             |
| Margen financiero  | 5,6        | 5,7        | 5,7        | 6,5               | 1,1           | 3,1         | 4,6          | 5,8          | 5,7          | 6,7          | 6,6          | 6,9          | 8,4          | 1,5                   | 1,8         |
| Resultado por intereses  | 4,3        | 4,0        | 3,8        | -1,7              | -0,5          | 0,9         | 1,5          | 1,8          | 2,2          | 3,1          | 2,9          | 3,4          | 4,1          | 0,7                   | 1,2         |
| Ajustes CER y CVS  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 3,9               | 1,3           | 1,0         | 1,5          | 1,3          | 1,0          | 0,9          | 1,2          | 0,6          | 0,3          | -0,3                  | -0,9        |
| Diferencias de cotización  | 0,2        | 0,1        | 0,2        | 2,8               | -0,5          | 0,4         | 0,4          | 0,4          | 0,5          | 0,8          | 0,4          | 1,1          | 1,1          | 0,0                   | 0,7         |
| Resultado por títulos valores                                    | 0,9        | 1,2        | 1,2        | 1,7               | 1,1           | 1,0         | 1,2          | 2,2          | 1,9          | 1,5          | 2,0          | 1,0          | 2,6          | 1,6                   | 0,6         |
| Otros resultados financieros                                     | 0,2        | 0,4        | 0,5        | -0,1              | -0,3          | -0,2        | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,4          | 0,0          | 0,8          | 0,3          | -0,5                  | 0,3         |
| Resultado por servicios  | 2,9        | 2,8        | 3,0        | 1,9               | 1,9           | 2,0         | 2,3          | 2,7          | 3,1          | 3,6          | 3,4          | 3,7          | 3,7          | 0,0                   | 0,3         |
| Cargos por incobrabilidad  | -2,1       | -2,4       | -2,6       | -4,7              | -1,1          | -0,8        | -0,6         | -0,5         | -0,7         | -0,9         | -0,8         | -1,0         | -1,2         | -0,2                  | -0,4        |
| Gastos de administración   | -5,9       | -5,8       | -6,1       | -4,4              | -4,2          | -4,1        | -4,6         | -5,1         | -5,5         | -6,1         | -6,0         | -6,3         | -6,6         | -0,4                  | -0,6        |
| Cargas impositivas   | -0,4       | -0,4       | -0,5       | -0,3              | -0,3          | -0,3        | -0,4         | -0,5         | -0,6         | -0,8         | -0,7         | -0,8         | -1,0         | -0,1                  | -0,3        |
| Impuesto a las ganancias   | -0,3       | -0,3       | -0,2       | -0,2              | -0,2          | -0,1        | -0,3         | -0,3         | -0,4         | -0,4         | -0,5         | -0,4         | -1,4         | -1,0                  | -1,0        |
| 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         | -0,6         | -0,6         | -0,6         | -0,1         | 0,4                   | 0,5         |
| Amortización de amparos  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0               | -0,6          | -0,9        | -0,9         | -1,1         | -0,7         | -0,3         | -0,4         | -0,3         | -0,2         | 0,1                   | 0,1         |
| Diversos   | 0,5        | 0,4        | 0,6        | -1,8              | 0,9           | 0,8         | 0,8          | 1,2          | 0,9          | 0,5          | 0,6          | 0,4          | 0,5          | 0,1                   | -0,1        |
| Monetarios   | 0,0        | 0,0        | 0,0        | -5,8              | 0,0           | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0                   | 0,0         |
| Resultado total  | <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>1,6</b>   | <b>1,6</b>   | <b>1,5</b>   | <b>2,0</b>   | <b>0,5</b>            | <b>0,4</b>  |
| Resultado ajustado <sup>3</sup>                                  | -          | -          | -          | -                 | -1,9          | 0,7         | 2,0          | 3,4          | 2,5          | 2,5          | 2,4          | 2,3          | -0,1         | -0,2                  |             |
| ROE  | 1,7        | 0,0        | -0,2       | -59,2             | -22,7         | -4,2        | 7,0          | 14,3         | 11,0         | 13,4         | 13,6         | 13,2         | 16,7         | 3,5                   | 3,1         |

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

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

Fuente: BCRA

## Cuadro 4 | Calidad de cartera

| En porcentaje  | Dic 00      | Dic 01      | Dic 02      | Dic 03      | Dic 04      | Dic 05     | Dic 06     | Dic 07     | Jun 08     | Dic 08     | Jun 09     |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Cartera irregular total  | 12,9        | 13,1        | 18,1        | 17,7        | 10,7        | 5,2        | 3,4        | 2,7        | 2,7        | 2,7        | 3,3        |
| <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>3,2</b> | <b>3,1</b> | <b>3,1</b> | <b>3,7</b> |
| Previsiones / Cartera irregular total                            | 61,1        | 66,4        | 73,8        | 79,2        | 102,9       | 124,5      | 129,9      | 129,6      | 123,5      | 131,4      | 118,0      |
| (Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales | 5,0         | 4,4         | 4,7         | 3,7         | -0,3        | -1,3       | -1,0       | -0,8       | -0,6       | -0,8       | -0,6       |
| (Cartera irregular total - Previsiones) / PN                     | 26,2        | 21,6        | 17,2        | 11,9        | -1,0        | -4,1       | -3,3       | -3,0       | -2,5       | -3,3       | -2,2       |

(\*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

# Anexo Estadístico – Bancos Privados

## Cuadro 5 | Indicadores de solidez

| En %   | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002  | 2003  | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Jun 08 | 2008 | Jun 09 |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|--------|------|--------|
| 1.- Liquidez                                 | 23,6 | 26,9 | 22,8 | 24,3 | 24,1 | 23,6 | 24,8  | 27,6  | 29,2 | 21,5 | 23,7 | 25,7 | 26,6   | 34,1 | 32,7   |
| 2.- Crédito al sector público                | 13,5 | 13,7 | 13,6 | 16,1 | 14,7 | 20,8 | 49,4  | 47,7  | 41,6 | 28,5 | 16,3 | 9,5  | 7,9    | 6,3  | 5,9    |
| 3.- Crédito al sector privado                | 51,0 | 46,7 | 47,6 | 44,6 | 38,4 | 45,4 | 22,4  | 19,9  | 22,5 | 31,1 | 37,9 | 46,6 | 47,4   | 44,0 | 42,9   |
| 4.- Irregularidad de cartera privada         | 11,1 | 8,5  | 7,7  | 8,9  | 9,8  | 14,0 | 37,4  | 30,4  | 15,3 | 6,3  | 3,6  | 2,5  | 2,7    | 2,8  | 3,6    |
| 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 | -3,6 | -2,9   | -3,4 | -2,2   |
| 6.- ROA                                      | 0,6  | 0,7  | 0,5  | 0,3  | 0,1  | 0,2  | -11,3 | -2,5  | -1,0 | 0,5  | 2,2  | 1,6  | 1,8    | 1,9  | 2,5    |
| 7.- ROE                                      | 4,1  | 6,3  | 4,3  | 2,3  | 0,8  | 1,4  | -79,0 | -19,1 | -8,1 | 4,1  | 15,3 | 10,9 | 14,2   | 15,2 | 20,1   |
| 8.- Eficiencia                               | 144  | 135  | 139  | 146  | 152  | 151  | 168   | 93    | 115  | 136  | 158  | 152  | 163    | 166  | 193    |
| 9.- Integración de capital                   | 15,9 | 15,4 | 14,6 | 18,9 | 18,0 | 17,6 | -     | 14,0  | 15,1 | 17,8 | 18,6 | 19,2 | 18,1   | 18,3 | 20,1   |
| 10.- Posición de capital                     | 33   | 47   | 27   | 60   | 49   | 43   | -     | 88    | 157  | 155  | 116  | 87   | 77     | 86   | 97     |

Fuente: BCRA

## Cuadro 6 | Situación patrimonial

| En millones de pesos corrientes                  | Dic 00         | Dic 01        | Dic 02         | Dic 03         | Dic 04         | Dic 05         | Dic 06         | Dic 07         | Jun 08         | Dic 08         | Jun 09         | 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>175.509</b> | <b>188.766</b> | <b>209.087</b> | <b>218.949</b> | <b>4,7</b>         | <b>16,0</b> |  |  |
| Activos líquidos <sup>1</sup>                    | 13.920         | 10.576        | 11.044         | 14.500         | 15.893         | 14.074         | 22.226         | 29.418         | 30.542         | 37.110         | 40.376         | 8,8                | 32,2        |  |  |
| Títulos públicos                                 | 7.583          | 1.627         | 19.751         | 22.260         | 24.817         | 29.966         | 27.663         | 24.444         | 21.974         | 29.542         | 38.736         | 31,1               | 76,3        |  |  |
| Lebac/Nobac                                      | 0              | 0             | -              | -              | 8.359          | 15.227         | 15.952         | 17.684         | 15.626         | 23.457         | 25.784         | 9,9                | 65,0        |  |  |
| Por tenencia                                     | 0              | 0             | -              | -              | 5.611          | 12.899         | 14.220         | 15.639         | 12.596         | 12.853         | 12.858         | 0,0                | 2,1         |  |  |
| Por operaciones de pase                          | 0              | 0             | -              | -              | 2.749          | 2.328          | 1.732          | 2.045          | 3.030          | 10.604         | 12.926         | 21,9               | 326,5       |  |  |
| Títulos privados                                 | 563            | 451           | 273            | 172            | 333            | 307            | 683            | 310            | 578            | 130            | 135            | 3,6                | -76,7       |  |  |
| Préstamos  | 56.035         | 52.319        | 51.774         | 47.017         | 50.741         | 56.565         | 69.294         | 88.898         | 96.583         | 98.499         | 96.017         | -2,5               | -0,6        |  |  |
| Sector público                                   | 8.172          | 13.803        | 25.056         | 23.571         | 21.420         | 15.954         | 10.036         | 6.413          | 6.186          | 6.213          | 1.820          | -70,7              | -70,6       |  |  |
| Sector privado                                   | 45.103         | 36.636        | 26.074         | 22.816         | 28.213         | 39.031         | 55.632         | 78.587         | 85.943         | 88.422         | 91.151         | 3,1                | 6,1         |  |  |
| Sector financiero                                | 2.760          | 1.880         | 644            | 630            | 1.107          | 1.580          | 3.626          | 3.898          | 4.454          | 3.864          | 3.046          | -21,2              | -31,6       |  |  |
| Previsiones por préstamos                        | -3.248         | -3.957        | -7.463         | -5.225         | -3.717         | -2.482         | -2.227         | -2.365         | -2.626         | -2.881         | -3.425         | 18,9               | 30,4        |  |  |
| Otros créditos por intermediación financiera     | 36.600         | 13.037        | 27.212         | 22.148         | 25.753         | 16.873         | 18.387         | 17.084         | 22.963         | 25.240         | 26.447         | 4,8                | 15,2        |  |  |
| ON y OS  | 724            | 665           | 1.514          | 1.394          | 829            | 675            | 618            | 430            | 506            | 699            | 840            | 20,3               | 66,0        |  |  |
| Fideicomisos sin cotización                      | 1.609          | 1.637         | 6.205          | 3.571          | 2.362          | 2.444          | 2.982          | 3.456          | 4.105          | 3.845          | 4.424          | 15,1               | 7,8         |  |  |
| Compensación a recibir                           | 0              | 0             | 15.971         | 13.812         | 14.657         | 5.575          | 760            | 377            | 314            | 357            | 17             | -95,3              | -94,7       |  |  |
| Otros  | 34.267         | 10.735        | 3.523          | 3.370          | 7.905          | 8.179          | 14.027         | 12.822         | 18.038         | 20.339         | 21.167         | 4,1                | 17,3        |  |  |
| Bienes en locación financiera                    | 776            | 752           | 553            | 387            | 592            | 1.356          | 2.126          | 3.149          | 3.519          | 3.462          | 2.842          | -17,9              | -19,2       |  |  |
| Participación en otras sociedades                | 1.651          | 1.703         | 3.123          | 2.791          | 1.892          | 2.416          | 4.042          | 3.762          | 4.129          | 4.529          | 5.083          | 12,2               | 23,1        |  |  |
| Bienes de uso y diversos                         | 3.225          | 3.150         | 5.198          | 4.902          | 4.678          | 4.575          | 4.677          | 4.685          | 4.750          | 4.926          | 5.062          | 2,8                | 6,6         |  |  |
| Filiales en el exterior                          | 75             | 112           | -109           | -136           | -53            | -148           | -139           | -154           | -152           | -178           | -199           | 11,8               | 31,1        |  |  |
| Otros activos                                    | 2.190          | 2.574         | 7.549          | 7.816          | 7.137          | 6.178          | 5.682          | 6.277          | 6.506          | 8.708          | 7.873          | -9,6               | 21,0        |  |  |
| <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>152.153</b> | <b>164.082</b> | <b>182.810</b> | <b>190.219</b> | <b>4,1</b>         | <b>15,9</b> |  |  |
| Depósitos  | 57.833         | 44.863        | 44.445         | 52.625         | 62.685         | 75.668         | 94.095         | 116.719        | 122.751        | 135.737        | 142.901        | 5,3                | 16,4        |  |  |
| Sector público <sup>2</sup>                      | 1.276          | 950           | 1.636          | 3.077          | 6.039          | 6.946          | 7.029          | 7.564          | 9.450          | 19.553         | 20.528         | 5,0                | 117,2       |  |  |
| Sector privado <sup>2</sup>                      | 55.917         | 43.270        | 38.289         | 47.097         | 55.384         | 67.859         | 85.714         | 107.671        | 111.642        | 114.250        | 120.170        | 5,2                | 7,6         |  |  |
| Cuenta corriente                                 | 4.960          | 7.158         | 8.905          | 11.588         | 13.966         | 17.946         | 20.604         | 27.132         | 27.875         | 30.278         | 30.337         | 0,2                | 8,8         |  |  |
| Caja de ahorros                                  | 9.409          | 14.757        | 6.309          | 10.547         | 14.842         | 18.362         | 23.165         | 30.169         | 29.850         | 32.707         | 36.265         | 10,9               | 21,5        |  |  |
| Plazo fijo                                       | 39.030         | 18.012        | 11.083         | 18.710         | 22.729         | 27.736         | 38.043         | 45.770         | 48.802         | 47.044         | 48.974         | 4,1                | 0,4         |  |  |
| CEDRO  | 0              | 0             | 9.016          | 2.409          | 798            | 3              | 1              | 0              | 0              | 0              | 0              | -                  | -           |  |  |
| Otras obligaciones por intermediación financiera | 46.271         | 22.629        | 49.341         | 42.367         | 45.083         | 32.349         | 31.750         | 29.323         | 35.123         | 39.254         | 38.817         | -1,1               | 10,5        |  |  |
| Obligaciones interfinancieras                    | 2.293          | 1.514         | 836            | 726            | 1.070          | 1.488          | 3.383          | 1.979          | 2.135          | 1.150          | 1.163          | 1,1                | -45,5       |  |  |
| Obligaciones con el BCRA                         | 83             | 1.758         | 16.624         | 17.030         | 17.768         | 10.088         | 3.689          | 675            | 711            | 649            | 91             | -86,0              | -87,2       |  |  |
| Obligaciones negociables                         | 4.939          | 3.703         | 9.073          | 6.674          | 7.922          | 6.548          | 6.413          | 6.686          | 6.129          | 5.672          | 5.317          | -6,3               | -13,3       |  |  |
| Líneas de préstamos del exterior                 | 5.491          | 4.644         | 15.434         | 9.998          | 5.444          | 2.696          | 2.249          | 1.833          | 2.706          | 2.262          | 1.231          | -45,6              | -54,5       |  |  |
| Otros  | 33.466         | 11.010        | 7.374          | 7.939          | 12.878         | 11.530         | 16.015         | 18.150         | 23.441         | 29.521         | 31.016         | 5,1                | 32,3        |  |  |
| Obligaciones subordinadas                        | 1.668          | 1.700         | 3.622          | 1.850          | 1.304          | 1.319          | 1.642          | 1.668          | 1.585          | 1.759          | 1.910          | 8,5                | 20,5        |  |  |
| Otros pasivos                                    | 1.420          | 1.637         | 5.671          | 4.890          | 4.213          | 3.264          | 3.989          | 4.443          | 4.624          | 6.060          | 6.591          | 8,8                | 42,5        |  |  |
| <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>23.356</b>  | <b>24.682</b>  | <b>26.277</b>  | <b>28.730</b>  | <b>9,3</b>         | <b>16,4</b> |  |  |
| Memo   |                |               |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                    |             |  |  |
| <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>166.231</b> | <b>174.957</b> | <b>191.991</b> | <b>201.837</b> | <b>5,1</b>         | <b>15,4</b> |  |  |

## Nota metodológica (cuadro 5)

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 7 | Rentabilidad

| En millones de pesos corrientes                                  | Anual      |            |            |                   |               |               |            |              |              |              | Semestre     |              |              | Variaciones (%) |             |
|--|------------|------------|------------|-------------------|---------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|
|  | 1999       | 2000       | 2001       | 2002 <sup>1</sup> | 2003          | 2004          | 2005       | 2006         | 2007         | 2008         | I-08         | II-08        | I-09         | I-09 / II-08    | I-09 / I-08 |
| Margen financiero  | 5.176      | 5.441      | 5.282      | 10.628            | 2.575         | 3.415         | 5.253      | 7.778        | 8.960        | 12.964       | 6.006        | 6.957        | 9.362        | 35              | 56          |
| Resultado por intereses  | 3.819      | 3.598      | 3.519      | -304              | 107           | 1.214         | 2.069      | 2.826        | 4.191        | 7.727        | 3.463        | 4.264        | 5.003        | 17              | 44          |
| Ajustes CER y CVS  | 0          | 0          | 0          | 1.476             | 1.082         | 900           | 1.215      | 858          | 662          | 651          | 429          | 222          | 84           | -62             | -80         |
| Diferencias de cotización  | 213        | 160        | 256        | 6.189             | -312          | 666           | 576        | 740          | 990          | 1.620        | 694          | 926          | 1.045        | 13              | 51          |
| Resultado por títulos valores                                    | 908        | 1.232      | 962        | 3.464             | 1.892         | 959           | 1.259      | 3.154        | 2.888        | 1.637        | 1.374        | 262          | 2.599        | 890             | 89          |
| Otros resultados financieros                                     | 236        | 450        | 546        | -197              | -195          | -322          | 134        | 199          | 229          | 1.329        | 47           | 1.282        | 631          | -51             | 1.252       |
| Resultado por servicios  | 2.598      | 2.554      | 2.598      | 2.782             | 2.341         | 2.774         | 3.350      | 4.459        | 5.881        | 7.632        | 3.549        | 4.083        | 4.322        | 6               | 22          |
| Cargos por incobrabilidad  | -1.872     | -2.173     | -2.464     | -6.923            | -1.461        | -1.036        | -714       | -737         | -1.174       | -1.863       | -820         | -1.043       | -1.400       | 34              | 71          |
| Gastos de administración   | -5.326     | -5.263     | -5.224     | -6.726            | -5.310        | -5.382        | -6.303     | -7.741       | -9.735       | -12.401      | -5.877       | -6.523       | -7.097       | 9               | 21          |
| Cargas impositivas   | -368       | -379       | -418       | -512              | -366          | -393          | -509       | -769         | -1.105       | -1.715       | -754         | -960         | -1.131       | 18              | 50          |
| Impuesto a las ganancias   | -386       | -393       | -216       | -337              | -295          | -202          | -217       | -365         | -380         | -1.168       | -461         | -706         | -1.453       | 106             | 215         |
| Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup> | 0          | 0          | 0          | 0                 | -665          | -51           | -201       | -170         | -100         | -267         | -132         | -135         | -24          | -82             | -82         |
| Amortización de amparos  | 0          | 0          | 0          | 0                 | -791          | -1.147        | -1.168     | -1.182       | -1.466       | -688         | -356         | -332         | -186         | -44             | -48         |
| Diversos   | 447        | 307        | 615        | -4.164            | 1.178         | 846           | 1.156      | 1.641        | 1.576        | 916          | 404          | 513          | 97           | -81             | -76         |
| Resultado monetario  | 0          | 0          | 0          | -10.531           | -20           | 0             | 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>3.412</b> | <b>1.559</b> | <b>1.853</b> | <b>2.491</b> | <b>34</b>       | <b>60</b>   |
| Resultado ajustado <sup>3</sup>                                  | -          | -          | -          | -                 | -1.357        | 252           | 2.016      | 4.267        | 4.023        | 4.367        | 2.047        | 2.320        | 2.700        | 16              | 32          |
| Indicadores anualizados - En % del activo neteado                |            |            |            |                   |               |               |            |              |              |              |              |              |              | cambio en p.p.  |             |
| Margen financiero  | 6,1        | 6,2        | 6,4        | 7,6               | 2,3           | 2,9           | 4,3        | 5,9          | 5,8          | 7,3          | 7,6          | 8,1          | 10,9         | 2,8             | 3,3         |
| Resultado por intereses  | 4,5        | 4,1        | 4,3        | -0,2              | 0,1           | 1,0           | 1,7        | 2,1          | 2,7          | 4,4          | 4,4          | 5,0          | 5,8          | 0,8             | 1,5         |
| Ajustes CER y CVS  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 1,1               | 0,9           | 0,8           | 1,0        | 0,6          | 0,4          | 0,4          | 0,5          | 0,3          | 0,1          | -0,2            | -0,4        |
| Diferencias de cotización  | 0,3        | 0,2        | 0,3        | 4,4               | -0,3          | 0,6           | 0,5        | 0,6          | 0,6          | 0,9          | 0,9          | 1,1          | 1,2          | 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          | 0,9          | 1,7          | 0,3          | 3,0          | 2,7             | 1,3         |
| Otros resultados financieros                                     | 0,3        | 0,5        | 0,7        | -0,1              | -0,2          | -0,3          | 0,1        | 0,2          | 0,1          | 0,8          | 0,1          | 1,5          | 0,7          | -0,8            | 0,7         |
| Resultado por servicios  | 3,1        | 2,9        | 3,2        | 2,0               | 2,0           | 2,4           | 2,7        | 3,4          | 3,8          | 4,3          | 4,5          | 4,8          | 5,0          | 0,3             | 0,6         |
| Cargos por incobrabilidad  | -2,2       | -2,5       | -3,0       | -5,0              | -1,3          | -0,9          | -0,6       | -0,6         | -0,8         | -1,1         | -1,0         | -1,2         | -1,6         | -0,4            | -0,6        |
| Gastos de administración   | -6,3       | -6,0       | -6,4       | -4,8              | -4,6          | -4,6          | -5,1       | -5,9         | -6,3         | -7,0         | -7,4         | -7,6         | -8,3         | -0,6            | -0,8        |
| Cargas impositivas   | -0,4       | -0,4       | -0,5       | -0,4              | -0,3          | -0,3          | -0,4       | -0,6         | -0,7         | -1,0         | -1,0         | -1,1         | -1,3         | -0,2            | -0,4        |
| Impuesto a las ganancias   | -0,5       | -0,4       | -0,3       | -0,2              | -0,3          | 0,2           | -0,2       | -0,3         | -0,2         | -0,7         | -0,6         | -0,8         | -1,7         | -0,9            | -1,1        |
| 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         | -0,2         | -0,2         | -0,2         | 0,0          | 0,1             | 0,1         |
| Amortización de amparos  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0               | -0,7          | -1,0          | -1,0       | -0,9         | -0,9         | -0,4         | -0,4         | -0,4         | -0,2         | 0,2             | 0,2         |
| Diversos   | 0,5        | 0,4        | 0,7        | -3,0              | 1,0           | 0,7           | 0,9        | 1,2          | 1,0          | 0,5          | 0,5          | 0,6          | 0,1          | -0,5            | -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             | 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>1,9</b>   | <b>2,0</b>   | <b>2,2</b>   | <b>2,9</b>   | <b>0,7</b>      | <b>0,9</b>  |
| Resultado ajustado <sup>3</sup>                                  | -          | -          | -          | -                 | -1,2          | 0,2           | 1,6        | 3,2          | 2,6          | 2,5          | 2,6          | 2,7          | 3,1          | 0,4             | 0,6         |
| ROE  | 2,3        | 0,8        | 1,4        | -7,9              | -19,1         | -8,1          | 4,1        | 15,3         | 10,9         | 15,2         | 13,6         | 16,7         | 22,7         | 6,0             | 9,1         |

(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 8 | Calidad de cartera

| En porcentaje  | Dic 00     | Dic 01      | Dic 02      | Dic 03      | Dic 04      | Dic 05     | Dic 06     | Dic 07     | Jun 08     | Dic 08     | Jun 09     |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Cartera irregular total  | 8,3        | 9,9         | 19,8        | 15,7        | 8,9         | 4,4        | 2,9        | 2,2        | 2,4        | 2,5        | 3,4        |
| <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>2,5</b> | <b>2,7</b> | <b>2,8</b> | <b>3,6</b> |
| Previsiones / Cartera irregular total                            | 67,7       | 75,7        | 73,4        | 79,0        | 97,0        | 114,3      | 129,3      | 141,3      | 129,6      | 134,1      | 118,3      |
| (Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales | 2,7        | 2,4         | 5,3         | 3,3         | 0,4         | -0,6       | -0,9       | -0,9       | -0,7       | -0,9       | -0,6       |
| (Cartera irregular total - Previsiones) / PN                     | 13,4       | 11,4        | 18,6        | 11,2        | 1,3         | -2,2       | -3,0       | -3,6       | -2,9       | -3,4       | -2,2       |

(\*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA



## Glosario de Abreviaturas y Siglas

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

**IPC Resto:** IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y los sujetos a regulación o con alto componente impositivo

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

**IPI:** Índice de Precios Implícitos

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

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

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

**IRD:** Inversión Real Directa

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

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

**ISSP:** Indicador Sintético de Servicios Públicos

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

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**LATAM:** Latinoamérica

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

**LME:** *London Metal Exchange*

**LTV:** Loan to value

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

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

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

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

**MBS:** *Mortgage Backed Securities*

**MEM:** Mercado Eléctrico Mayorista

**MERCOSUR:** Mercado Común del Sur

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

**MEyP:** Ministerio de Economía y Producción

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

**MOPRE:** Módulos Previsionales

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

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

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

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

**MW:** MegaWatts

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

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

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

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

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

**O/N:** *Overnight*

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**PAD:** Prestación Anticipada por Desempleo

**PAM:** Política Automotriz del Mercosur

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

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

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

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PIB:** Producto Interno Bruto

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

**PM:** Programa Monetario

**PN 2008:** Presupuesto Nacional 2008

**PP:** Productos primarios

**Prom.:** Promedio

**Prom. móv.:** Promedio móvil

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

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

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

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

**RTA:** Remuneración al Trabajo Asalariado

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

**s.o.:** Serie original

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

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

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

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

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

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino

**SISCEN:** Sistema Centralizado de requerimientos informativos

**SMVM:** Salario Mínimo Vital y Móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TAF:** *Term Auction Facility*

**TCR:** Tipo de cambio real

**TI:** Términos de Intercambio

**Tn:** Tonelada

**TN:** Tesoro Nacional

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

**US\$:** Dólares Americanos

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

**UVP:** Unidades Vinculadas al PIB

**Var.:** variación

**VCP:** valores de corto plazo

**VE:** Valor efectivo

**VIX:** *volatility of S&P 500*

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

**XN:** Exportaciones Netas

# Índice de Gráficos y Tablas

## Índice de Gráficos

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 1.     | Expansión y Normalización Patrimonial del Sistema Financiero.....             | 7  |
| 2.     | Crecimiento del Crédito al Sector Privado.....                                | 8  |
| 3.     | Intermediación Financiera por Moneda.....                                     | 10 |
| I.1.   | Mundo y Economías Avanzadas. PIB Real.....                                    | 11 |
| I.2.   | Evolución Índices <i>MSCI</i> (Renta Variable).....                           | 11 |
| I.3.   | Países Avanzados. Indicadores Adelantados de Producción Industrial.....       | 12 |
| I.4.   | Economías Avanzadas. Producción Industrial.....                               | 12 |
| I.5.   | Economías Avanzadas. Tasa de Desempleo.....                                   | 12 |
| I.6.   | Regiones Emergentes y Países Seleccionados. PIB Real.....                     | 13 |
| I.7.   | Volúmenes de Comercio Mundial.....  | 13 |
| I.8.   | Economías Emergentes. Tasas de Referencia.....                                | 13 |
| I.9.   | Programas de la Reserva Federal.....  | 14 |
| I.10.  | Mercados Bursátiles de EEUU.....  | 14 |
| I.11.  | Nivel y <i>Spread</i> de Tasas interbancarias.....                            | 14 |
| I.12.  | Rendimientos de <i>Treasuries</i> y Expectativa de Inflación.....             | 15 |
| I.13.  | Evolución de las Monedas de Países Desarrollados.....                         | 15 |
| I.14.  | Índices de <i>Spread</i> de Deuda Emergente ( <i>CDS</i> ).....               | 15 |
| A.1.1. | Colocaciones Internacionales de Bonos de Economías Emergentes.....            | 16 |
| A.1.2. | Emisiones Soberanas de Economías Emergentes por Región.....                   | 16 |
| A.1.3. | Plazo y Costo de las Emisiones Soberanas de Emergentes.....                   | 17 |
| A.1.4. | Emisiones Corporativas de Economías Emergentes por Sector.....                | 17 |
| I.15.  | Índices de Monedas. Mercados Emergentes.....                                  | 18 |
| I.16.  | Integración de Capital.....   | 18 |
| I.17.  | Activos Líquidos.....   | 18 |
| A.2.1. | Volatilidad en Mercados Accionarios Emergentes vs EEUU.....                   | 19 |
| A.2.2. | Relación entre Activos Emergentes y Mercado Global.....                       | 19 |
| A.2.3. | Evolución de Activos Emergentes.....  | 20 |
| I.18.  | Intermediación Financiera en América Latina.....                              | 21 |
| I.19.  | Calidad de Cartera y Previsionamiento.....                                    | 21 |
| II.1.  | Argentina: Resultado Fiscal, Cuenta Corriente y Reservas Internacionales..... | 23 |
| II.2.  | Reservas Internacionales y PIB.....   | 23 |
| II.3.  | PIB.....  | 24 |
| II.4.  | Resultado Fiscal, Cuenta Corriente y Reservas Internacionales.....            | 24 |
| II.5.  | Índices de Precios.....   | 25 |
| II.6.  | Tasas de Interés de Corto Plazo.....  | 25 |
| II.7.  | M2 - Metas 2009.....  | 25 |
| II.8.  | Bonos Soberanos de la Argentina.....  | 26 |
| II.9.  | Mercado Secundario Bocan 14.....  | 26 |
| II.10. | <i>Relative Value</i> .....   | 27 |
| II.11. | Composición Deuda Pública Bruta por Moneda.....                               | 27 |
| II.12. | Composición del <i>Stock</i> de Lebac y Nobac en Circulación.....             | 27 |
| II.13. | Mercado Primario de Nobac.....  | 28 |
| II.14. | Montos Negociados de Títulos Públicos.....                                    | 28 |
| II.15. | Emisión de Fideicomisos Financieros.....                                      | 28 |
| II.16. | Emisión de Obligaciones Negociables, VCP y ON Pymes.....                      | 29 |
| II.17. | Negociación de Cheques de Pago Diferido.....                                  | 29 |
| II.18. | Evolución del Mercado Local de Acciones.....                                  | 29 |
| II.19. | Monto Negociado de Acciones.....  | 30 |
| II.20. | Futuros del Dólar.....  | 30 |
| III.1. | Indicadores de Actividad.....   | 31 |
| III.2. | Carga de la Deuda de las Familias.....  | 31 |
| III.3. | Cartera Activa del Sistema Financiero.....                                    | 32 |
| III.4. | Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....              | 32 |
| III.5. | PIB. Bienes y Servicios.....  | 32 |

|         |  |    |
|---------|--|----|
| III.6.  | Deuda de las Empresas.....   | 33 |
| III.7.  | Carga la Deuda del Sector Empresas.....  | 33 |
| III.8.  | Indicadores Industriales.....  | 33 |
| III.9.  | Indicadores del Sector Automor.....  | 34 |
| III.10. | Deuda de la Industria.....   | 34 |
| III.11. | Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....                               | 35 |
| III.12. | PIB. Servicios.....  | 35 |
| III.13. | Ventas Minoristas a Precios Constantes.....                                      | 35 |
| III.14. | Indicadores de la Construcción.....  | 36 |
| III.15. | Confianza de los Consumidores.....   | 36 |
| III.16. | Tasas de Empleo y Desocupación.....  | 36 |
| III.17. | Endeudamiento por Consumo de las Familias.....                                   | 37 |
| III.18. | Cuentas Fiscales del SPNF.....   | 37 |
| III.19. | Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....                           | 37 |
| III.20. | Evolución Real de los Principales Tributos.....                                  | 38 |
| III.21. | Composición del Gasto Primario del SPNF.....                                     | 38 |
| III.22. | Deuda Pública Nacional.....  | 38 |
| IV.1.   | Crédito Total al Sector Privado.....   | 39 |
| IV.2.   | Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos.....                     | 39 |
| IV.3.   | Intermediación Financiera con el Sector Privado.....                             | 40 |
| IV.4.   | Saldo de Balance de Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....             | 40 |
| IV.5.   | Financiaciones Mediante Tarjetas de Crédito.....                                 | 41 |
| IV.6.   | Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Bancos.....           | 41 |
| IV.7.   | Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....                              | 42 |
| IV.8.   | Depósitos en el Sistema Financiero.....  | 42 |
| IV.9.   | Depósitos del Sector Privado a Plazo Fijo en Pesos.....                          | 42 |
| IV.10.  | Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos.....                        | 43 |
| IV.11.  | Alcance Regional del Sistema Financiero.....                                     | 43 |
| IV.12.  | Bancarización Regional.....  | 43 |
| A.3.1.  | Tasas de Interés Activas en Pesos.....   | 44 |
| A.3.2.  | Spread de Tasas de Interés – Préstamos a Familias.....                           | 44 |
| A.3.3.  | Spread de Tasas de Interés – Préstamos a Empresas.....                           | 45 |
| IV.13.  | Productividad.....   | 46 |
| IV.14.  | Capitalizaciones de Entidades Financieras.....                                   | 46 |
| IV.15.  | Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado.....                           | 46 |
| IV.16.  | Resultados por Intereses.....  | 47 |
| IV.17.  | Resultados por Servicios.....  | 47 |
| IV.18.  | Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero.....                      | 48 |
| IV.19.  | Gastos de Administración - Eficiencia.....                                       | 48 |
| IV.20.  | Cargos por Incobrabilidad.....   | 48 |
| IV.21.  | Evolución del Patrimonio de los FCI.....   | 49 |
| A.4.1.  | Composición del Sector Seguros en Términos de Tamaño de Cartera.....             | 50 |
| A.4.2.  | Evolución de los Ingresos y la Rentabilidad de las Compañías de Seguros.....     | 50 |
| A.4.3.  | Evolución de la Composición de la Cartera Compañías de Seguros.....              | 51 |
| V.1.    | Liquidez.....  | 53 |
| V.2.    | Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....                                 | 53 |
| V.3.    | Cambio en la Liquidez.....   | 54 |
| V.4.    | Liquidez en Pesos.....   | 54 |
| V.5.    | Liquidez en Dólares.....   | 54 |
| V.6.    | Mercados de Liquidez Interfinanciera.....  | 55 |
| V.7.    | Tasas de Interés.....  | 55 |
| V.8.    | Financiaciones al Sector Privado No Financiero.....                              | 55 |
| A.5.1.  | Tasas de Interés de Referencia de la FED y Valor de las Propiedades en EEUU..... | 56 |
| V.9.    | Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....                                 | 58 |
| V.10.   | Evolución de las Financiaciones al Sector Privado.....                           | 58 |
| V.11.   | Financiaciones al Sector Privado por Período de Originación Estimado.....        | 58 |
| V.12.   | Previsionamiento.....  | 59 |
| V.13.   | Financiaciones a Empresas.....   | 59 |
| V.14.   | Irregularidad del Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....            | 59 |

|       |  |    |
|-------|--|----|
| V.15. | Financiaciones al Sector Corporativo por Período de Originación Estimado.....        | 60 |
| V.16. | Expectativas de Necesidades Crediticias.....   | 60 |
| V.17. | Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de la Industria.....                 | 60 |
| V.18. | Financiaciones a Familias.....   | 61 |
| V.19. | Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias.....                        | 61 |
| V.20. | Financiaciones para Consumo de las Familias por Período de Originación Estimado..... | 61 |
| V.21. | Exposición al Sector Público.....  | 64 |
| V.22. | Exposición al Sector Público. Comparación Internacional.....                         | 64 |
| V.23. | Descalce de Moneda Extranjera.....   | 64 |
| V.24. | Financiaciones al Sector Privado por Plazo Residual.....                             | 65 |
| V.25. | Depósitos Totales por Plazo Residual.....  | 65 |
| V.26. | Descalce Patrimonial de CER.....   | 66 |
| V.27. | Volatilidad en los Mercados de Renta Fija y Variable.....                            | 66 |
| V.28. | Valor a Riesgo y Cobertura.....  | 66 |
| VI.1. | Circulante.....  | 71 |
| VI.2. | Documentos Compensados.....  | 71 |
| VI.3. | Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito.....   | 72 |
| VI.4. | Débitos Directos.....  | 72 |
| VI.5. | Transferencias Minoristas.....   | 72 |
| VI.6. | Evolución de los Documentos Rechazados por Grupo de Bancos.....                      | 73 |
| VI.7. | MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....   | 73 |

### Índice de Tablas

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 1.     | Principales Indicadores del Sistema Financiero..... | 9  |
| III.1. | Producción de Granos y Algodón.....                 | 34 |
| IV.1.  | Situación Patrimonial.....                          | 40 |
| IV.2.  | Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero..... | 47 |
| IV.3.  | Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco.....   | 49 |
| IV.4.  | Evolución de la Cartera del FGS.....                | 49 |
| A.4.1. | Cartera de Compañías de Seguros.....                | 51 |